



**BEILAGE
SUPPLEMENT / SUPPLÉMENT**

ZU / TO / À

ECUSTAT

1 □ 1996





STATISTISCHES AMT DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN
STATISTICAL OFFICE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES
OFFICE STATISTIQUE DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

L-2920 Luxembourg — Tél. (352) 43 01-1 — Télex COMEUR LU 3423
B-1049 Bruxelles, rue de la Loi 200 — Tél. (32-2) 299 11 11

Eurostat hat die Aufgabe, den Informationsbedarf der Kommission und aller am Aufbau des Binnenmarktes Beteiligten mit Hilfe des europäischen statistischen Systems zu decken.

Um der Öffentlichkeit die große Menge an verfügbaren Daten zugänglich zu machen und Benutzern die Orientierung zu erleichtern, werden zwei Arten von Publikationen angeboten: Statistische Dokumente und Veröffentlichungen.

Statistische Dokumente sind für den Fachmann konzipiert und enthalten das ausführliche Datenmaterial: Bezugsdaten, bei denen die Konzepte allgemein bekannt, standardisiert und wissenschaftlich fundiert sind. Diese Daten werden in einer sehr tiefen Gliederung dargeboten. Die Statistischen Dokumente wenden sich an Fachleute, die in der Lage sind, selbständig die benötigten Daten aus der Fülle des dargebotenen Materials auszuwählen. Diese Daten sind in gedruckter Form und/oder auf Diskette, Magnetband, CD-ROM verfügbar. Statistische Dokumente unterscheiden sich auch optisch von anderen Veröffentlichungen durch den mit einer stilisierten Graphik versehenen weißen Einband.

Veröffentlichungen wenden sich an eine ganz bestimmte Zielgruppe, wie zum Beispiel an den Bildungsbereich oder an Entscheidungsträger in Politik und Verwaltung. Sie enthalten ausgewählte und auf die Bedürfnisse einer Zielgruppe abgestellte und kommentierte Informationen. Eurostat übernimmt hier also eine Art Beraterrolle.

Für einen breiteren Benutzerkreis gibt Eurostat Jahrbücher und periodische Veröffentlichungen heraus. Diese enthalten statistische Ergebnisse für eine erste Analyse sowie Hinweise auf weiteres Datenmaterial für vertiefende Untersuchungen. Diese Veröffentlichungen werden in gedruckter Form und in Datenbanken angeboten, die in Menütechnik zugänglich sind.

Um Benutzern die Datensuche zu erleichtern, hat Eurostat Themenkreise, d. h. eine Untergliederung nach Sachgebieten, eingeführt. Daneben sind sowohl die Statistischen Dokumente als auch die Veröffentlichungen in bestimmte Reihen, wie zum Beispiel „Jahrbücher“, „Konjunktur“, „Methoden“, untergliedert, um den Zugriff auf die statistischen Informationen zu erleichtern.

Y. Franchet
Generaldirektor

It is Eurostat's responsibility to use the European statistical system to meet the requirements of the Commission and all parties involved in the development of the single market.

To ensure that the vast quantity of accessible data is made widely available, and to help each user make proper use of this information, Eurostat has set up two main categories of document: statistical documents and publications.

The statistical document is aimed at specialists and provides the most complete sets of data: reference data where the methodology is well-established, standardized, uniform and scientific. These data are presented in great detail. The statistical document is intended for experts who are capable of using their own means to seek out what they require. The information is provided on paper and/or on diskette, magnetic tape, CD-ROM. The white cover sheet bears a stylized motif which distinguishes the statistical document from other publications.

The publications proper tend to be compiled for a well-defined and targeted public, such as educational circles or political and administrative decision-makers. The information in these documents is selected, sorted and annotated to suit the target public. In this instance, therefore, Eurostat works in an advisory capacity.

Where the readership is wider and less well-defined, Eurostat provides the information required for an initial analysis, such as yearbooks and periodicals which contain data permitting more in-depth studies. These publications are available on paper or in videotext databases.

To help the user focus his research, Eurostat has created 'themes', i.e. subject classifications. The statistical documents and publications are listed by series: e.g. yearbooks, short-term trends or methodology in order to facilitate access to the statistical data.

Y. Franchet
Director-General

Pour établir, évaluer ou apprécier les différentes politiques communautaires, la Commission européenne a besoin d'informations.

Eurostat a pour mission, à travers le système statistique européen, de répondre aux besoins de la Commission et de l'ensemble des personnes impliquées dans le développement du marché unique.

Pour mettre à la disposition de tous l'importante quantité de données accessibles et faire en sorte que chacun puisse s'orienter correctement dans cet ensemble, deux grandes catégories de documents ont été créées: les documents statistiques et les publications.

Le document statistique s'adresse aux spécialistes. Il fournit les données les plus complètes: données de référence où la méthodologie est bien connue, standardisée, normalisée et scientifique. Ces données sont présentées à un niveau très détaillé. Le document statistique est destiné aux experts capables de rechercher, par leurs propres moyens, les données requises. Les informations sont alors disponibles sur papier et/ou sur disquette, bande magnétique, CD-ROM. La couverture blanche ornée d'un graphisme stylisé démarque le document statistique des autres publications.

Les publications proprement dites peuvent, elles, être réalisées pour un public bien déterminé, ciblé, par exemple l'enseignement ou les décideurs politiques ou administratifs. Des informations sélectionnées, triées et commentées en fonction de ce public lui sont apportées. Eurostat joue, dès lors, le rôle de conseiller.

Dans le cas d'un public plus large, moins défini, Eurostat procure des éléments nécessaires à une première analyse, les annuaires et les périodiques, dans lesquels figurent les renseignements adéquats pour approfondir l'étude. Ces publications sont présentées sur papier ou dans des banques de données de type videotex.

Pour aider l'utilisateur à s'orienter dans ses recherches, Eurostat a créé les thèmes, c'est-à-dire une classification par sujet. Les documents statistiques et les publications sont répertoriés par série — par exemple, annuaire, conjoncture, méthodologie — afin de faciliter l'accès aux informations statistiques.

Y. Franchet
Directeur général

BEILAGE
SUPPLEMENT / SUPPLÉMENT

ZU/TO/À

ECUSTAT

Monatlich — Monthly — Mensuel

1 **1996**

Themenkreis / Theme / Thème
Wirtschaft und Finanzen / Economy and finance / Économie et finances
Reihe / Series / Série
Konjunkturstatistiken / Short-term statistics / Statistiques conjoncturelles

2
B

Luxemburg: Office des publications officielles des Communautés européennes, 1996

© EGKS-EG-EAG, Brüssel • Luxemburg, 1996

Nachdruck — ausgenommen zu kommerziellen Zwecken — mit Quellenangabe gestattet.

© ECSC-EC-EAEC, Brussel • Luxemburg, 1996

Reproduction is authorized, except for commercial purposes, provided the source is acknowledged.

© CECA-CE-CEEA, Bruxelles • Luxemburg, 1996

Reproduction autorisée, sauf à des fins commerciales, moyennant mention de la source.

Printed in Italy

Auf chlorfrei gebleichtem Papier gedruckt

Printed on non-chlorine bleached paper

Imprimé sur papier blanchi sans chlore

INHALTSVERZEICHNIS

DER ECU

I.	Einführung	Seite 5
II.	Der offizielle und der private ECU	Seite 6
Anhang 1		Seite 21
Anhang 2		Seite 23

CONTENTS

THE ECU

I.	Introduction	Page 25
II.	Official and private ECU	Page 26
Annex 1		Page 41
Annex 2		Page 43

TABLE DES MATIÈRES

L'ÉCU

I.	Introduction	Page 45
II	L'Écu officiel et l'Écu privé	Page 46
Annexe 1		Page 61
Annexe 2		Page 63

DER ECU

I. EINFÜHRUNG

Der ECU kam offiziell im Dezember 1978 zur Welt. Am 5. Dezember trat der Rat der Europäischen Gemeinschaften zusammen und vereinbarte die Schaffung des EWS (Europäisches Währungssystem), mit dem eine "Zone währungspolitischer Stabilität" ins Leben gerufen werden sollte. Mit der Geburt des EWS wurde der ECU zum Eckpfeiler des Systems. In einer Verordnung vom 18. Dezember 1978 (EWG 3180/78) wurde der ECU als Korb festgelegter Beträge von Währungen jedes Mitgliedstaates definiert. Diese Beträge wurden später am 17. September 1984 sowie am 21. September 1989 korrigiert.

