

Lehment, Harmen

Book Part — Digitized Version

Die Expansion des privaten ECU-Marktes in den achtziger Jahren: Bestimmungsgründe und währungspolitische Implikationen

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Lehment, Harmen (1988) : Die Expansion des privaten ECU-Marktes in den achtziger Jahren: Bestimmungsgründe und währungspolitische Implikationen, In: Streit, Manfred E. Biehl, Dieter (Ed.): Wirtschaftspolitik zwischen ökonomischer und politischer Rationalität: Festschrift für Herbert Giersch, ISBN 3-409-13912-5, Gabler, Wiesbaden, pp. 85-105

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1835>

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.

Die Expansion des privaten ECU-Marktes in den achtziger Jahren: Bestimmungsgründe und währungspolitische Implikationen

Von Harmen Lehment

1. Einleitung

In der ersten Hälfte der achtziger Jahre kam es auf den internationalen Finanzmärkten zu einer rapiden Expansion von Geschäften, die auf die europäische Währungseinheit ECU lauten. Die ECU – ein Korb aus Währungen mehrerer EG-Mitgliedsstaaten – war 1979 im Zuge der Errichtung des europäischen Währungssystems EWS geschaffen worden. Das Abkommen über das EWS sah vor, daß die ECU als Bezugsgröße, Rechengröße und Instrument für den Saldenausgleich zwischen den Währungsbehörden der beteiligten Länder verwendet werden sollte (KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEINSCHAFTEN, 1979: 97). In dieser „offiziellen“ Funktion erlangte die ECU bislang allerdings nur eher geringe Bedeutung.¹ Umso bemerkenswerter ist es, daß die ECU innerhalb kurzer Zeit eine Vielzahl von Funktionen im Privaten Finanzbereich übernahm. Mittlerweile gibt es auf ECU lautende Bankguthaben und -kredite, Geld- und Kapitalmarktpapiere, Reiseschecks, Kreditkarten und Gold- und Silbermünzen. Einige Firmen, insbesondere in Italien und Frankreich, wickeln untereinander Geschäfte in ECU ab und veröffentlichen auf ECU lautende Bilanzen. Auf dem Devisenmarkt und dem Devisenterminmarkt erreichten ECU-Transaktionen einen erheblichen Umfang; Währungsoperationen und Terminkontrakte in ECU werden – wenn auch in eher kleinem Umfang – durchgeführt bzw. gehandelt (IMF, 1987a: 52).

Erklärt wurde die Expansion des ECU-Marktes sowohl mit ökonomischen Faktoren – insbesondere mit dem Hinweis auf die Vorteile der ECU als Instrument einer Diversifizierungsstrategie – als auch mit politischen Faktoren; genannt wurde dabei vor allem

- die bevorzugte Verwendung der EG-Institutionen,
- die auf ECU-Geschäfte begrenzte Lockerung von Kapitalverkehrsbeschränkungen in einzelnen EWS-Mitgliedsländern und
- die Möglichkeit, bestehende institutionelle Hemmnisse im Finanzbereich durch die Verwendung von ECU zu umgehen. In dem vorliegenden Beitrag wollen wir die in der Literatur genannten ökonomischen und politischen Faktoren näher darstellen und diskutieren. Besonderes Augenmerk soll dabei dem Umstand gelten, daß sich die Expansion des ECU-Marktes nach 1985 deutlich abgeschwächt hat und in einigen Bereichen sogar ein rückläufiges Marktvolumen zu beobachten ist.

¹ Vgl. hierzu insbesondere UNGERER et al. (1986: 7)

Bei der Untersuchung werden wir wie folgt vorgehen: Im Abschnitt 2 befassen wir uns zunächst kurz mit der Zusammensetzung des ECU-Währungskorbs, der die Grundlage für die privaten ECU-Geschäfte darstellt. Im Abschnitt 3 stellen wir die Entwicklung des ECU-Bankenmarktes und des ECU-Bondsmarktes bis Ende 1986 dar. Im Abschnitt 4 prüfen wir, inwieweit die Entwicklung dieser Märkte auf ökonomische und politische Faktoren zurückgeführt werden kann. Im Teil 5 fassen wir die Ergebnisse der Untersuchung zusammen und diskutieren die Implikationen für die europäische Währungspolitik.

2. Die ECU: Ein offener Währungskorb

Die im privaten Bereich getätigten Geschäfte in ECU basieren auf dem von der EG festgelegten ECU-Währungskorb. Die Zusammensetzung des Währungskorbes kann von Zeit zu Zeit verändert werden. Von daher handelt es sich bei der ECU um einen offenen Währungskorb. Für Änderungen der Zusammensetzung des ECU-Währungskorbes sieht die Entschließung des Europäischen Rats vom 3. Dezember 1978 folgendes vor:

„Die Gewichte der Währungen in der ECU werden innerhalb von sechs Monaten nach Inkrafttreten des Systems und danach alle fünf Jahre oder auf Antrag, falls sich das Gewicht einer Währung um 25 Prozent geändert hat, überprüft und erforderlichenfalls revidiert. Den Revisionen muß allseits zugestimmt werden; die Revisionen bewirken von sich aus keine Änderung des Außenwertes der ECU. Sie erfolgen nach den zugrunde liegenden ökonomischen Kriterien.“ (KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN, 1979: 79).

Bei Inkrafttreten des EWS am 13. März 1979 waren der Wert und die Zusammensetzung der ECU identisch mit dem Wert und der Zusammensetzung der Europäischen Rechnungseinheit (ERE). Die anfänglichen Beträge der einzelnen Währungen im ECU-Währungskorb sind in der ersten Spalte der Tabelle 1 aufgeführt. Nachdem die Zusammensetzung des Korbes im Herbst 1979 bestätigt worden war, kam es bei der nächsten turnusmäßigen Überprüfung der Gewichte im Herbst 1984 zu einer Revision. Dabei wurde der zugrundeliegende Betrag derjenigen Währungen, die sich in der Zwischenzeit gegenüber der ECU aufgewertet hatten (D-Mark, Gulden, Pfund Sterling) vermindert, während der Betrag der anderen Währungen erhöht wurde oder zumindest konstant blieb. Zudem wurde die griechische Drachme neu in den Währungskorb aufgenommen (Tabelle 1, Spalte 2). Betrachtet man den prozentualen Anteil der einzelnen Währungen an der ECU (Tabelle 1, Spalte 3 und 4), so entfällt etwa ein Drittel auf die D-Mark, ein weiteres Drittel auf den französischen Franc und das Pfund Sterling und das restliche Drittel auf die Währungen der übrigen Länder. Vergleicht man die Anteile nach der Revision des Währungskorbes mit den Anteilen bei Inkrafttreten des EWS, so ergeben sich einige Verschiebungen. Während die meisten Währungen an Gewicht verloren – bedingt nicht zuletzt durch die Aufnahme der Drachme – erreichten das Irische Pfund, die Italienische Lira und das Pfund Sterling bei der Neufestsetzung einen Anteil, der höher lag als bei Inkrafttreten des EWS.

In diesem Zusammenhang ist zu beachten, daß die Revision der Gewichte nicht an strenge Regeln gebunden ist, sondern weitgehend im Ermessen des EG-Ministerrates liegt. Zwar

findet sich in dem Abkommen über das EWS der Hinweis darauf, daß die Revisionen nach den zugrunde liegenden ökonomischen Kriterien erfolgen. Es wird jedoch nicht spezifiziert, welcherart diese Kriterien sind. In der Vergangenheit wurden als Kriterien die Anteile der einzelnen Mitgliedswährungen am EG-Sozialprodukt, am innereuropäischen Handel und am kurzfristigen Währungsbeistand herangezogen. Die Gewichtung dieser Kriterien ist jedoch nicht vorgegeben; sie kann vom Ministerrat beliebig festgesetzt werden. Zudem steht es dem Ministerrat frei, neue Kriterien einzuführen und den Anteil einzelner Währungen am ECU-Korb auf diese Weise höher oder niedriger festzusetzen, als es aufgrund der bisherigen Kriterien möglich ist (MOSS, 1984: 61). Hinzu kommt, daß es unsicher ist, zu welchem Zeitpunkt Währungen von Staaten, die der EG neu beitreten, in den ECU-Währungskorb aufgenommen werden. So kam die Aufnahme der griechischen Drachme in den Währungskorb beim Realignment 1984 für einige Beobachter überraschend.²

Tabelle 1: Zusammensetzung des ECU-Währungskorbes

Währung	Betrag der nationalen Währungen im ECU		Prozentualer Anteil der einzelnen Währungen an der ECU ^a	
	Bei Inkrafttreten des EWS (13.3.79)	Nach der ersten Revision (17.9.84)	13. März 1979	17. Sept. 1984
Belgischer Franc	3,66	3,71	9,3	8,2
Dänische Krone	0,217	0,219	3,1	2,7
Deutsche Mark	0,828	0,719	33,0	32,0
Französischer Franc	1,15	1,31	19,8	19,0
Irisches Pfund	0,00759	0,00871	1,1	1,2
Italienische Lira	109,00	140,00	9,5	10,2
Luxemburger Franc	0,14	0,14	0,4	0,3
Niederländischer Gulden	0,286	0,256	10,5	10,1
Pfund Sterling	0,0885	0,0878	13,3	15,0
Griechische Drachme	—	1,15	—	1,3

^aAuf der Basis der jeweiligen Devisenmarktkurse.

Quelle: UNGERER et al. (1986: 31).