Tabelle 1
Zusammensetzung des ECU Währungskorbs

 03/07/1979	17/09/1984	21/09/1989
0.828 DM	0.719 DM	0.6242 DM
1.15 FF	1.31 FF	1.332 FF
0.286 HFL	0.256 HFL	0.2198 HFL
3.66 BFR	3.71 BFR	3.301 BFR
0.14 LFR	0.14 LFR	0.13 LFR
109 LIT	140 LIT	151.8 LIT
0.217 DKR	0.219 DKR	0.1976 DKR
0.00759 IRL	0.00871 IRL	0.008552 IRL
0.0885 UKL	0.0878 UKL	0.08784 UKL
	1.15 DR	1.44 DR
		6.885 PTA
		1.393 ESC

Quelle: Eurostat

II. DER OFFIZIELLE UND DER PRIVATE ECU

1. Der offizielle ECU

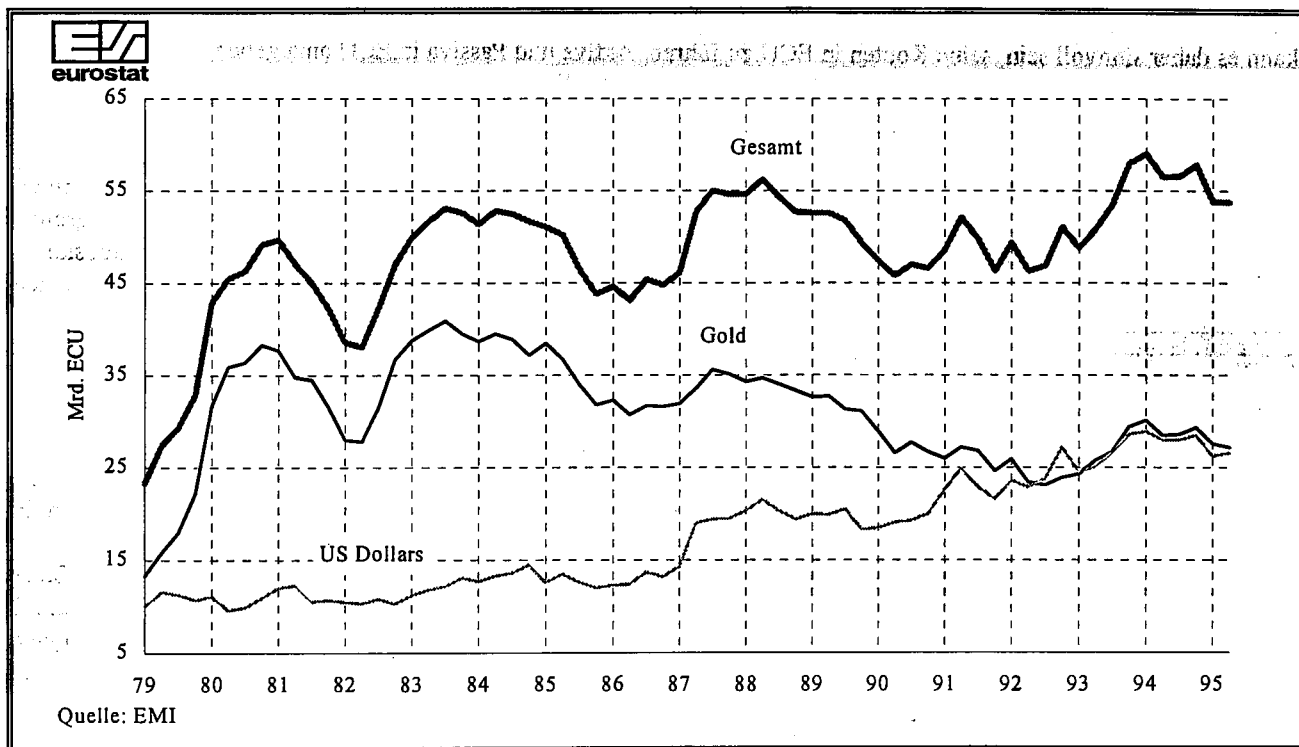
Der ECU spielt im EWS eine zentrale Rolle. In den offiziellen Dokumenten über die Schaffung des EWS werden vier grundlegende Rollen des ECU beschrieben:

- Rechnungs- oder Zahleneinheit für den ERM (Wechselkursmechanismus), d.h. Maßeinheit für die Wechselkursparität. Der Wert jeder am ERM teilnehmenden Währung wird unter Bezug auf einen gemeinsamen Nenner, dem ECU, festgelegt, und zwar als Leitkurs, von dem die bilateralen Wechselkurse zwischen den einzelnen Währungen abgeleitet werden. Dieses System wird als "Paritätsnetz" bezeichnet.
- Grundlage für den Abweichungsindikator
- Rechnungseinheit für die Maßnahmen, die mit dem Interventionsmechanismus und den kurzfristigen Kreditfazilitäten des EFWZ (ab dem 1. Januar 1994 EWI) zusammenhängen. Die Forderungen und Verbindlichkeiten, die durch multilaterale Interventionen in die Währungen der Gemeinschaft auf den Devisenmärkten entstehen, werden in ECU angegeben.
- Zahlungseinheit für die Transaktionen zwischen den Währungsinstitutionen der Europäischen Gemeinschaft.

Die im EWS verwendeten ECUs heißen **offizielle ECUs**. Der offizielle ECU ist eine Rechnungseinheit und Reservewährung, die keinen rechtlichen Wert als Zahlungsmittel hat. Eine Währungsinstitution kann diese ECUs niemals auf dem privaten Markt anbieten.

Offizielle ECUs werden im EWI im Austausch gegen Gold- und US-Dollar-Reserven der Zentralbanken der EWS-Teilnehmer geschaffen, die 20% ihrer Gold- und US-Dollar-Reserven übertragen müssen. Diese Übertragung erfolgt im Rahmen eines rotierenden, jeweils 3 Monate gültigen Swap-Abkommen.

Grafik 1 Swap-Transaktionen (Gold, USD/ECU) der EG Zentralbanken mit dem EWI



Da diese Vereinbarungen kurzfristiger Art sind, wird sichergestellt, daß Anpassungen regelmäßig vorgenommen werden können, um die Veränderungen der Reserven der Zentralbanken, die Schwankungen des Goldpreises und des US-Dollar-Wechselkurses gegenüber dem ECU zu berücksichtigen.

2. Der private ECU

Bei seiner Entstehung im Jahr 1978 sollte der ECU ausschließlich eine Funktion im EWS haben und wurde nur zur offiziellen Verwendung seitens der Zentralbanken innerhalb der Gemeinschaft geschaffen. In der Privatwirtschaft ging man jedoch dazu über, Forderungen und Verbindlichkeiten in einer Rechnungseinheit anzugeben, die genauso definiert wurde, wie der offizielle ECU. So beinhalten zum Beispiel alle Prospekte für ECU-Anleihen, daß die verwendete Einheit "dem Wert des ECU entspricht, wie er im EWS verwendet wird". Detaillierte juristische Informationen über die Definition der ECU, die Kontinuität der in ECU lautenden Verträge und die neuen Klauseln in den Prospekten über Darlehen und Anleihen der Europäischen Gemeinschaften (insbesondere über die Klausel bezüglich der Währungsunion) sind Anhang 1 und 2 zu entnehmen.

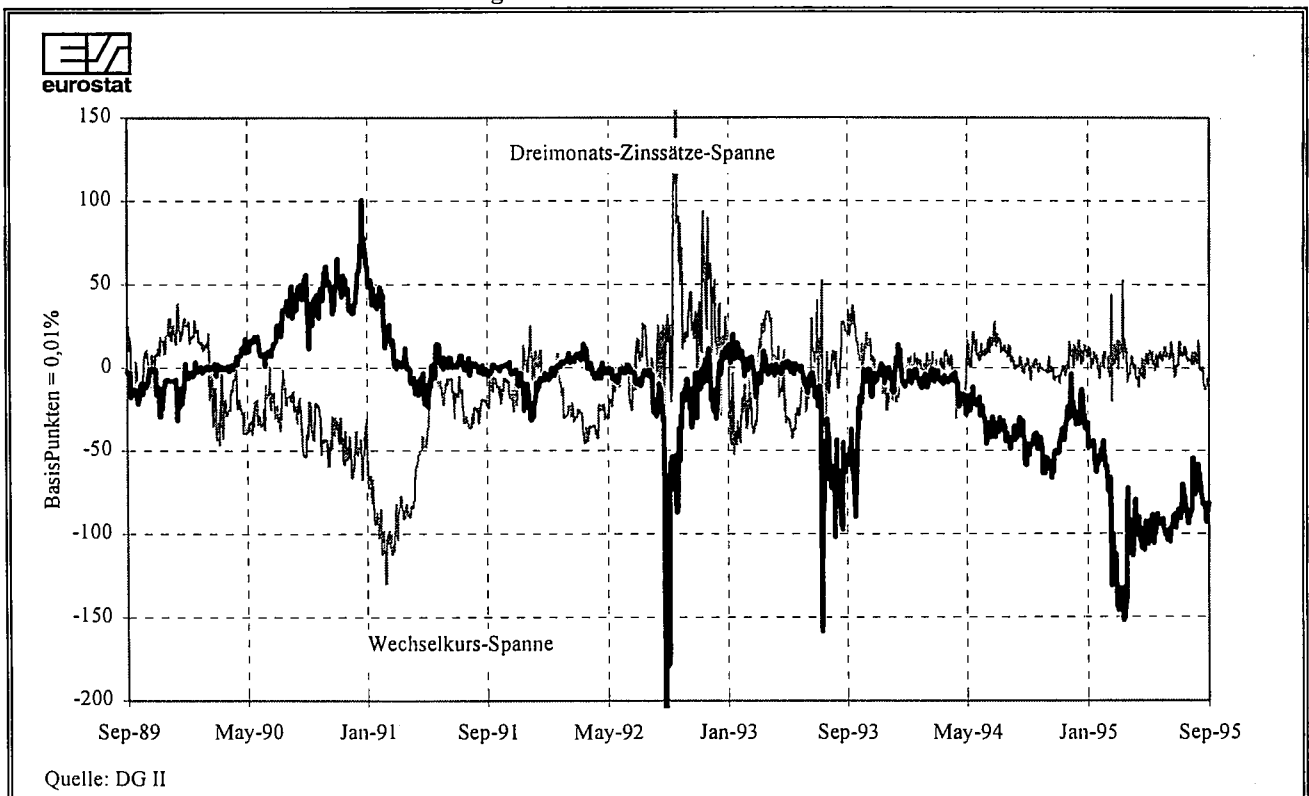
Dieser auf den Märkten gehandelte ECU wird als **privater ECU** bezeichnet. Hier soll erwähnt werden, daß der private ECU in seiner Zusammensetzung auf die gleiche Weise geändert wird, wie der offizielle ECU bei einer Neuberechnung. Obwohl der offizielle und der private ECU die gleiche Definition aufweisen, gibt es keine Konvertierungsmöglichkeiten.

Die Übernahme der Definition des ECU durch die Privatwirtschaft zeigt die Erwartungen der EWU, spiegelt aber gleichzeitig auch die Notwendigkeit einer einheitlichen europäischen Währung wider. Da der ECU mit einem Währungskorb berechnet wird, werden Wechselkursschwankungen abgeschwächt, da die Zusammensetzung hauptsächlich von objektiven wirtschaftlichen Kriterien bestimmt wird. Für ein EU-weit operierendes Unternehmen kann es daher sinnvoll sein, seine Konten in ECU zu führen, Aktiva und Passiva in ECU anzugeben oder Rechnungen an Kunden in ECU auszustellen, wenn die Währungsstruktur der Einnahmen und Zahlungen im großen und ganzen der Struktur des ECU entspricht.

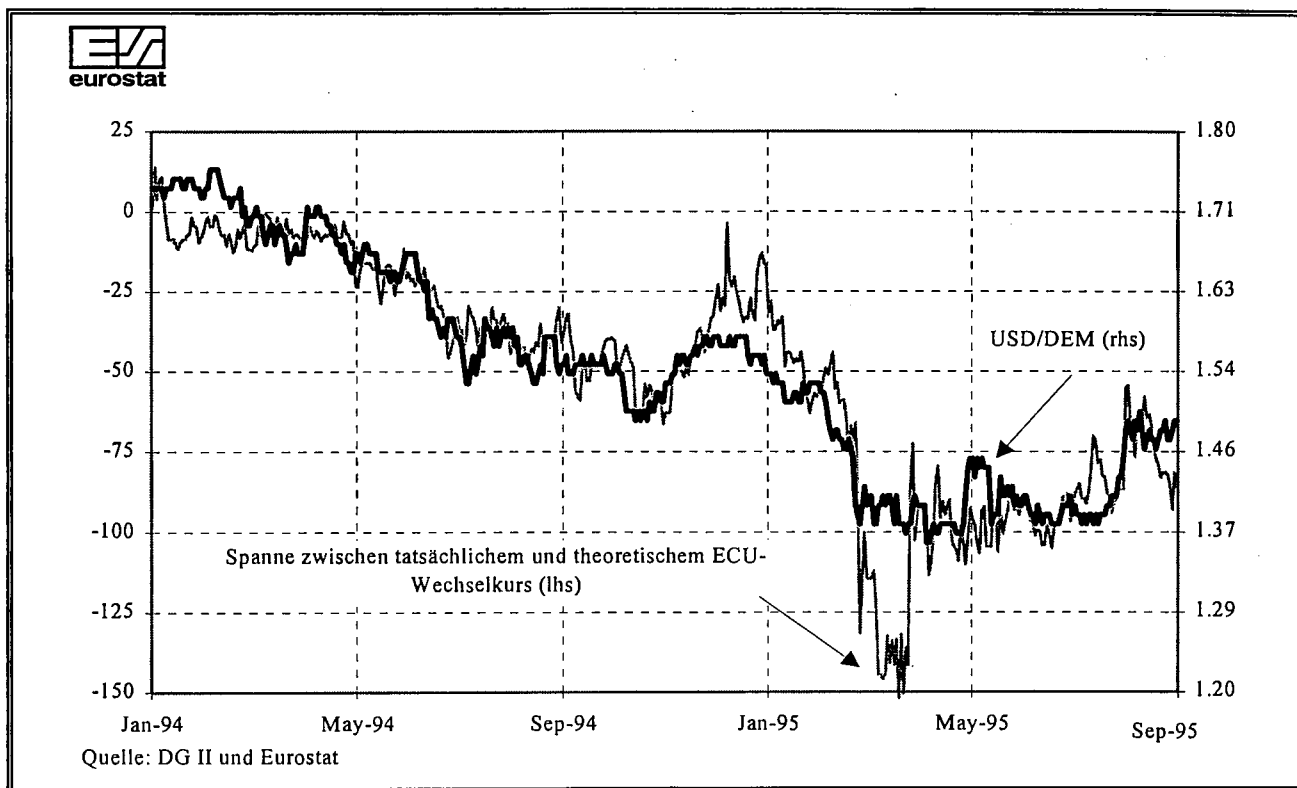
Per Definition ist der ECU (sowohl der offizielle als auch der private) ein Währungskorb oder eine Korbwährung. Gleichwohl sollte bedacht werden, daß auf den Märkten mit dem ECU an sich und nicht mit dem Korb der zugrunde liegenden Währungen gehandelt wird. So entsprechen Wechselkurs und Zinssatz des ECU denen des Währungskorbs (gewichteter Durchschnitt). Unter gewissen Voraussetzungen - z. B. bei unbeständigen Devisenmärkten - kann sich allerdings die Bandbreite zwischen den theoretischen Sätzen und den Marktsätzen der ECU vergrößern. Wenn dies geschieht, nehmen einige Marktteilnehmer Positionen in ECU gegen Korbwährungen oder umgekehrt (es handelt sich um die "basket-makers", die im allgemeinen Mitglied der ECU-Bankiers-Vereinigung sind). Auf diese Weise gleichen sie die beiden Sätze wieder aneinander an und machen dabei Gewinn. Im Laufe des Jahres 1995 erhöhte sich die Bandbreite zwischen der theoretischen und der Markt-ECU zunächst auf 152 Basispunkte (Ende März), bevor sie sich wieder verkleinert und bei ungefähr 100 Basispunkten eingependelt hat (die normale Spanne liegt bei ± 20 Basispunkten). Es hat sich herausgestellt, daß die meisten "basket-makers" die Verwaltung ihrer Positionen in ECU/Korbwährungen geändert haben und daß einige unter ihnen nicht länger gewillt sind, offene Positionen über lange Zeiträume zu halten. Dies ist darauf zurückzuführen, daß - obwohl solche Positionen am Ende der zweiten Stufe der EWU Gewinne abwerfen würden - die Ungewißheit über den genauen Zeitpunkt des Auslaufens von Stufe 2 weiterhin zu groß ist. Diese Marktteilnehmer ziehen es deshalb vor, Gewinne zu erzielen, indem sie ihre Positionen abschließen, wenn die Bandbreite hinreichend zurückgegangen ist. Dies wiederum trägt zur Schwankung der Bandbreite bei.