Die nächste turnusmäßige Überprüfung der Gewichte steht im Herbst 1989 an. Dabei wird es insbesondere um die Frage gehen, ob und mit welchem Gewicht der portugiesische Escudo und die spanische Peseta in den ECU-Währungskorb aufgenommen werden sollen.³

² Vgl. beispielsweise COFFEY (1986: 99).

³ Die hiermit verbundene Unsicherheit dürfte sich belastend auf Geschäfte auswirken, deren Zinsbindung über den September 1989 hinausgeht. VAUBEL (1987: 18 ff.) hat angeregt, die bislang mit der diskretionären Neufestsetzung der Gewichte verbundene Unsicherheit durch ein automatisches Gewichtungsverfahren zu beseitigen. Dabei schlägt er vor, die Gewichtung in Relation zu den jeweiligen Geldmengen in den Mitgliedsstaaten vorzunehmen. Dieses Verfahren hätte den Vorteil, daß es zu einem stetigen Übergang hin zu einer europäischen Einheitswährung führen könnte.

3. Die Entwicklung des ECU-Bankenmarktes und des ECU-Bondsmarktes

3.1 Der ECU-Bankenmarkt

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel erstellt regelmäßig eine Statistik des ECU-Bankenmarktes. Aus dieser Statistik geht hervor, wie hoch die auf ECU lautenden Forderungen und Verbindlichkeiten der von der BIZ erfaßten Geschäftsbanken sind. Dabei wird die Höhe der Forderungen und Verbindlichkeiten allerdings nicht in ECU ausgewiesen, sondern in US-Dollar umgerechnet. Dies bedeutet, daß das in der BIZ-Statistik ausgewiesene Volumen des ECU-Bankenmarktes nicht nur von dem Umfang der in ECU getätigten Geschäfte abhängt, sondern auch vom Wechselkurs zwischen ECU und US-Dollar. Wertet sich der Dollar gegenüber der ECU ab, wie er es 1985/86 getan hat, so weist die Statistik eine Expansion des ECU-Bankenmarktes möglicherweise auch dann aus, wenn der Umfang des ECU-Geschäftes zurückgeht. Um dieses Bewertungsproblem auszuschalten, haben wir die Angaben der BIZ-Statistik zunächst in ECU zurückgerechnet. Die Tabelle 2 zeigt in den Spalten (1) und (2) das Gesamtvolumen der in der europäischen Währungseinheit denominierten Forderungen und Verbindlichkeiten in Mrd. ECU. Von Ende 1982 bis Ende 1985 expandierte der ECU-Bankenmarkt kräftig. Die Forderungen nahmen von 6,8 Mrd. ECU auf 62,2 Mrd. ECU zu. Die Verbindlichkeiten stiegen von 5,7 Mrd. ECU auf 55,6 Mrd. ECU. Das Marktvolumen verzehnfachte sich somit nahezu. Der Anteil der ECU-Forderungen an den gesamten Nicht-Dollar-Euromarktforderungen nahm dabei von 1,7 vH auf 8,8 v. H. zu (Spalte 3). 1986 verminderte sich die Expansion des ECU-Bankenmarktes erheblich. So ging der Zuwachs der Forderungen, der 1985 bei 23 Mrd. ECU gelegen hatte, auf 7 Mrd. ECU zurück. Noch deutlicher war der entsprechende Rückgang bei den Verbindlichkeiten (von 24,6 Mrd. ECU 1985 auf 4,3 Mrd. ECU 1986). Der Anteil der ECU-Forderungen an den gesamten Nicht-Dollar-Euromarktforderungen verminderte sich erstmals, und zwar von 8,8 vH auf 8,5 vH.

Tabelle 2: Auf ECU lautende Bankenforderungen und -verbindlichkeiten (in Mrd.)

Jahresende	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen in vH aller Nicht-Dollar-Euromarktforderungen	Forderungen an Nichtbanken ^a	Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken ^b
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1982	6,8	5,7	1,7	k.A.	k.A.
1983	14,4	12,1	3,1	k.A.	k.A.
1984	39,2	31,0	7,3	11,1 (0,28)	2,8 (0,09)
1985	62,2	55,6	8,8	14,2 (0,23)	7,3 (0,13)
1986	69,2	59,9	8,5	16,2 (0,23)	6,4 (0,11)

^aAngabe in Klammern: Anteil an den gesamten ECU-Forderungen.

^bAngabe in Klammern: Anteil an den gesamten ECU-Verbindlichkeiten.

Quelle: BIZ; Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 5, Währungen der Welt, 1987, Tab. 15; eigene Berechnungen.

Der weitaus größte Teil des ECU-Bankenmarktes erstreckt sich auf Interbankengeschäfte.⁴ Die auf ECU lautenden Forderungen an Nichtbanken machen nur rund ein Viertel der gesamten ECU-Bankenforderungen aus (Spalte 4). Von den ECU-Einlagen der Geschäftsbanken stammt allerdings lediglich ein Zehntel von Nichtbanken (Spalte 5). Während die ECU-Forderungen an Nichtbanken auch 1986 zunahmen, gingen die ECU-Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken im gleichen Jahr um knapp 1 Mrd. ECU zurück. Auffällig ist, daß die ECU für das Kreditgeschäft mit Nichtbanken weitaus bedeutsamer ist als für das Einlagengeschäft. So standen bei den Banken Ende 1986 ECU-Forderungen in Höhe von 16,2 Mrd. ECU zu Buche, während die entsprechenden Verbindlichkeiten lediglich 6,4 Mrd. ECU betrugen. Bezogen auf den gesamten Geld- und Quasigeldbestand in den EWS-Mitgliedsländern (IMF, 1987b) machen die ECU-Bankverbindlichkeiten nur 0,3 vH aus. Dies kann man so interpretieren, daß eine nennenswerte Verdrängung von nationalem Geld durch die ECU bislang nicht erfolgt ist und die Verwendung von ECU derzeit keinen Faktor darstellt, der von nationalen Notenbanken bei ihrer Geldpolitik ins Kalkül zu ziehen ist.⁵

Aus der Tabelle 3 geht hervor, wie sich die auf ECU lautenden Bankenforderungen und -verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken auf verschiedene Bankenplätze verteilen. Dabei zeigt sich eine deutliche Asymmetrie. So werden zwei Drittel der ECU-Einlagen bei Banken in den Benelux-Ländern gehalten; an der Vergabe von ECU-Krediten sind diese Banken jedoch nur zu einem Drittel beteiligt. Umgekehrt verhält es sich bei Banken in Frankreich und Italien. Diese verfügen nur über sehr geringe ECU-Einlagen, liegen bei der Vergabe von ECU-Krediten aber sogar noch vor den Benelux-Banken. Bei den übrigen Staaten ist der Anteil an den Forderungen und Verbindlichkeiten in ECU mit jeweils rund 30 Prozent nahezu ausgeglichen. Der Anteil der ECU-Geschäfte mit Inländern liegt bei der Kreditvergabe im Schnitt bei 40 Prozent, bei den Einlagen in der Nähe von 50 Prozent. Allerdings zeigen sich auch hier signifikante Unterschiede. Die Benelux-Banken vergeben ECU-Kredite nahezu ausschließlich an Ausländer. Die Banken in Frankreich und Italien gewähren ECU-Darlehen dagegen zu einem großen Teil (in Italien bislang sogar ausschließlich) an Kreditnehmer im eigenen Land; diese Darlehen machen rund ein Viertel der gesamten ECU-Forderungen an Nichtbanken aus. Die entsprechenden ECU-Forderungen der Banken in allen anderen Ländern an Gebietsansässige belaufen sich dagegen insgesamt nur auf etwa ein Achtel der Gesamtforderungen. Diese Beobachtungen weisen darauf hin, daß auf ECU lautende Kredite in besonders starkem Maße von französischen und italienischen Unternehmen in Anspruch genommen werden.⁶

Dagegen stammt der größte Teil der nach Nationalitäten identifizierbaren ECU-Einlagen von Unternehmen, Institutionen und Privatpersonen, die in den Benelux-Staaten ansässig

4 Der Anteil des Interbankengeschäfts ist bei der ECU höher als bei anderen Eurowährungen. Begründet wird dies üblicherweise mit der fehlenden Rückgriffsmöglichkeit auf nationale Geld- und Kapitalmärkte und mit der stark unterschiedlichen Bedeutung des Einlagengeschäfts und des Kreditgeschäfts an verschiedenen Bankenplätzen (BIZ, 1985: ALLEN, 1986: 11).

5 Die Implikationen einer (hypothetischen) deutlichen Ausweitung der ECU-Guthaben auf die nationale Geldpolitik hat MAYER (1986) analysiert.

6 ABRAHAM et al. (1984: 20) beziffern den Anteil von Kreditnehmern aus Frankreich und Italien im vorangegangenen Zeitraum mit 85 Prozent; die BIZ (1985: 129) veranschlagt den Anteil italienischer Kreditnehmer Ende 1984 mit 55 Prozent.

Tabelle 3: Anteil der Bankenforderungen und -verbindlichkeiten in ECU gegenüber Nichtbanken nach Bankenplätzen (Stand: Ende 1986)

	Benelux-Staaten	Frankreich und Italien	Andere ^a	Gesamt
Anteil an den Forderungen	33,1	36,8	30,1	100
davon gegenüber Inländern	2,2	25,8	10,6	38,4
Anteil an den Verbindlichkeiten	66,1	6,4	27,5	100
davon gegenüber Inländern	32,2	1,5	14,7	48,4

^aBundesrepublik Deutschland, Dänemark, Großbritannien, Irland, Niederlande, Österreich, Schweden, Spanien.