Grafik 2

Spanne zwischen dem tatsächlichen abzüglich theoretischen ECU-Wechselkurs und Spanne zwischen dem tatsächlichen abzüglich theoretischen ECU-Zinssatz für 3 Monate



Grafik 3
Spanne zwischen dem tatsächlichen und theoretischen ECU-Wechselkurs und Entwicklung des USD/DEM
Kurses



Die Verwendung jeder Währung kann hinsichtlich der **Funktion des Geldes** analysiert werden. Der ECU wird verwendet als:

- eine **Rechnungseinheit** der EU-Institutionen und einer Reihe von Unternehmen, hauptsächlich für konzerninterne Rechnungslegung. Der Etat der europäischen Institutionen, wie der Kommission, des Parlaments oder des Rates, wird in ECU festgelegt. Desweiteren werden Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten in erster Linie in ECU beglichen.
- ein **Tauschmittel** auf den Kapitalmärkten und im Bankbereich. Der ECU wird wie jede andere Währung auf dem Markt gehandelt. Internationale Positionen der Banken in ECU beliefen sich im Juni 1994 auf ungefähr 180 Mrd. ECU (Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich). Die täglich über das EBA-System abgewickelten Beträge machen im Durchschnitt 50 Mrd. ECU aus (Quelle: ECU Banking Association).
- ein **Wertaufbewahrungsmittel** in Form solcher Finanzprodukte wie Anleihen und Wechsel. Dies ist die deutlichste Entwicklung des ECU. 1994 machten die ausgegebenen Beträge internationaler Anleihen in ECU 4% des weltweiten Bestands internationaler Anleihen aus. Ein große Vielfalt von ECU-Instrumenten werden aktiv gehandelt, zum Beispiel Anleihen, Euro-Wertpapiere, Schatzanweisungen, Swaps, Einlagenzertifikate usw.

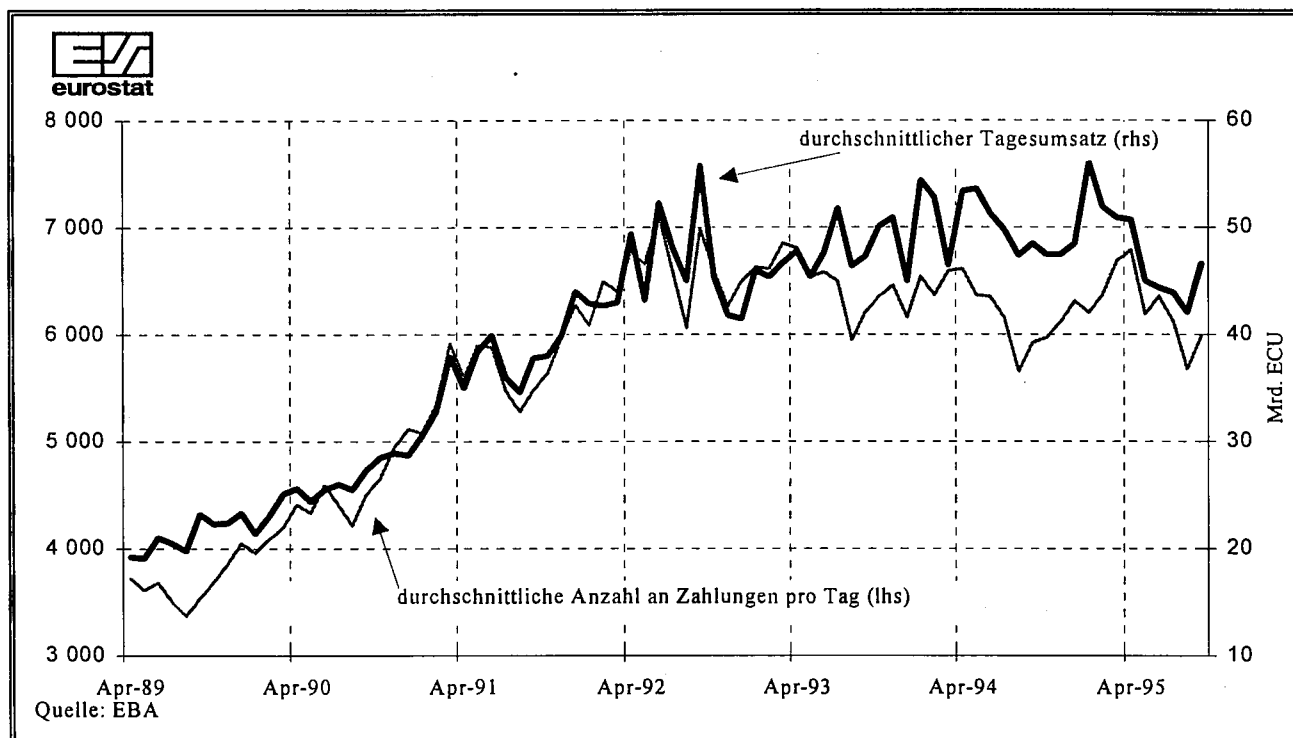
3. Die ECU-Finanzmärkte: Volumen und Handelsverhalten

i. Volumen

Einige Zahlen und Informationen sind sinnvoll, um die Entwicklung des ECU auf den Finanzmärkten zu verstehen. Während der Einsatz des ECU in der Wirtschaft aufgrund fehlender Endverbraucher eine relativ bescheidene Entwicklung aufweist, hat der ECU hingegen den Status einer wichtigen internationalen Nennwährung für Finanzprodukte und -transaktionen erlangt.

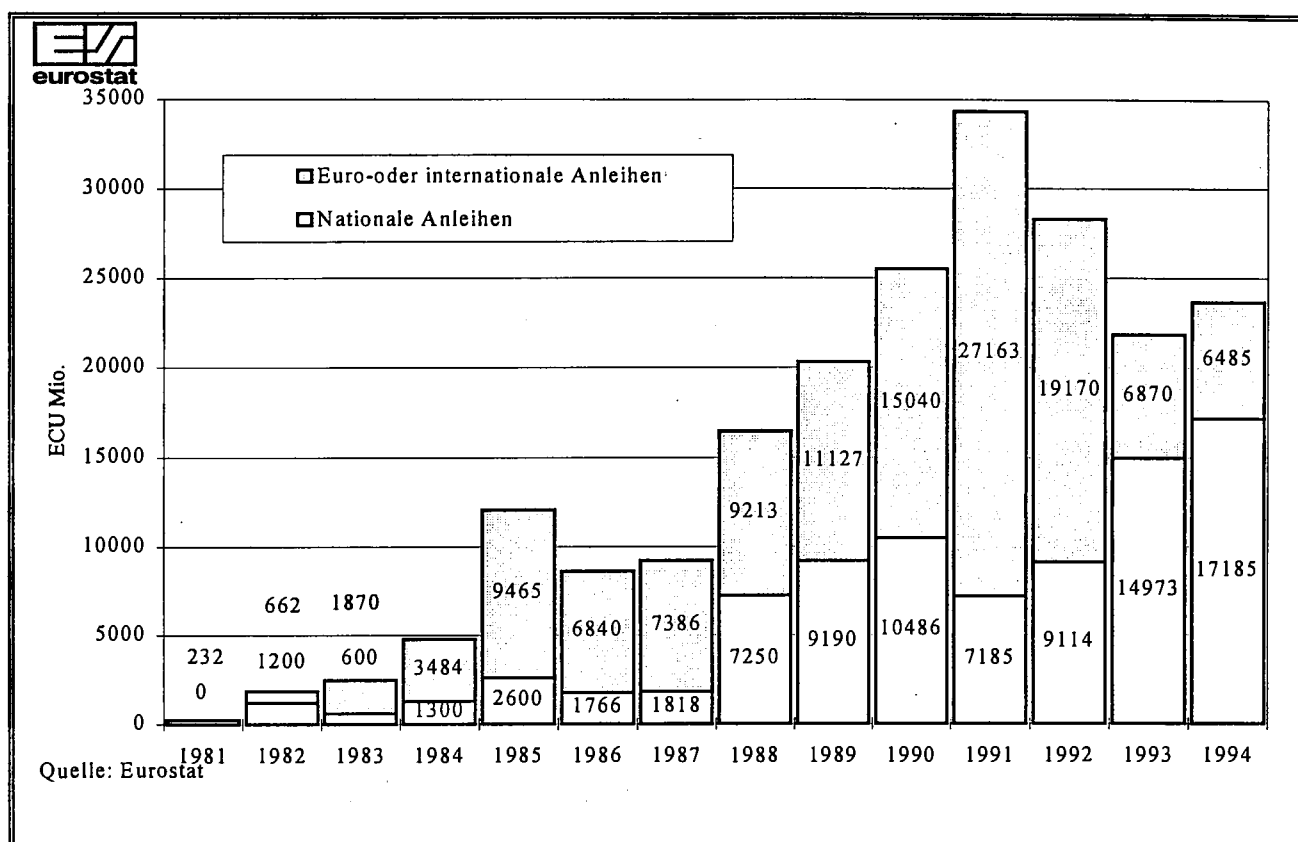
Wie im vorherigen Kapitel erwähnt, beläuft sich der Durchschnittswert der pro Tag verrechneten Beträge auf ungefähr 50 Mrd. ECU. Letztere zeigte in den vergangenen Jahren eine langfristig steigende Tendenz, wobei diese Zunahme allerdings nicht ganz glatt verlief.

Grafik 4
ECU-Zahlungsausgleich durch das EBA/BIZ-System



Seit der Ausgabe der ersten ECU-Anleihe im April 1981 ist der Rentenmarkt reifer geworden. Den Investoren stehen jetzt umfangreiche Emissionen zur Verfügung, wobei der größte Teil von supranationalen Einrichtungen oder Staaten ausgegeben wird. 1994 wurden 77 Anleihen für 23 Mrd. ECU emittiert. Der Wert der zur Zeit ausgegebenen ECU-Anleihen beläuft sich auf ungefähr 130 Mrd., was einem Anteil von 3% an den weltweit ausgegebenen Anleihen entspricht (die gleiche Größe, des belgischen und niederländischen Marktes zusammen).

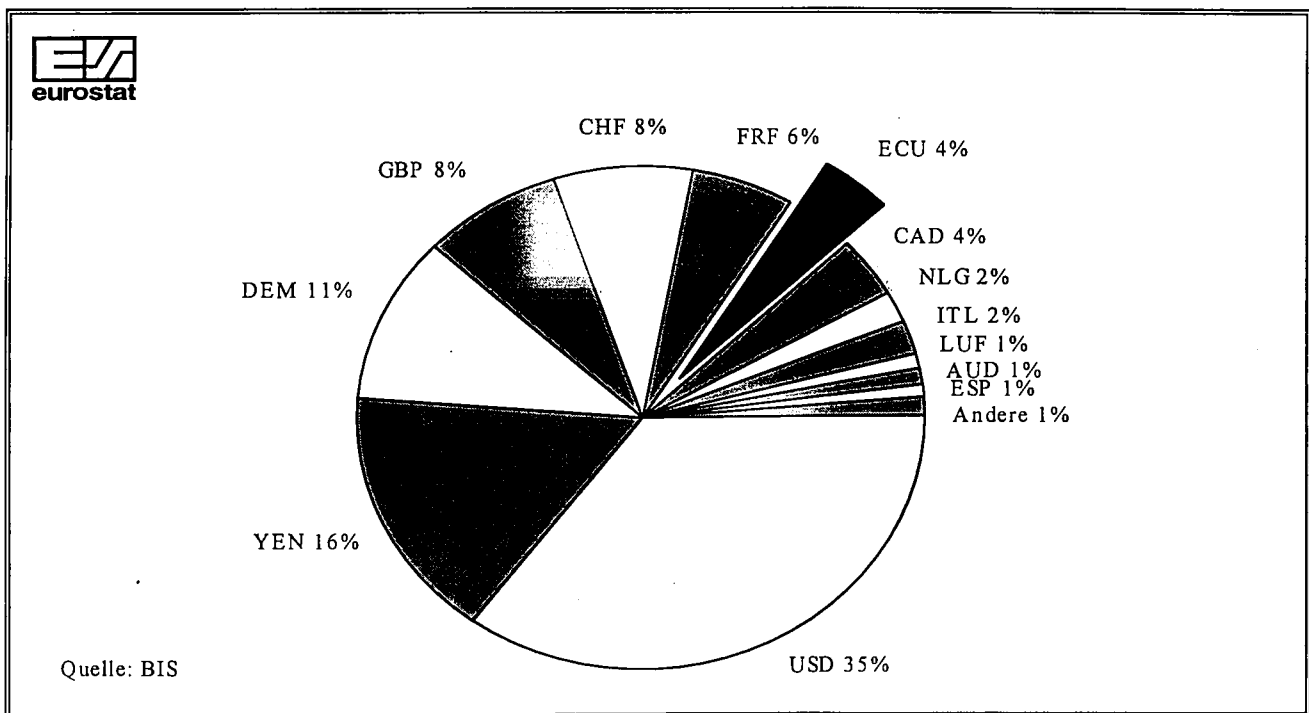
Grafik 5
Volumen der seit 1981 ausgegebenen ECU-Anleihen



Der Markt für ECU-Anleihen setzt sich hauptsächlich aus Euro-Anleihen zusammen, da diese einen Anteil von 56% haben (zuzüglich weiterer 20%, wenn man nationale Emissionen, die den Euro-Anleihen vergleichbar sind, wie zum Beispiel UK-Schatzanweisungen und französische OATs berücksichtigt). Nach den Angaben der BIZ hat der ECU einen Anteil von 4% an den weltweit ausgegebenen internationalen Anleihen und steht in Europa an fünfter Stelle.

NB: Euro-Obligationen sind am Euro-Markt gehandelte Obligationen. Sie können in mehreren Ländern verkauft werden und lauten nicht notwendigerweise auf die Währung des Landes, in dem sie untergebracht werden, bzw. auf die Währung des Landes, in dem der Emittent seinen Sitz hat. Zudem kommen Euro-Obligationen in den Genuß einer steuerlichen Sonderbehandlung, da sie von der Quellensteuer befreit sind.

Grafik 6
Ausstehende Beträge von internationalen Anleihen per Ende 1994



Wenn man die Volumina der 1994 über die internationalen Clearinghäuser Cedel und Euroclear gehandelten Anleihen betrachtet, steht der ECU hinter der DEM, dem USD, dem HFL und dem FRF an fünfter Stelle. Wenn man jedoch nur die Euro-Anleihen berücksichtigt, dann steht der ECU in jedem Monat des Jahres 1994 mit einem Anteil von 11,2% an erster Stelle.

Märkte für Finanzderivate haben sich entwickelt. Futures und Optionen in ECU werden an der Liffe und Matif gehandelt. An der Liffe wird ein dreimonatiger Zinskontrakt gehandelt, an der Matif hingegen ECU-Anleihenkontrakte. 1994 wurden 619.269 Kontrakte an der Matif gehandelt, mit durchschnittlich mehr als 8.500 Kontrakten zum Monatsende mit freien Kapitalmarktzinsen, während an der Liffe 622.736 Kontrakte den Besitzer wechselten, darunter durchschnittlich über 27.000 Kontrakte zum Monatsende mit freien Kapitalmarktzinsen.

Ebenso werden Wertpapiere mit kurzfristigen Laufzeiten in ECU gehandelt. Aufgrund ihrer kurzen Laufzeit ist es wichtiger, die ausgegebenen Beträge zu erwähnen als die Bruttoemission. Nach den von Euroclear für EUROSTAT zur Verfügung gestellten Daten, hatten Euro-Wertpapiere in ECU 1994 einen Marktanteil von ungefähr 7% am gesamten Nicht-USD-Markt. Auf der Grundlage der gleichen Berechnung betrug der Anteil von Euronotes in ECU ungefähr 20%.