Quelle: BIZ; eigene Berechnungen.

sind und ein ECU-Konto bei einer Bank im gleichen Land unterhalten. Diese Einlagen stellen ein Drittel der gesamten ECU-Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken dar; sie sind doppelt so hoch wie die ECU-Einlagen von Gebietsansässigen in anderen Ländern.⁷

3.2 Der ECU-Bondsmarkt

Tabelle 4 gibt einen Überblick über den Umfang der Neuemissionen von in ECU denominierten Euromarktanleihen und Auslandsanleihen im Zeitraum 1983 – 86.⁸ Die Zahl und das Volumen von ECU-Neuemissionen stieg bis 1985 kräftig an. 1985 wurden neue Titel im Umfang von 9,4 Mrd. ECU emittiert. Damit erreichte der ECU-Anteil 11 Prozent des gesamten Nicht-Dollar-Marktes und wurde nach dem US-Dollar, dem Schweizer Franken und der D-Mark zur viertwichtigsten Anlagewährung bei Neuemissionen auf dem internationalen Bondsmarkt. 1986 ging das Volumen der ECU-Neuemissionen um fast ein Drittel auf 6,8 Mrd. ECU zurück. Der ECU-Anteil am Neugeschäft auf dem internationalen Bondsmarkt sank auf knapp 7 Prozent. In der Rangfolge der wichtigsten Anlagewährungen wurde die ECU dabei vom Yen und vom Pfund Sterling überholt, deren Anteil gleichzeitig deutlich stieg.

7 Bemerkenswert ist der hohe Anteil von ECU-Einlagen luxemburgischer Bankkunden. Nach der von der BIZ erstellten Statistik werden mehr als die Hälfte der ECU-Einlagen in Luxemburg von Inländern gehalten. Dieser Betrag ist viermal höher als die ECU-Guthaben, die belgische Nichtbanken im eigenen Land unterhalten. Dies läßt darauf schließen, daß ein großer – wenn nicht sogar überwiegender – Teil der ECU-Inländerguthaben in den Beneluxländern nicht von Privatpersonen („belgischen Zahnärzten“) gehalten wird, sondern von Tochtergesellschaften ausländischer Unternehmen, die in den Benelux-Staaten (insbesondere Luxemburg) ihren Sitz haben.

8 Die von inländischen Unternehmen und Institutionen im eigenen Land emittierten ECU-Titeln sind dabei nicht erfaßt.

Tabelle 4: Neuemissionen am ECU-Bondsmarkt 1983 – 86

	1983	1984	1985	1986
Zahl	44	63	131	79
Volumen in Mrd. ECU	1,9	3,4	9,4	6,8
Anteil an gesamten Nicht- Dollar-Neuemissionen auf dem internationalen Bondsmarkt	5,1	7,3	11,1	6,8

Quelle: KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN; BANK OF ENGLAND; eigene Berechnungen.

4. Determinanten der Entwicklung am ECU-Markt

4.1 Ökonomische Faktoren

Verschiedene Autoren (beispielsweise ALLEN, 1986: 21; MATTHES, 1986: 194; IMF, 1987a: 36) sehen einen Grund für die Expansion des ECU-Marktes darin, daß die ECU aufgrund ihrer Definition als Währungskorb die Kosten einer Währungsdiversifikation vermindert. Ein Anleger, der Titel in mehreren europäischen Währungen erwerben will, hat die Möglichkeit, dies durch den Kauf eines auf ECU lautenden Wertpapiers zu tun. Dadurch ergeben sich möglicherweise niedrigere Transaktionskosten (Bankgebühren) als bei entsprechenden Einzelkäufen von Titeln in den jeweiligen Währungen. Für Investoren, die einen Teil ihres Vermögens in Form eines EG-Standardportfolios halten wollen, erspart eine Anlage in ECU-Titeln zudem Informationskosten in Form des zusätzlichen Zeitaufwands, der bei der eigenen Zusammenstellung eines Portfolios anfallen würde. Ähnliche Überlegungen gelten für Kreditnehmer. So ist es denkbar, daß ein Unternehmen, das künftige Zahlungen in mehreren europäischen Währungen erwartet, günstiger dasteht, wenn es einen ECU-Kredit aufnimmt und nicht verschiedene Einzelkredite in den entsprechenden Währungen.

Zu fragen ist allerdings, wie bedeutsam dieses auf der Verminderung von Transaktions- und Informationskosten beruhende Argument ist. Denn ähnliche Überlegungen wie für die ECU lassen sich auch für andere Währungskörbe anstellen, wie beispielsweise die Sonderziehungsrechte des Internationalen Währungsfonds, die erst Anfang 1981 als Korb aus fünf wichtigen Weltwährungen (US-Dollar, D-Mark, Yen, Pfund Sterling, Französischer Franc) definiert sind.⁹ Anders als die ECU haben die Sonderziehungsrechte im internationalen Finanzgeschäft jedoch keine Bedeutung erlangt; ihr ohnehin geringer Marktanteil ist in den letzten Jahren sogar weiter zurückgegangen (IMF, 1987a: 37).

⁹ IMF (1987a: 54).

Es mag allerdings sein, daß die Bündelung europäischer Währungen über die ECU zu einer relativ stärkeren Verminderung von Informations- und Transaktionskosten führt als die Bündelung wichtiger Weltwährungen über die Sonderziehungsrechte und von daher attraktiver ist. Dafür kann man drei Argumente anführen:

- Die ECU enthält relativ viele kleine Währungen; bei kleinen Währungen ist die Kostenersparnis, die durch Bündelung erreicht wird, tendenziell besonders hoch.
- Die ECU ist potentiell attraktiv für Unternehmen, die in verschiedenen EG-Währungen operieren. Die Sonderziehungsrechte sind potentiell attraktiv für Unternehmen, die nicht nur in europäischen Währungen, sondern auch in Dollar und Yen operieren. Die europaweit tätigen Unternehmen sind meist kleiner (und möglicherweise auch zahlreicher) als die weltweit operierenden Unternehmen. Da die Kostenersparnis durch die Bündelung von Währungen für kleine Marktteilnehmer tendenziell höher ist als für große Marktteilnehmer, ist die Nachfrage nach ECU vergleichsweise stärker als die Nachfrage nach Sonderziehungsrechten (IMF, 1987a: 39).
- Die Struktur der Währungsforderungen und -verbindlichkeiten im europäischen Geschäft ist homogener als im weltweiten Geschäft. Aus diesem Grund ist der Interessenkreis für ein Standardbündel von europäischen Währungen größer als der Interessenkreis für ein Standardbündel von Weltwährungen (ALLEN, 1986: 23 – 24).

Diese Argumente gelten allerdings in gleicher Weise für den Vorgänger der ECU, nämlich die Europäische Rechnungseinheit ERE. Der Währungskorb der ECU war bis zum Herbst 1984 identisch mit dem Währungskorb der ERE. Einen möglichen Grund dafür, daß die ECU im internationalen Finanzbereich eine wesentlich größere Bedeutung erreicht hat, mag man in einer Verminderung von Informationskosten sehen. Die Verwendung eines einheitlichen Namens – ECU – anstelle der verschiedenen nationalen Bezeichnungen für die Europäische Rechnungseinheit und die häufige Erwähnung der ECU im Zusammenhang mit dem EWS dürfte zu einer erheblichen Steigerung des Bekanntheitsgrades der Währungseinheit geführt haben. Besonders begünstigt wurde die Expansion des privaten ECU-Marktes von den durch den Fortschritt der elektronischen Datenverarbeitung und der Telekommunikation hervorgerufenen Kostensenkungen im Bankengeschäft, die Anfang der achtziger Jahre zu einer Vielzahl von Innovationen im internationalen Finanzbereich führten. Vor allem die zunehmende Aktivität im Bereich der Swapgeschäfte (BIZ, 1986: 37 ff.) dürfte sich wegen der damit verbundenen Möglichkeit eines „Aufschnürens“ des ECU-Währungspaketes positiv auf die Expansion des ECU-Marktes ausgewirkt haben (MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY OF NEW YORK, 1985: 8).

Der Kostenvorteil, der sich ergeben kann, wenn anstelle mehrerer Einzelwährungen ein ECU-Währungskorb verwendet wird, dürfte für Anleger und Kreditnehmer in den einzelnen EG-Ländern annähernd gleich sein. Von daher wäre zu erwarten, daß die Expansion des ECU-Marktes im europäischen Raum relativ gleichmäßig erfolgt. Dies war allerdings bislang – zumindest auf dem ECU-Bankenmarkt – nicht der Fall. Mit dem Hinweis auf eine mögliche Ersparnis von Transaktions- und Informationskosten durch die Bündelung von Währungen läßt sich kaum erklären, warum die in den Benelux-Staaten ansässigen Personen, Institutionen und Unternehmen zwar erhebliche Bankguthaben in ECU halten, aber von den dortigen Banken kaum Kredite in ECU in Anspruch nehmen. Auch ist nicht plausibel, warum italienische und französische Unternehmen, die als Kreditnehmer am

ECU-Markt besonders hervorgetreten sind, eine stärkere Präferenz für einen europäischen Standardwährungskorb haben sollen als Unternehmen in den Benelux-Staaten oder anderen EG-Ländern.