Es hat sich ein aktiver Bankenmarkt entwickelt. Per Juni 1994 (Quelle: BIZ) beliefen sich die internationalen Positionen der berichtenden Banken gegenüber den einzelnen Ländern auf 182,6 Mrd. ECU auf der Forderungsseite bzw. 180,4 Mio. ECU bei den Verbindlichkeiten. Der größte Teil dieser Verbindlichkeiten und Forderungen besteht zwischen den Banken (weitere Einzelheiten in Kapitel VIII von ECUSTAT).

ii. Handelsverhalten

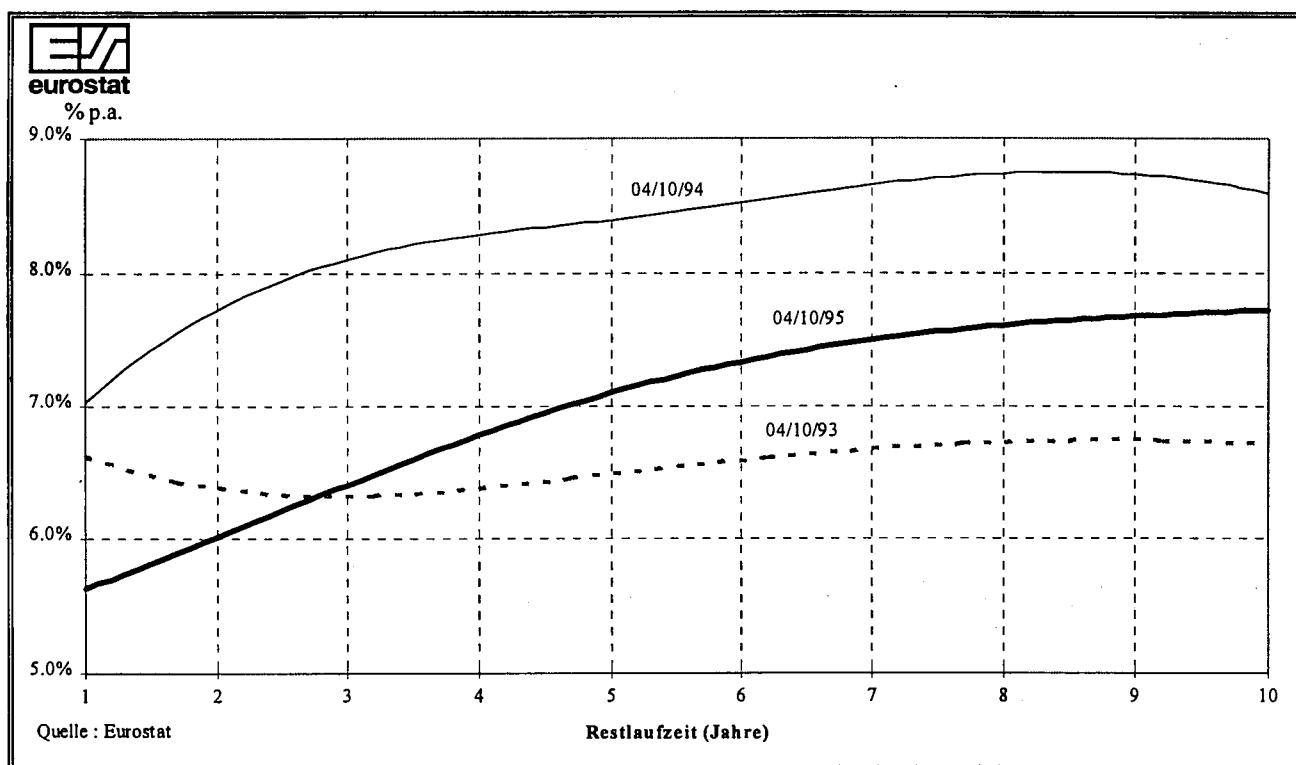
Wie aus den Grafiken für tatsächliche/theoretische Spannen ersichtlich, fällt der tatsächliche ECU verglichen mit der Definition des Währungskorbes (gewichteter Durchschnitt der teilnehmenden Währungen) oft ab, wenn sich aufgrund von Unruhe auf den Devisenmärkten Spannungen im EWS auftauchen. Dies war zum Beispiel im Juli und August 1993 der Fall, als die Bandbreiten des ERM von $\pm 2,25\%$ auf $\pm 15\%$ erweitert wurden. Der Wert des ECU wird auch durch politische Faktoren beeinflusst. Er wird stärker, wenn sich die Aussichten für eine EWU verbessern – wie Anfang 1991 – und schwächer, wenn die EWU gefährdet scheint, wie beim dänischen “Nein”.

Das Auseinanderdriften von theoretischen und tatsächlichen ECU-Wechselkursen hat verschiedene Gründe. Zu den beiden gängigsten Phänomenen gehören die Unbeständigkeit an den Währungsmärkten und die jeweilige Marktstimmung bezüglich der EWU. Zwischen diesen Phänomenen besteht kein direkter Zusammenhang; es ist die Kombination der einzelnen Faktoren, die sich auf die Bandbreite auswirkt.

Der ECU-Rentenmarkt wird oft als Differenzmarkt angesehen, insbesondere gegenüber den Kurven des FRF und der DEM. Die DEM Kurve ist insbesondere wegen der hohen Gewichtung der deutschen Währung im ECU von großem Einfluß. Die Renditen des FRF sind so wichtig, weil dessen Kurve der des ECU in Form und absoluten Werten oft sehr nahe kommt. Es gibt gute Möglichkeiten für Arbitragegeschäfte, da die französische Nationalbank OATs sowohl in FRF als auch in ECU ausgibt. Da es sich um einen Differenzmarkt handelt, sind ECU-Anleihen normalerweise stärker als die deutschen “Bundesschätze”, wenn weltweit eine Hausse herrscht, und schneiden schlechter ab, wenn sich eine Baisse nähert, wie zum Beispiel 1994. ECU-Anleihen profitieren oft von politisch unsicheren Situationen in einem Mitgliedstaat, da dann von der nationalen Währung auf den ECU umgestiegen wird, weil Investitionen in dieser Währung aufgrund des Währungskorbes als sicherer angesehen werden.

Um die ECU-Renditen zu verfolgen und den Marktteilnehmern den Vergleich mit anderen Rentenmärkten zu erleichtern, hat EUROSTAT eine Kurve für ECU-Renditen in Zusammenarbeit mit der GD II (Wirtschaft und Finanzen) und der GD XVIII (Kredit und Investitionen) entwickelt. Die Ergebnisse können dem “Wöchentlichen Bericht über ECU-Renditekurven” entnommen werden und werden in Kürze täglich von einem Informationsmakler veröffentlicht.

Grafik 7
ECU-Renditekurve



Die Aktivitäten auf den ECU-Primärmärkten hängen in gewissem Maße von den Möglichkeiten ab, die die Swaps bieten. Emissionen italienischer CTEs boten früher einmal wegen einer Quellensteuer von 12,5%, die Devisenausländern erstattet wurde, Swap-Möglichkeiten.

ECU-Anleihen sind oft preiswerter als Swaps. Dies ermöglicht den Anlegern, mit AAA bewertete Schuldverschreibungen zu kaufen und diese zum Libor oder sogar zu Libor + Kurs zu tauschen. Libor allein ist schon ein gutes Geschäft, da dieser normalerweise die Zinssätze widerspiegelt, die durchschnittlichen Papieren entsprechen und nicht den AAA-Papieren.

Die nachstehende Grafik zeigt die Spanne zwischen ECU-Renditen und den entsprechenden Swap-Renditen für das Jahr 1994. In absteigender Reihenfolge war die Spanne für fünf Jahre am größten, dann folgten 3 Jahre und schließlich 7 Jahre. Es ist interessant, diese Grafik mit der Tabelle zu vergleichen, die die Laufzeiten der im Jahr 1994 emittierten Anleihen angibt, da offenbar mit zunehmender Spanne zwischen Rendite und Swap der Umfang der Anleihen mit diesen Laufzeiten ansteigt.