Diese ungleichgewichtige Entwicklung ist auch mit anderen ökonomischen Faktoren allenfalls zu einem kleinen Teil zu erklären. Die Theorie des internationalen Währungswettbewerbs (VAUBEL, 1978) besagt, daß der Währungsraum einer Währung bei flexiblen (oder zumindest von Zeit zu Zeit anpassungsfähigen) Wechselkursen expandieren kann, wenn die Währung relativ wertstabil ist. Relativ wertstabil ist die ECU aufgrund ihrer Definition als Währungskorb nur gegenüber den EWS-Währungen mit überdurchschnittlichen Inflationsraten. Von daher müßte man erwarten, daß die Expansion der Bankguthaben in ECU allein zulasten von besonders inflationsträchtigen Währungen (wie der Lira) erfolgt. Aus den vorliegenden Statistiken ist dies allerdings nicht erkenntlich. In Italien und Frankreich sind die ECU-Guthaben, die von Nichtbanken bei den dortigen Kreditinstituten gehalten werden, aufgrund der prohibitiv wirkenden Devisenbeschränkungen minimal. Die ECU-Bankguthaben nahmen vor allem in den Benelux-Staaten zu, in denen die Inflationsrate unter dem EG-Durchschnitt lag (UNGERER et al., 1987, Tab. 31). Diese Beobachtung ist allerdings nicht bereits ein Indiz dafür, daß die Theorie des Währungswettbewerbs revisionsbedürftig ist. Dafür gibt es mehrere Gründe:

Erstens ist es angesichts des minimalen Anteils der ECU an den gesamten Geld- und Quasigeldbeständen der EWS-Mitgliedsländer bisher nicht zu einer nennenswerten Währungssubstitution gekommen. Zweitens bedeutet der Zuwachs der ECU-Guthaben in den Benelux-Staaten nicht, daß er zulasten der dortigen Währungen gegangen ist; es ist durchaus möglich, daß er zulasten anderer Eurowährungen erfolgte. Drittens kann man den Zuwachs der ECU-Guthaben – wie wir im nächsten Abschnitt zeigen – auch mit institutionell-politischen Faktoren erklären.

Die Asymmetrie auf dem ECU-Bankenmarkt, bei der Guthaben – soweit identifizierbar – zu einem besonders hohen Teil von Unternehmen, Institutionen und Privatpersonen in den Benelux-Staaten gehalten werden, während Kredite in besonderem Maße an Unternehmen aus Frankreich und Italien vergeben werden, wird vielfach mit der besonderen Attraktivität der ECU für Kreditnehmer aus Hochzinsländern und Anleger aus Niedrigzinsländern begründet (ABRAHAM et al., 1984: 48; ALLEN, 1986: 21-22; LOMAX, 1983: 285). Dabei wird wie folgt argumentiert: Kredite in ECU seien für Kreditnehmer aus einem Hochzinsland wie Italien deswegen besonders attraktiv, weil das ECU-Zinsniveau niedriger liege als das Zinsniveau für die Lira. Zwar sei die Möglichkeit einer Aufwertung der ECU gegenüber der Lira ins Kalkül zu ziehen; jedoch sei der Zinsvorteil bekannt, die Abwertungsrate hingegen unbekannt. Dies könne Unternehmen veranlassen, sich den Zinsvorteil zu sichern und das damit verbundene Wechselkursrisiko in Kauf zu nehmen. Umgekehrt verhalte es sich im Fall eines Anlegers aus einem Niedrigzinsland. Ihm biete eine Anlage in ECU einen vergleichsweise höheren Zins, für den er bereit sei, ein zusätzliches Wechselkursrisiko auf sich zu nehmen. Dieses Argument ist allerdings nicht überzeugend. Denn die Tatsache, daß Wechselkursänderungen unsicher sind, bedeutet nicht, daß ihnen bei den Anlageentscheidungen ein geringeres Gewicht zukommt. Eher gilt das Gegenteil. Betrachten wir ein italienisches Unternehmen, das aus einer Investition bestimmte Erträge in Lira erwartet. Ist dieses Unternehmen risikoscheu und entsprechen seine Wechselkursorwartungen dem Marktdurchschnitt, so wird es sich nicht in ECU verschulden – selbst wenn die erwartete Kostenbelastung gleich ist – weil das Risiko einer unerwartet starken

Aufwertung der ECU und eine entsprechende Versteuerung der Kredite bestehen würde, welches bei einer Verschuldung in Lira nicht existiert. Einer Verschuldung in ECU ist für das betrachtete Unternehmen allenfalls dann zu erwägen, wann es mit einer geringeren Abwertungsrate der Lira rechnet als der Durchschnitt der übrigen Marktteilnehmer. In diesem Fall sind die erwarteten Minderkosten für den Fremdwährungskredit gegen das zusätzliche Wechselkursrisiko aufzurechnen. Allerdings ist nicht einsichtig, warum Kreditnehmer aus Italien und anderen Hochzinsländern eine stabilere Wechselkursentwicklung erwarten sollten als andere Kreditnehmer oder Anlegergruppen, die an den internationalen Finanzmärkten agieren. Ähnliche Überlegungen gelten für Anleger aus Niedrigzinsländern.¹⁰

Verschiedene Autoren stellen einen Zusammenhang zwischen der Wechselkursentwicklung im EWS und der Attraktivität der ECU auf den internationalen Finanzmärkten her. Dabei gibt es zwei unterschiedliche Positionen. Die eine Position, die auf THYGESEN (1980: 21) und VAUBEL (1980: 64) zurückgeht, besagt, daß eine Verminderung der Wechselkursänderungen im EWS die Expansion des privaten ECU-Marktes dämpft. Begründet wird diese Position wie folgt.¹¹:

- Nehmen die Wechselkursfluktuationen zwischen EG-Währungen ab, so vermindert sich die Attraktivität der ECU als Instrument einer Währungsdiversifikation.
- Je geringer der Werteverlust der schwächeren EG-Währungen ist, desto weniger Anreiz besteht, Bankguthaben in diesen Währungen durch ECU-Guthaben zu substituieren.

Die andere Position, die von KEYZER (1983: 318) und MASERA (1986) vertreten wird, besagt, daß Wechselkursstabilität im EWS die Attraktivität der ECU erhöht. Begründet wird dies in erster Linie damit, daß Wechselkursstabilität im EWS dazu führt, daß Kreditnehmer und Anleger in den verschiedenen Mitgliedsstaaten eher bereit sind, sich in ECU zu engagieren als bei starken Kursschwankungen.¹²

Wir wollen die unterschiedlichen Positionen im folgenden näher erörtern und zeigen, daß es aufgrund des Zusammenwirkens verschiedener Faktoren ein für die Verbreitung der ECU optimales Ausmaß an Wechselkursunsicherheit geben kann.

Wir unterstellen zunächst, daß eine Währungsdiversifikation mit Informations- und Transaktionskosten verbunden ist. Werden keine Wechselkursänderungen erwartet (absolut feste Wechselkurse), so lassen sich diese Kosten ohne anderweitige Nachteile einsparen, indem auf Währungsdiversifikation verzichtet wird. Betrachten wir den anderen Extremfall, in dem die Wechselkursunsicherheit so hoch ist, daß Informations- und Transaktionskosten im Vergleich dazu nicht ins Gewicht fallen. In diesem Fall werden die Marktteilnehmer ihre Forderungen und Verbindlichkeiten gemäß den von ihnen erwarteten

10 Die hier dargestellte Sichtweise ließe vermuten, daß auf internationalen Kapitalmärkten Währungen mit einem „mittleren“ Zins bevorzugt würden. Dies ist allerdings nicht so, wie das Beispiel des Schweizer Franken zeigt, der trotz eines international niedrigen Zinssatzes auch für Anleger aus Ländern mit höheren Zinsniveau attraktiv ist.

11 Diese Position wird auch von NEUMANN (1983: 324), ABRAHAM et. al. (1984), GLESKE (1985) und v. MOLTKE (1986: 87) vertreten.

12 ALLEN (1986: 20) sieht beide Positionen als grundsätzlich relevant an.

künftigen Zahlungsströmen diversifizieren und zwar so, daß sich keine offenen Währungspositionen ergeben.¹³ ECU-Forderungen und Verbindlichkeiten würden unter diesen Umständen allein dann gehalten, wenn die künftigen Zahlungen in ihrer Struktur genau der Währungszusammensetzung der ECU entsprechen – also in einer tendenziell nur sehr geringen Zahl von Fällen. Allerdings stellen Fälle „mittleren“ Wechselkursrisikos nicht notwendigerweise eine Kombination dieser beiden Extremfälle dar. Es ist möglich, daß zwischen dem Marktvolumen von ECU-Titeln und dem Grad der Wechselkursunsicherheit eine Beziehung besteht, wie sie in Abbildung 1 dargestellt ist.

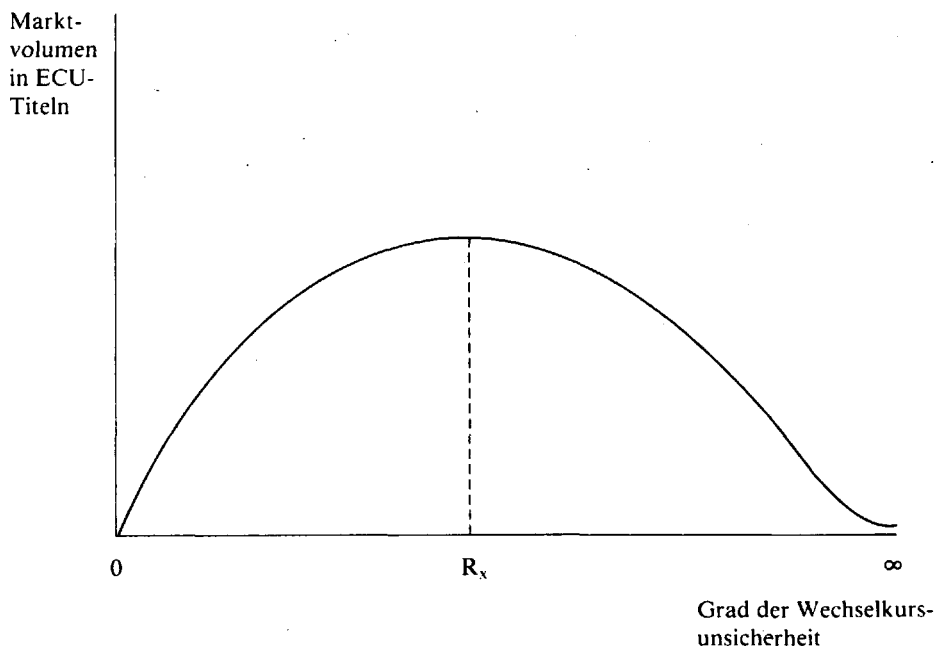


Abbildung 1

Eine solche Beziehung läßt sich wie folgt begründen: Kommt es, ausgehend von einer Situation ohne Wechselkursrisiko, zu einem Anstieg der Unsicherheit über den Wechselkurs, so wird es für die Marktteilnehmer lohnend, ihr Portfolio zu diversifizieren. Eine Möglichkeit der Diversifikation besteht darin, ECU-Titel zu erwerben oder zu emittieren. Eine solche Form der Diversifikation ist auch attraktiv für Marktteilnehmer, deren künftige Zahlungsströme in ihrer Struktur annähernd den Währungsanteilen in der ECU entsprechen und zwar dann, wenn die durch die ECU mögliche Reduzierung von Informations- und Transaktionskosten größer ist als der Vorteil der zusätzlichen Risikominde- rung, die sich bei einem genau auf die künftigen Zahlungsströme abgestimmten Engage-

¹³ Dies gilt zumindest für die mit Gewißheit erwarteten Zahlungsströme.

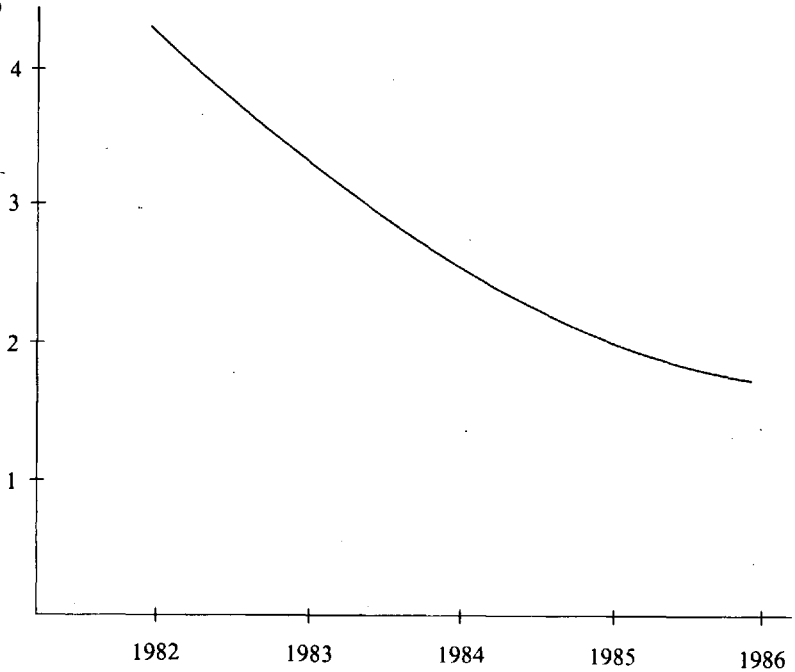
einzelnen Währungen ergeben würde. Steigt der Grad der Wechselkursunsicherheit weiter an, so wirken zwei gegenläufige Kräfte auf das Marktvolumen von ECU-Titeln. Auf der einen Seite nimmt die Währungsdiversifikation weiter zu und damit tendenziell auch das Marktvolumen von ECU-Titeln. Auf der anderen Seite werden ECU-Titel bei gestiegenem Wechselkursrisiko als Instrument einer Diversifizierungsstrategie zunehmend weniger attraktiv, da bei zunehmender Wechselkursunsicherheit immer weniger Marktteilnehmer bereit sein werden, eine auch nur annähernde Absicherung ihrer künftigen Zahlungsströme in ausländischer Währung zu akzeptieren. Dadurch ist es möglich, daß der Anstieg der Wechselkursunsicherheit von einem bestimmten Punkt an, der in Abbildung 1 mit R_x gekennzeichnet ist, nicht mehr zu einem Zuwachs, sondern zu einem Rückgang des Marktvolumens von ECU-Titeln führt. Dies würde bedeuten, daß es für die Marktverbreitung von ECU-Titeln ein optimales Maß an Wechselkursunsicherheit (R_x) gibt.

Will man diesem Aspekt empirisch nachgehen, so stellt sich zunächst die Frage, wie man den Grad der Wechselkursunsicherheit im EWS messen soll. Die Stärke von vorhergehenden Wechselkursfluktuationen ist insbesondere in einem System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse kein adäquater Indikator; denn es ist möglich, daß sich bei einem Hinauszögern von Wechselkursanpassungen (und einer entsprechend längeren Zeit stabiler Kurse) die Unsicherheit über die künftigen Wechselkursänderungen erhöht. Einen besseren Maßstab für die Wechselkursunsicherheit erhält man, wenn man die Zinsdifferenz im EWS heranzieht, die als ein Annäherungswert für die erwarteten künftigen Wechselkursänderungen angesehen werden kann. Je höher die Zinsdifferenz und die erwartete Wechselkursänderung, desto unsicherer dürften auch die Wechselkurserwartungen sein. Dies läßt sich damit begründen, daß die Wechselkursänderungen im EWS diskretionär vorgenommen werden. Eine ausgeprägte Zinsdifferenz signalisiert von daher die Erwartung einer relativ starken diskretionären Wechselkursanpassung und eine damit tendenziell verbundene hohe Unsicherheit über die Wechselkursentwicklung.

In der Abbildung 2 haben wir dargestellt, wie sich die Standardabweichung der längerfristigen Zinssätze der EWS-Mitgliedswährungen (ohne die griechische Drachme) in den Jahren 1982 bis 1986 entwickelt hat. Dabei zeigt sich ein kontinuierlicher Rückgang der Zinsdifferenz. Dies deutet darauf hin, daß die Unsicherheit über die Wechselkursentwicklung im EWS in den letzten Jahren abgenommen hat. In diesem Fall stellt sich als nächstes die Frage: Hat die Verringerung der Wechselkursunsicherheit die Expansion des privaten ECU-Marktes in den achtziger Jahren gebremst (wie es die THYGESEN-VAUBEL-These impliziert), oder hat sie (KEYZER-MASERA-These) die Expansion des privaten ECU-Marktes gefördert? Eine eindeutige Antwort auf diese Frage läßt sich kaum geben, da die Quantifizierung der verschiedenen ökonomischen und institutionellen Einflußfaktoren so gut wie unmöglich ist. Die hier dargestellten Überlegungen sind allerdings insofern interessant, als sie zeigen, daß die Richtung des umstrittenen Effekts je nach dem Grad der bestehenden Wechselkursunsicherheit unterschiedlich sein kann. Auf die hier genannte Kontroverse bezogen bedeutet dies: Es ist nicht ausgeschlossen, daß die Verstetigung der Wechselkursentwicklung im EWS die Expansion des privaten ECU-Marktes in der Anfangsphase begünstigt hat (gemäß der KEYZER-MASERA-These), später jedoch – nach Unterschreiten der „optimalen“ Wechselkursunsicherheit – einen dämpfenden Einfluß auf den Umfang der privaten ECU-Geschäfte ausgeübt hat (im Einklang mit der THYGESEN-VAUBEL-These). Zumindest aber hat sich durch den Rückgang der Wechselkursunsicherheit in den letz-

ten Jahren die Wahrscheinlichkeit erhöht, daß eine weitere Verstetigung der Wechselkursentwicklung die Aktivität auf den ECU-Märkten eher dämpft als stimuliert.

Standardabweichung
der langfristigen
Zinssätze der EWS-
Mitgliedswährungen
(ohne Drachme)



Quelle: IMF, International Financial Statistics; eigene Berechnung.

Abbildung 2

4.2 Institutionell-politische Faktoren

Ein wichtiger Grund für die Expansion des ECU-Marktes in den achtziger Jahren wird in der Unterstützung dieses Marktes durch die EG und die ihr zugehörigen Institutionen gesehen (BIZ, 1985: 133; IMF, 1987a: 38).

Im Bankenmarkt werden von EG-Institutionen Guthaben in ECU gehalten. Die Europäische Investitionsbank vergibt Kredite in ECU mit der Auflage, die bereitgestellten Mittel auf ECU-Konten zu halten (IMF, 1987a: 38). Der genaue Betrag der von den EG-Institutionen gehaltenen Guthaben und der indirekt durch die Politik dieser Institution bedingte

Umfang privater ECU-Kredite ist nicht bekannt. Er dürfte jedoch beträchtlich sein und zu einem großen Teil mit dazu beitragen, daß der Anteil der in den Benelux-Staaten gehaltenen ECU besonders hoch ist.