Grafik 8
Spanne zwischen ECU-Swapzinssätzen und -Renditen

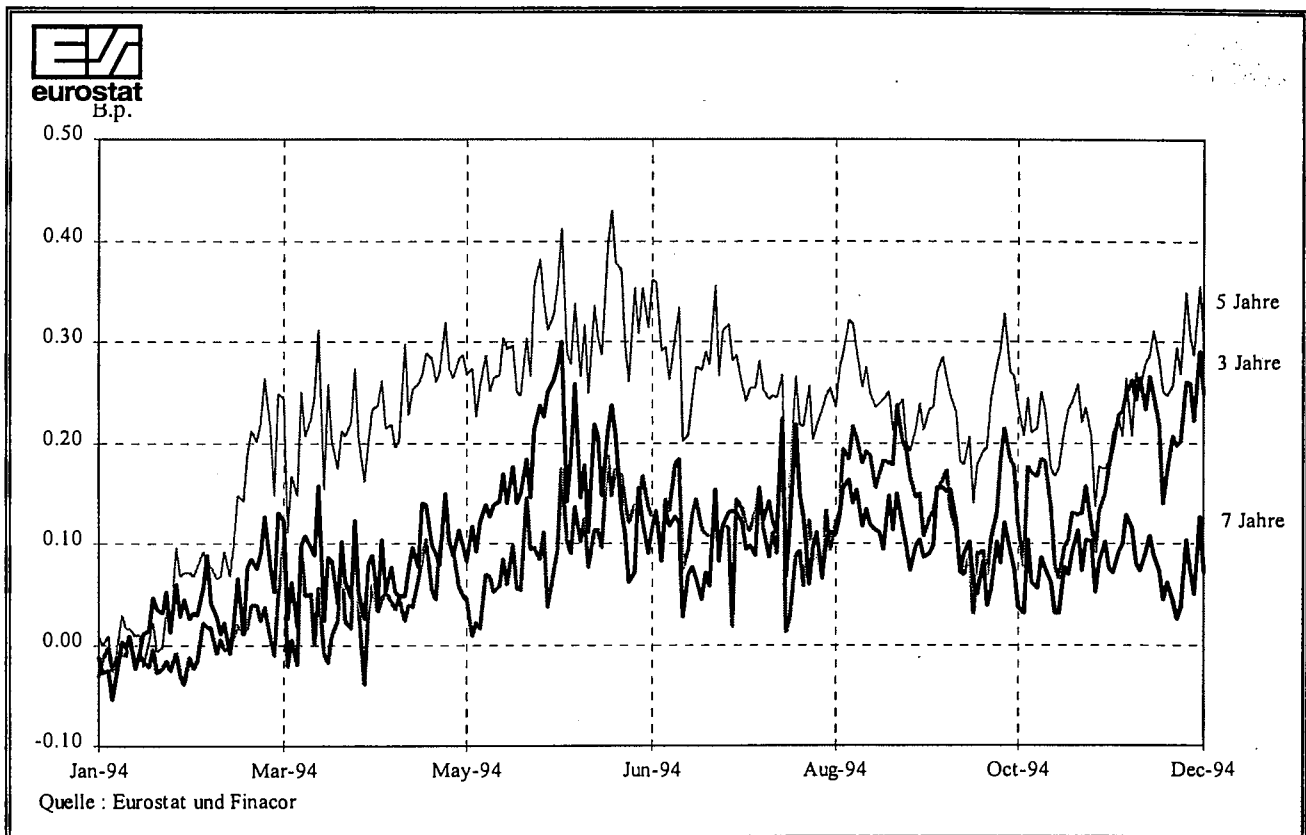



Tabelle 2
Tabelle: Emission von ECU Anleihen in 1994: Aufteilung nach Laufzeit

 eurostat	Anzahl der Emissionen	Mrd. ECU	Prozentueller Anteil
0-3 Jahre	21	3.1	13.42 %
3-5 Jahre	37	13.2	57.14 %
5-7 Jahre	11	2.6	11.26 %
mehr als 7 Jahre	8	4.2	18.18 %

Quelle: Eurostat

4. Neuzusammensetzungen und Realignments

i. Neuzusammensetzungen

Die Hauptziele einer Neuzusammensetzung waren:

- die relative Gewichtung der teilnehmenden Währungen wiederherzustellen
- den Beitritt der Währungen der neuen EU-Mitgliedstaaten zum ECU zu ermöglichen (bis 1993)

Hier sollte berücksichtigt werden, daß der externe Wert des ECU bei einer Neuzusammensetzung nicht verändert werden durfte, obwohl sich die Mengen der einzelnen Währungen änderten.

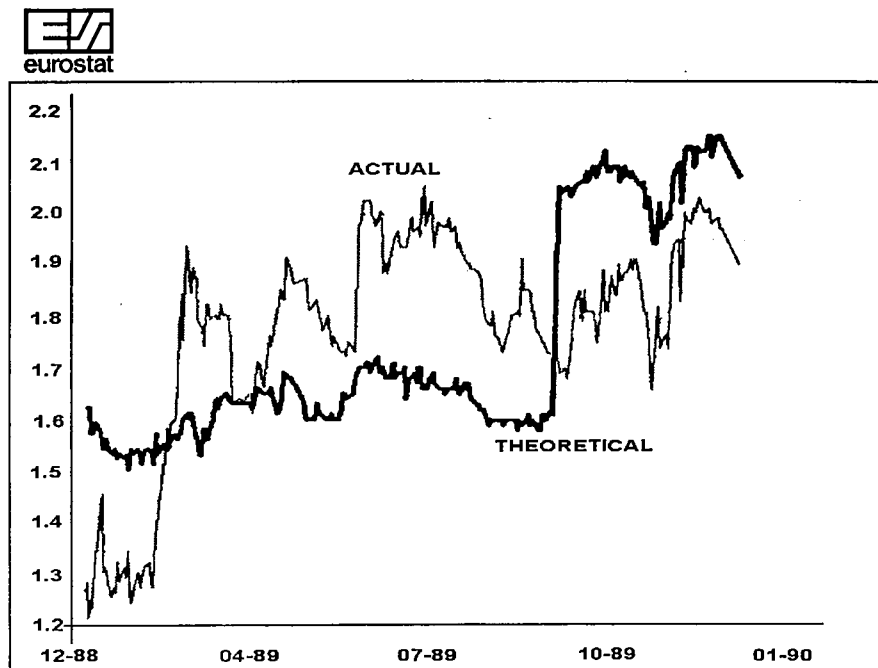
Um steigende Disparitäten zwischen der theoretischen und tatsächlichen Zusammensetzung des ECU zu vermeiden, sollte nach dem ursprünglichen Wortlaut des EWS alle fünf Jahre oder auf Anfrage eine Überprüfung stattfinden, ob sich die Gewichtung einer Währung um mindestens 25% verändert hat. Aus praktischer Sicht hat während der 5-Jahres-Perioden keine Revision stattgefunden, wohingegen sich die Gewichtung der GDR zum Beispiel zwischen den Überprüfungen in den Jahren 1984 und 1989 von 1,30% auf 0,64% verringert hat, eine Veränderung von ungefähr 50%. Die beiden Neuzusammensetzungen, die im September 1984 und September 1989 stattgefunden haben, fielen mit dem Beitritt der GDR bzw. der PTA und dem ESC zum ECU zusammen. Es sollte darauf hingewiesen werden, daß zu diesem Zeitpunkt alle Länder, die der EU beigetreten sind, das Recht hatten, ihre Währungen in den ECU einfließen zu lassen. Da sich die Gewichtungen der Währungen innerhalb des ECU mit der Zeit aufgrund von Wechselkursschwankungen veränderten, war es ein Ziel, mit der Neuzusammensetzung die Gewichtungen unter Berücksichtigung wirtschaftlicher Kriterien auf den gewünschten Stand zu bringen.

Die Neuzusammensetzungen wirkten sich auch auf die Zinssätze und Renditen des ECU aus. Der Beitritt neuer Währungen mit hohen Renditen zum Währungskorb und das verringerte Gewicht der stärksten Währungen führten dazu, daß sich die Zinssätze und Renditen für den ECU zum Zeitpunkt einer Neuzusammensetzung nach oben bewegten.

- **Erste Revision** (September 1984): Die effektiven Zinssätze für kurzfristige Anleihen stiegen um 15 bp, während die theoretischen ECU Zinssätze, die als gewichteter Durchschnitt der teilnehmenden Währungen berechnet wurden, um 70 bp stiegen. Der Markt hatte bereits diese Veränderung vorweggenommen, und ein großer Teil der Zinserhöhungen fand bereits vor der Neuzusammensetzung statt.
- **Zweite Revision** (September 1989): Die Gewichtung der portugiesischen und spanischen Volkswirtschaften beträgt zusammen 7,5% des gesamten BIP der EU, so daß die Auswirkungen des Beitritts der PTA und des ESC zum ECU beträchtlich gewesen wären. Um die Stabilität des ECU-Marktes zu erhalten, wurde ein Zwei-Phasen-Plan verabschiedet, um den Marktteilnehmern zu ermöglichen, ihre Positionen, unter Berücksichtigung des Beitritts der beiden neuen Währungen mit hohen Renditen zum Währungskorb und der verringerten Gewichtung der starken Währungen, anzupassen. Am 22. Mai 1989 wurden die neuen relativen Gewichtungen der Währungen zur Berechnung der neuen Beträge bekanntgegeben. Anschließend, am 21. September, traten die neuen Währungsbeträge in Kraft. Der Markt hingegen hatte die Zusammensetzung bereits im Februar 1989 vorweggenommen. Die tatsächliche ECU Renditen stiegen um etwa 60 bp mehr als die entsprechende theoretische Renditen.