Auf dem Bondsmarkt haben EG-Institutionen in zunehmenden Umfang Mittel aufgenommen. Die Beträge stiegen dabei nach Angaben der EG-Kommission von 0,5 Mrd. ECU 1983 und jeweils 1,0 Mrd. 1984 und 1985 auf 1,3 Mrd. ECU 1986. Der Anteil der EG-Institutionen an der gesamten ECU-Neuemission lag dabei 1986 in der Nähe von 20 vH. Seit April 1983 hat sich die EG-Kommission zudem dafür eingesetzt, der ECU im Bereich der Finanztransaktion in der EG eine bevorzugte Stellung einzuräumen (KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN, 1983).

Die wirtschafts- und währungspolitische Behandlung der ECU ist in den einzelnen EWS-Mitgliedsländern unterschiedlich (MOSS, 1984: 47 – 48; IMF 1987a: 48). Der Status einer ausländischen Währung wurde der ECU erstmals 1981 von Italien eingeräumt. Die anderen EWS-Mitgliedsländer sind diesem Schritt – zumindest de facto – gefolgt, zuletzt im Sommer 1987 die Bundesrepublik Deutschland. Allerdings stand es Bundesbürgern von Anfang an offen, Guthaben bei im Ausland – etwa in Luxemburg – ansässigen Institutionen (darunter auch Tochtergesellschaften deutscher Banken) zu halten oder dort ECU-Kredite aufzunehmen. Auf der anderen Seite war es für Privatpersonen und Unternehmen in Ländern, die die ECU als Devisen anerkannten, nicht möglich, bestimmte ECU-Geschäfte zu tätigen (etwa ECU-Konten bei italienischen Banken zu halten), da diese durch die dort geltenden Devisenbeschränkungen ausgeschlossen waren. Spezielle Ausnahmeregelungen von Kapitalverkehrsbeschränkungen zugunsten der ECU gab es in Frankreich.¹⁵

Im Juni 1982 wurde ausländischen Kreditnehmern die Aufnahme von Mitteln bei französischen Banken ermöglicht, sofern damit ein ECU-Kredit verbunden war. Im November 1984 gestattete es die französische Regierung den EG-Institutionen, ECU-Anleihen auf dem französischen Markt zu platzieren. Im März 1985 wurden in Frankreich Depositenzertifikate in ECU (nicht aber in anderen europäischen Währungen) erlaubt. Außerdem wurden Importeuren Termingeschäfte bis zu 6 Monaten in ECU gestattet, während bei Termingeschäften in anderen Währungen weiterhin eine Genehmigungspflicht bestehen blieb. Im August 1985 wurden Währungsoptionen für Importeure im Falle von Geschäften in ECU gestattet. Diese Aufnahmeregelungen dürften die Expansion des ECU-Marktes in den Jahren 1982 – 85 gefördert haben. Ab Ende 1985 wurde die zuvor aufgebaute Sonderstellung der ECU im Zuge der französischen Kapitalverkehrsliberalisierung schrittweise beseitigt. Dies mag eine Erklärung für die stagnierende und teilweise rückläufige Entwicklung auf dem ECU-Markt 1986 sein.

14 Daher ist es auch fraglich, ob die von der Bundesbank erteilte Freigabe von ECU-Bankgeschäften in der Bundesrepublik zu einem kräftigen Impuls für die ECU-Märkte führen wird. Zusätzliche deutsche Teilnehmer am ECU-Geschäft sind vermutlich vor allem im Kreise der Kunden von Kreditinstituten zu suchen, die – wie Sparkassen – keine ausländischen Tochtergesellschaften haben, über die ECU-Geschäfte abgewickelt werden können. Der Haupteffekt der Bundesbankmaßnahme dürfte daher in einer Verbesserung der Wettbewerbsbedingungen auf dem ECU-Markt zu sehen sein und in einer Verlagerung von bislang an anderen Bankenplätzen (wie Luxemburg) getätigten ECU-Geschäften in die Bundesrepublik. Allerdings wird die Tendenz zu einer solchen Verlagerung dadurch gebremst, daß auf den DM-Anteil von ECU-Guthaben in der Bundesrepublik Mindestreserven zu halten sind.

15 Vgl. OECD (1982, 1984, 1985).

In Italien hat es derartige Ausnahmeregelungen nicht gegeben. Der offizielle Status der ECU entsprach dort bislang fast ausnahmslos dem anderer Devisen.¹⁶ Die rege Nachfrage italienischer Unternehmen nach ECU-Krediten in den letzten Jahren läßt sich somit kaum damit erklären, daß auf diese Weise bestehende Devisenbeschränkungen umgangen werden konnten. Will man die besondere Präferenz der italienischen Unternehmen für ECU-Darlehen institutionell-politisch begründen, so muß man andere Faktoren heranziehen. Ein Einflußfaktor, der die Expansion von ECU-Krediten an italienische Unternehmen insbesondere in der Anfangsphase des ECU-Marktes gefördert haben dürfte, besteht in den in Italien über viele Jahre hin üblichen Kreditplafonds, durch die der Spielraum italienischer Banken bei der Gewährung zusätzlicher Lira-Kredite erheblich eingeschränkt wurde. Damit ergab sich für die betroffenen Banken und Unternehmen ein Anreiz, verstärkt Kredite in ausländischer Währung aufzunehmen.¹⁷ In erster Linie bot sich dabei ein Ausweichen auf Kredite in ECU an. Denn da diese einen Lira-Anteil enthalten, sind sie tendenziell ein besseres Substitut für Lira-Kredite als Kredite in anderen Fremdwährungen. Zudem besteht für die Unternehmen häufig die Möglichkeit, den nicht auf Lira lautenden Anteil der ECU-Kredite durch Swapgeschäfte oder durch eine entsprechende Verminderung bestehender Fremdwährungsverbindlichkeiten zu neutralisieren. Die Aufnahme von ECU-Krediten läuft in diesem Fall also darauf hinaus, daß inländische Kreditkontrollen ganz oder teilweise umgangen werden. Diese Überlegungen gelten in ähnlicher Weise auch für Frankreich, wo ebenfalls Obergrenzen für die Kreditvergabe in heimischer Währung existieren. Ein zweiter Faktor ist darin zu sehen, daß es italienischen Unternehmen bis zum Herbst 1985 nicht gestattet war, Lira-Kredite auf dem Eurobondsmarkt aufzunehmen. Dies führte dazu, daß es für Investoren aus andern EG-Ländern, die ihr Geld in Lira-Titeln anlegen wollten, vielfach nur die Möglichkeit gab, dies indirekt über den Erwerb von ECU-Titeln zu tun. Auf der anderen Seite konnten italienische Unternehmen von der Lira-Anlagebereitschaft dieser Investoren nur über die Emission von ECU-Anleihen profitieren.¹⁸ Dadurch übernahm der ECU-Bondsmarkt eine Ersatzfunktion für den Euro-Lira-Bondsmarkt. Dies kann man auch so interpretieren, daß der Reiz von ECU-Krediten für italienische Firmen in erster Linie nicht darin bestand, Verbindlichkeiten in niedrigverzinslichen Hartwährungen einzugehen (wie vielfach behauptet wird)¹⁹, sondern darin, daß der ECU-Markt die Möglichkeit bot, auf indirektem Weg an relativ zinsgünstige Lira-Kredite zu kommen.²⁰

Die – allerdings zunächst noch eingeschränkte – Genehmigung des Euro-Lira-Bondsmarktes im Herbst 1985 (OECD, 1986) dürfte dazu geführt haben, daß diese Ersatzfunktion des ECU-Marktes an Bedeutung abgenommen hat und mag mit einer Erklärung dafür sein, daß sich die Expansion der ECU-Märkte 1986 nicht mehr fortsetzte.

16 Eine Ausnahme war die Genehmigung von auf ECU lautenden Versicherungsverträgen.

17 „... foreign indebtedness was strongly stimulated by the provision that direct borrowing was excluded from the concept of total credit adopted as the intermediate target of monetary policy and borrowing through Italian banks was not subject to the ceiling on banks loans“ (MONTI, 1985: 9).

18 „The ECU becomes a way of obtaining or lending some of the currencies on the international markets, which would not otherwise be available“ (ALLEN, 1986: 23). Vgl. a. GLESKE (1986), IMF (1987a: 40).

19 Dieses Ziel hätten sie durch eine ausschließliche Mittelaufnahme in D-Mark (oder Schweizer Franken) besser erreichen können.

20 Dabei ist wieder zu berücksichtigen, daß unerwünschte Fremdwährungsverbindlichkeiten, die mit einer Kreditaufnahme in ECU verbunden sind, durch entsprechende Gegengeschäfte weitgehend neutralisiert werden können.

Ein dritter Faktor, der vermutlich ebenfalls zu der besonderen Bedeutung von ECU-Geschäften italienischer und französischer Firmen beigetragen hat, besteht darin, daß die Regierungen in diesen Staaten eine Expansion des privaten ECU-Marktes fördern wollen und dies vielfach auch durch „moral suasion“ bei den in staatlichem Besitz befindlichen Unternehmen und Banken erreichen können. Wie bedeutsam dieser Faktor ist, läßt sich nur schwer abschätzen. Immerhin ist festzustellen, daß die im Staatsbesitz befindlichen französischen und italienischen Unternehmen zu den wichtigsten Kreditnehmern auf dem ECU-Markt gehören.

5. Zusammenfassung und währungspolitische Implikationen

Aus ökonomischer Sicht ist die Expansion der privaten ECU-Märkte in den achtziger Jahren vor allem durch zwei Faktoren zu erklären: Durch die Unsicherheit über die Wechselkursentwicklung im EWS und durch die Kostensenkungen im internationalen Bankgeschäft, die sich aus der Verbesserung der Telekommunikation und aus dem verstärkten Einsatz der elektronischen Datenverarbeitung ergaben. Die Unsicherheit über die Wechselkursentwicklung im europäischen Währungssystem lieferte für eine Reihe von international orientierten Anlegern und Kreditnehmern einen Anreiz zur Diversifikation zwischen verschiedenen EWS-Mitgliedswährungen. Der rapide technische Fortschritt im internationalen Bankgeschäft, der sich seit Anfang der achtziger Jahre auch in zahlreichen anderen Finanzinnovationen niedergeschlagen hat, bewirkte, daß eine Diversifikation über einen ECU-Standardwährungskorb zu vergleichsweise günstigen Konditionen angeboten werden konnte. Die Diskussion der verschiedenen ökonomischen Einflußfaktoren in dem vorliegenden Beitrag führt dabei insofern zu einem neuen Resultat, als wir zeigen, daß es ein für die Verbreitung von ECU-Geschäften „optimalen“ Grad an Wechselkursunsicherheit geben kann. Neben den genannten ökonomischen Faktoren dürfen aber auch politisch-institutionelle Faktoren eine erhebliche Rolle gespielt haben. Zu nennen sind dabei die vielfältige Verwendung der ECU durch die Europäische Gemeinschaft und ihre Institutionen, aber auch die Existenz verschiedener administrativer Beschränkungen in einzelnen Mitgliedsländern wie insbesondere Frankreich und Italien. In diesen Beschränkungen ist auch der hauptsächliche Grund dafür zu suchen, daß italienische und französische Unternehmen als Kreditnehmer auf dem ECU-Markt bislang dominierten. Dabei lag der Anreiz für diese Unternehmen – wie in dem vorliegenden Beitrag gezeigt – vor allem darin, daß sie durch das Eingehen von Verbindlichkeiten in ECU die in Italien und Frankreich bestehenden Kreditplafonds umgehen konnten und darüberhinaus indirekt einen Zugang zu den ihnen sonst versperrten Segmenten des Euromarktes erhielten.

1986 kam die Expansion des privaten ECU-Marktes weitgehend zum Stillstand. Dies mag man als Anzeichen für eine Marktsättigung ansehen. Für die in einigen Bereichen sogar rückläufige Entwicklung gibt es mehrere mögliche Erklärungen:

- Die Wechselkursunsicherheit im EWS ist mittlerweile unter das für die Verwendung von ECU optimale Maß gesunken.

- Die privilegierte Behandlung der ECU in Frankreich wurde durch den Abbau französischer Kapitalverkehrskontrollen beseitigt.
- Der Abbau von administrativen Beschränkungen auch in anderen EG-Ländern (wie Italien) hat dazu geführt, daß ein Umgehen dieser Regulierungen durch die Verwendung von ECU weniger lohnend wurde.

In währungspolitischer Hinsicht war die private Verwendung der ECU in den letzten Jahren Gegenstand intensiver Diskussionen. Dabei ging es zum einen um die Frage, ob die ECU für private Geschäfte in und zwischen den EG-Mitgliedsstaaten in dem gleichen Umfang zugelassen werden sollte wie andere Fremdwährungen.²¹ Die Debatte hierüber ist weitgehend abgeschlossen, seit die Bundesbank im Sommer 1987 als letzte der EWS-Notenbanken der ECU zumindest de facto den gleichen Status eingeräumt hat wie anderen Devisen.

Der zweite und nach wie vor aktuelle Diskussionspunkt betrifft die Frage, ob über die jetzige Regelung hinaus weitergehende Maßnahmen ergriffen werden sollen, um die private Verwendung der ECU zusätzlich zu fördern. Für derartige Maßnahmen hat sich insbesondere die EG-Kommission ausgesprochen. Konkrete Schritte in dieser Richtung sieht die EG-Kommission dabei darin, daß

- ECU-Geschäfte zwischen EG-Mitgliedsstaaten von den noch bestehenden Devisenbeschränkungen befreit werden (KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN, 1983),
- die EG-Institutionen ihre eigenen Operationen in ECU ausweiten.²²

Befürwortet wird eine zusätzliche Förderung der privaten ECU-Geschäfte üblicherweise mit dem Argument, daß eine verstärkte Verwendung von ECU im privaten Bereich den Übergang zu einer Währungsunion mit einer europäischen Einheitswährung erleichtere (HASCHE-PREUSSE, 1984; SCHMIDT, 1985). Die EG-Kommission hat allerdings bislang keine Angaben darüber gemacht, in welcher Weise eine verstärkte Verwendung der ECU den Übergang zu einer europäischen Einheitswährung erleichtern würde. Geht man dieser Frage nach, so ist es zunächst wichtig, daß man klärt, auf welche Weise der Übergang zur europäischen Einheitswährung erreicht werden soll. Grundsätzlich gibt es dabei zwei Wege:

- Den Parallelwährungsansatz, bei dem die bestehenden Mitgliedswährungen durch die neue Einheitswährung im Wettbewerb nach und nach vom Markt verdrängt werden und
- eine europäische Währungsreform, bei der die Einheitswährung durch einen politischen Akt mit einem Schlag an die Stelle der bisherigen Währungen tritt.

21 Vgl. hierzu beispielsweise TRIFFIN (1985), GLESKE (1985).

22 Im Juni 1987 hat die Kommission der Europäischen Gemeinschaften beschlossen, den EG-Haushalt in Zukunft vollständig auf ECU umzustellen und bei der Verwaltung und Abwicklung der EG-Finanzierungsfonds generell die ECU zugrunde zu legen. Insbesondere will die Kommission durch entsprechende Vorschriften gewährleisten, daß die Transaktionen im Rahmen der Regional-, Sozial- und Agrarstrukturfonds ausschließlich in ECU abgewickelt werden (vgl. FAZ, 1987).

Betrachten wir zunächst die Parallelwährungsstrategie. Der ECU ist es bislang nicht gelungen, nationales Geld in nennenswertem Maß zu verdrängen. Wie oben gezeigt, lauten lediglich 0,3 vH der Geld- und Quasigeldbestände der EWS-Länder auf ECU. Davon entfällt ein vermutlich erheblicher Teil auf Konten, die im Zusammenhang mit Transaktionen der EG-Institutionen stehen. Allerdings mag man vorbringen, daß der Währungswettbewerb vor allem dadurch eingeschränkt wurde, daß es in mehreren Mitgliedsländern nicht gestattet war, ECU-Konten zu halten. Dies galt bis zum Sommer 1987 für die Bundesrepublik und gilt immer noch für Länder mit Devisenbeschränkungen (wie Italien). Ein umfassender Abbau der verbleibenden Kapitalverkehrsrestriktionen (der erforderlich ist, wenn das für 1992 gesteckte Ziel eines integrierten EG-Kapitalmarkts erreicht werden soll) bedeutet jedoch nicht zwangsläufig eine zusätzliche Expansion der auf ECU lautenden Geldbestände. Zwar ist die ECU bislang wertstabiler gewesen als beispielsweise die Lira und hätte von daher in Italien eine relativ starke Wettbewerbsposition gegenüber der dortigen Inlandswährung. Bei einem umfassenden Abbau der Devisenbeschränkungen würden die Italiener jedoch gleichzeitig freien Zugang zu der noch wertstabileren D-Mark bekommen. Von daher ist zu erwarten, daß die italienische Währung eher durch die D-Mark als durch die ECU verdrängt würde. Wäre die EG-Kommission daran interessiert, daß sich die ECU zu einer Parallelwährung entwickelt, so müßte sie in erster Linie dafür sorgen, daß die ECU im Wert stabiler ist als jede der existierenden EG-Mitgliedswährungen. Erreichen ließe sich dies durch eine Wertsicherungsklausel, wie sie 1975 von Herbert GIERSCHE und acht weiteren europäischen Ökonomen in dem „All Saints' Day Manifesto . . .“ (THE ECONOMIST, 1975) vorgeschlagen worden ist. Allerdings dürfte es auch für eine wertgesicherte ECU inzwischen angesichts der vergleichsweise niedrigen Inflationsraten in den EG-Staaten (und insbesondere in der Bundesrepublik) erheblich schwerer sein, sich am Markt durchzusetzen. Zudem kann man bezweifeln, daß die Regierungen der EG-Mitgliedsstaaten eine sukzessive Verdrängung ihrer Währungen über einen Marktprozeß akzeptieren würden.

Betrachten wir als nächstes den Fall, in dem die Einheitswährung durch eine Währungsreform eingeführt wird. Eine solche Währungsreform dürfte aus heutiger Sicht allein auf dem Weg über eine Wechselkursunion zu erreichen sein, die dadurch gekennzeichnet ist, daß die bestehenden Währungen durch unveränderlich feste Wechselkurse ohne Schwankungsbreiten miteinander verbunden werden. Will man eine Wechselkursunion realisieren, so braucht man dazu allerdings nicht die private Rolle der ECU zu stärken.²³ Der positive Einfluß der privaten ECU für die europäische Währungsintegration müßte dann darin gesehen werden, daß es den letzten Schritt – nämlich den Übergang von der Wechselkursunion zu einer Einheitswährung – erleichtert. Vorstellbar ist es, daß die Einführung der ECU anstelle der nationalen Währungen auf weniger politischen Widerstand stößt, wenn man darauf verweisen kann, daß es private ECU bereits in einer Vielzahl von Funktionen gibt.

23 „Zu einer solchen Währungsunion ließe sich das Europäische Währungssystem (EWS) ohne größere institutionelle Änderungen ausbauen, wenn die bestehenden Schwankungsbreiten um die Leitkurse im Laufe der Zeit abgebaut würden, und wenn alle Teilnehmerländer bereit wären, eine am Ziel der Preisniveaustabilität orientierte Politik zu betreiben, so daß der Bedarf an Realignments entfiel. . . . Eine gemeinsame europäische Währungseinheit wäre ebenso entbehrlich wie auf diese Einheit lautende Banknoten und Münzen oder auch eine europäische Zentralnotenbank (BOFINGER, 1985: 420).

Bei dieser Argumentation sollte allerdings folgendes nicht übersehen werden: Der derzeitige Reiz von privaten ECU-Geschäften ist – wie zuvor gezeigt – darin begründet, daß es in der EG Unsicherheit über die Wechselkursentwicklung gibt. Kommt es zu einer Wechselkursunion, so wird diese Unsicherheit beseitigt, und es verschwindet das primäre ökonomische Motiv für die private Nutzung der ECU. Es ergibt sich in diesem Falle also die paradoxe Situation, daß einerseits das Bestehen eines privaten ECU-Marktes den Übergang von der Wechselkurs- zur Währungsreform zwar erleichtern würde, aber andererseits der Übergang von der jetzigen Situation hin zu einer Wechselkursunion dazu führt, daß der ökonomische Anreiz zur Verwendung privater ECU weitgehend verschwindet.

In einer solchen Situation mag sich die Frage stellen, ob die EG oder einzelne Mitgliedsstaaten versuchen sollten, den Rückgang der ECU-Märkte, der aus ökonomischer Sicht zu erwarten ist, wenn sich die Wechselkursentwicklung im EWS weiter verstetigt, durch institutionell-politische Maßnahmen zu verhindern – beispielsweise dadurch, daß die EG (wie jetzt geplant) Zahlungen an Private nur noch auf ECU-Konten tätigt, oder dadurch, daß bestehende Devisenbeschränkungen nur für ECU, nicht aber für andere EG-Währungen aufgehoben werden. Beide der hier genannten Wege sind jedoch abzulehnen.

Die Auflage, daß Empfänger von EG-Zuweisungen ECU-Konten einrichten müssen, würde bei den Betroffenen zu zusätzlichen Kosten in Form von höheren Bankgebühren und einem größeren Verwaltungsaufwand führen und mit dem eher vagen Argument einer Verbesserung der Chancen für eine europäische Währungsunion kaum zu rechtfertigen sein.²⁴

Eine Aufhebung von Devisenbeschränkungen nur für die ECU ist mit dem Ziel eines integrierten EG-Kapitalmarktes unvereinbar und von daher ebenfalls nicht zu rechtfertigen.

Das Entstehen des privaten ECU-Marktes in den letzten Jahren sollte somit nicht den Blick für die Prioritäten der europäischen Währungspolitik verstellen. Der Erfolg der europäischen Währungspolitik hängt letztlich nicht davon ab, wie viele offizielle oder private Transaktionen in ECU durchgeführt werden. Entscheidend ist vielmehr, ob es gelingt, Geldwertstabilität und einen freien Kapitalmarkt für die Menschen in allen Mitgliedsländern zu erreichen.

²⁴ Zudem stellt sich die Frage, ob eine europäische Einheitswährung überhaupt ein erstrebenwertes Ziel ist. VAUBEL (1987) begründet Zweifel an diesem Ziel damit, daß die Währungsunion aufgrund einer Verminderung des Währungswettbewerbs tendenziell inflationssteigernd wirken könne, und daß der Preisanstieg in Ländern, die einen realen Aufwertungsstrend aufweisen, besonders hoch ausfallen würde.

Literaturverzeichnis

- Abraham, F., J. P. Abraham und Y. Lacroix-Destrée (1984) „EMS, ECU and Commercial Banking“. *Revue del la Banque* 48 (The European Monetary System, the European Currency Unit and the Banking Word): 5–35.
- Allen, P. R. (1986) The ECU: Birth of a New Currency. Group of Thirty Occasional Papers 20.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1985) Fünfundfünfzigster Jahresbericht: 1. April 1984–31. März 1985. Basel: BIZ.
- (1986) Recent Innovations in International Banking (2 Volumes). Basel: BIZ.
- Bofinger, P. (1985) „Europäische Währungsintegration durch eine ECU-Parallelwährung?“ *Wirtschaftsdienst* 65: 420–425.
- Coffey, P. (1987) The European Monetary System – Past, Present and Future. Second Revised Edition, Dordrecht, Boston, Lancaster: Kluwer Academic Publishers.
- The Economist (1975) „All Saints' Day Manifesto for European Monetary Union“. *The Economist*, November 1, 1975: 33–38.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (1987) „Neue Schritte zur Förderung der ECU“. *Blick durch die Wirtschaft* Nr. 129, 10. Juli 1987: 3.
- Gleske, L. (1985) „Für Fortschritte im Europäischen Währungssystem ist die ECU von untergeordneter Bedeutung“. *Handelsblatt* Nr. 80, 25. April 1985, Sonderbeilage „Banken International“, S. B2.
- Hasche-Preuß, C. (1984) „ECU – Von der Insider-zur Parallelwährung? Entwicklung, Bestandsaufnahme und Perspektiven“. *Kredit und Kapital* 17: 416–440.
- International Monetary Fund (1987a) The Role of the SDR in the International Monetary System. Studies by the Research and Treasurer's Department of the IMF, Occasional Paper 51. Washington, D.C.: IMF.
- (1987b) International Financial Statistics Vol. XL, No. 6. Washington, D.C.: IMF.
- Keyzer, M. W. (1983) „International Money and Monetary Arrangements: Comment“. S. 319–322 in G. M. von Furstenberg (Hrsg.) *International Money and Credit: The Policy Roles*. Washington, D.C.: IMF.
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften (1979) „Das Europäische Währungssystem“. *Europäische Wirtschaft* 3: 65–115.
- (1983) Mitteilung der Kommission über die verstärkte Verwendung der Europäischen Währungseinheit auf internationaler Ebene. KOM (83) 274 endg., Brüssel, 24.05.1983.
- Masera, R. S. (1986) An Increasing Role for the ECU. Banca d'Italia, Temè di Discussione 65.
- Matthes, H. (1986) „Die Monetäre Integration: Hindernisse ausräumen!“. S. 99–107 in H. Besters (Hrsg.) *Was trennt Europa? Gespräche der List-Gesellschaft e. V.*, N. F. Band 10. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.
- Mayer, H. W. (1986) Private ECUs' Potential Macroeconomic Policy Dimensions. BIS Economic Papers 16. Basle: Bank for International Settlements.
- V. Moltke, A. (1986) Die Private Verwendung von ECU. Beiträge zu Internationalen Wirtschaftsfragen, April 1986. Reutlingen: Institut für Europäische Währungsfragen.
- Monti, M. (1985) „Financial Integration and Financial Protectionism: Introductory Remarks“. *Capital Controls and Foreign Exchange Legislation. Euromobile. Occasional Paper*: 9–12.
- Morgan Guaranty Trust Company of New York (1985) *World Financial Markets*, August 1985.
- Moss, F. (1984) „The Private Use of the ECU. Its Implications for Monetary Authorities in EEC Member States“. *Revue de la Banque* 48 (The European Monetary System, the European Currency Unit and the Banking World): 41–64.
- Lomax, D. F. (1983) „International Money and Monetary Arrangements in Private Markets“. S. 261–318 in G. M. von Furstenberg (Hrsg.) *International Money and Credit: The Policy Roles*. Washington, D.C.: IMF.
- Neumann, M. J. M. (1983) „International Money and Monetary Arrangements: Comment“. S. 322–326 in G. M. von Furstenberg (Hrsg.) *International Money and Credit: The Policy Roles*. Washington, D.C.: IMF.
- Organization for Economic Co-Operation and Development (1982, 1984, 1985, 1986) „Measures Affecting International Capital Flows“. In: *Financial Market Trends*. Paris: OECD.
- Schmidt, H. (1985) „Vorschläge für eine Weiterentwicklung des Europäischen Währungssystems“. *Europa-Archiv* 8: 223–232.
- Thygesen, N. (1980) „Some Economic and Financial Issues“. S. 9–24 in R. Triffin und A. A. L. Swings (Hrsg.) *The Private Use of the ECU*. Brussels: Kredietbank Brussels.

- Triffin, R. (1985) „Vorschläge zur Stärkung des Europäischen Währungssystems“. IFO-Studien 17/18: 8–14.
- Ungerer, H., O. Evans, T. Mayer und P. Young (1986) *The European Monetary System: Recent Developments*. Studies by the Research and Treasurer's Department of the IMF, Occasional Paper 48. Washington, D.C.: IMF.
- Vaubel, R. (1978) *Strategies for Currency Unification. The Economics of Currency Competition and the Case for a European Parallel Currency*. Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Kieler Studien 156, hrsg. v. Herbert Giersch. Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck).
- (1980) „Discussion of Governor de Strycker's Paper“. S. 64 in R. Triffin und A. A. L. Swings (Hrsg.) *The Private Use of the ECU*. Brussels: Kredietbank Brussels.
 - (1987) *Currency Unification, Currency Competition, and the Private ECU: Second Thoughts*. Paper prepared for the Workshop on the International Monetary System, the European Monetary System, the ECU and Plans for World Monetary Reform on April 2–3, 1987. Florence: European University Institute.