Grafik 9

Spanne der Rendite des ECU verglichen mit der DEM über 10 Jahre, tatsächlich und theoretisch von Paribas



Quelle: Paribas

Die Neuzusammensetzungen des ECU gehören mittlerweile der Vergangenheit an, da die Zusammensetzung des ECU seit Inkrafttreten des Vertrags über die Europäische Union am 1. November 1993 eingefroren ist. Durch dieses Einfrieren des ECU werden nun die Risiken vermieden, die mit einer Neuzusammensetzung verbunden sind. Es gab aber noch weitere Auswirkungen, die in diesen Unterlagen noch angesprochen werden. Von diesem Zeitpunkt an kann keine neue Währung mehr dem Währungskorb beitreten (die drei neuen Mitgliedstaaten sind nicht im ECU vertreten). Es bedeutet aber auch, daß die Menge jeder einzelnen Währung im ECU bis zur Schaffung einer einheitlichen europäischen Währung unverändert bleiben.

ii. Realignments

Ein Realignment des EWS wird durchgeführt, wenn eine oder mehrere am ERM teilnehmende Währungen in Abstimmung mit den übrigen Teilnehmern am System ihre bilateralen Wechselkurse nach oben oder unten anpassen. Durch ein Realignment wird die Bandbreite innerhalb der eine Währung schwanken darf, verändert. Wenn eine Währung auf dem Markt unter Druck gerät, bewegen sich die bilateralen Wechselkurse gegenüber den starken Währungen im System an den unteren Rand der zulässigen Bandbreite. Wenn unterstützende Maßnahmen (Änderungen der Zinssätze, Interventionen auf den Devisenmärkten usw.) sich als unzureichend erweisen, wird ein Realignment notwendig.

Die Auswirkungen eines Realignments: Die abgewertete Währung darf innerhalb einer niedrigeren Bandbreite gehandelt werden und stabilisiert sich dann auf einem Niveau, das den neuen bilateralen Leitkursen nahe kommt. Als Folge dessen sinkt der Anteil dieser Währung am Wert des ECU. Desweiteren schaltet ein Realignment gewisse Unsicherheiten aus und verringert Spannungen innerhalb des ERM, da die neuen Grenzwerte, zumindest kurzfristig, als sicher gelten. Das führt zu einer größeren Nachfrage nach den schwächeren Währungen im System, um die höheren Zinssätze und Renditen zu nutzen, während sich das Wechselkursrisiko verringert. Daher kommt es oft vor, daß nach einer Abwertung die schwachen Währungen zumindest kurzfristig steigen und ihre Zinssätze fallen.

5. Gewichtung der Währungen (Grundgedanke, Berechnung, Festigung)

Die Gewichtung der teilnehmende Währungen im ECU ist nicht fest. Der ECU wird nicht hinsichtlich der Gewichtung sondern anhand der Anteile jeder einzelnen Währungen an einem ECU definiert. Obwohl der Anteil jeder einzelnen Währung am ECU nur bei den beiden Neuzusammensetzungen (1984 und 1989) verändert wurden, schwankt die Gewichtung zwischen den einzelnen Revisionen zusammen mit den Wechselkursen, d.h. praktisch jeden Tag. Aufgrund der möglichen Realignments im EWS können die Wechselkurse außerhalb der vom ERM festgelegten, ursprünglichen Grenzwerte schwanken. Daher können die Schwankungen bei der Gewichtung beträchtlich sein.


Die Gewichtungen im ECU sollen mehr oder weniger dem wirtschaftlichen Gewicht der einzelnen Länder entsprechen, aus denen sich der ECU zusammensetzt. Drei objektive Faktoren wurden stellvertretend für den relativ abstrakten Begriff des "wirtschaftlichen" Gewichts verwendet. Dies sind:

- Das relative Gewicht des BIP jedes Landes am BIP der EU
- Der Anteil jedes Landes am europäischen Binnenhandel
- Der Anteil jedes Landes am finanziellen Unterstützungsmechanismus der EU, insbesondere am EU-Haushalt

In der Praxis konnte das bei einer Revision vereinbarte tatsächliche Gewicht höher oder niedriger sein, als das durch diese drei Indikatoren angegebene Gewicht.

Tabelle 3

Gewicht der Länder an der Wirtschaft der EU und die Gewichtung der Währungen kurz nach der Revision von 1989


 eurostat	% des BIP der EU	% des europäischen Binnenhandels	% am Finanzmechanismus der EU	Gewichtung nach der Revision von 1989
Deutschland/DM	26.20	24.90	19.51	30.10
Frankreich/FRF	20.50	16.90	19.51	19.00
UK/UKL	15.50	12.70	19.51	13.00
Italien/ITL	17.60	12.10	13.00	10.15
Niederlande/HFL	5.00	11.80	6.50	9.40
UEBL/BLF	3.40	10.90	6.50	7.90
Spanien/PTA	6.70	4.20	8.13	5.30
Dänemark/DKR	2.40	2.40	2.91	2.45
Irland/IEP	0.70	1.90	1.12	1.10
Portugal/ESC	0.80	1.30	1.63	0.80
Griechenland/DRA	1.10	1.00	1.68	0.80

Anmerkung: Um den Einfluß konjunktureller Faktoren auf die drei Kriterien zu vermeiden, werden die Berechnungen über einen Zeitraum von fünf Jahren vor der Revision durchgeführt.

Es wird deutlich, daß die neuen Gewichtungen für die Währungen nicht dem wirtschaftlichen Gewicht entsprechen. Aufgrund von Überlegungen, die über die finanziellen, währungspolitischen und politischen Faktoren hinausgehen, wurde der DEM im ECU ein höheres Gewicht verliehen, als ihr aufgrund des BIP, des Handels und der Beiträge zum Finanzmechanismus zugestanden hätten. Auf der anderen Seite hat das UKL im ECU eine geringere Gewichtung als es dem Gewicht der Volkswirtschaft Großbritanniens in der EU entspricht.

Da die Zusammensetzung des ECU eingefroren wurde, steht der Anteil jeder Währung am ECU fest, so daß die "starken" Währungen dazu neigen, in Gewicht relativ gesehen zu erhöhen. Als in der Vergangenheit Neuzusammensetzungen durchgeführt wurden, war dies immer eine Gelegenheit, den Anteil der im Wert gestiegenen Währungen zu verringern, um deren Gewichtung in Einklang mit dem oben erläuterten wirtschaftlichen Ansatz zu bringen. Jetzt, da solche Neuzusammensetzungen ausgeschlossen sind, wird dieser Trend durch nichts aufgehalten, so daß starke Währungen immer stärker vertreten sein werden, wohingegen der Anteil der schwachen Währungen am ECU zurückgehen wird.

Tabelle 4
Entwicklung der Gewichtung von 4 am ECU teilnehmenden Währungen

 eurostat	Durchschnitt Sept 1989	Durchschnitt Nov 1993	Durchschnitt March 1995
DEM	30.09%	32.52%	33.69%
FRF	19.02%	19.97%	20.30%
NLG	9.40%	10.20%	10.58%
BLF	7.90%	8.39%	8.97%
GESAMT	66.41%	71.08%	73.54%

Quelle: Eurostat

Die sich festigende Entwicklung ist klar: Die gesamte Gewichtung der DEM, des FRF, des NFG und des BEF ist seit September 1989 ständig gestiegen. Mehr noch, jede dieser vier Währungen hat für sich genommen ihr Gewicht erhöht. Da sich die ECU-Zinssätze als Durchschnittswert der Zinssätze der teilnehmenden Länder, gewichtet nach ihrem Anteil am ECU, berechnen, werden sich die ECU-Zinssätze den Zinssätzen für die starken Währungen angleichen, d.h. relativ gesehen fallen. Eine weitere mögliche Auswirkung könnte sein, daß die Gewichtungen der teilnehmenden Währungen immer weniger repräsentativ für die relative Bedeutung der Volkswirtschaften der EU sein werden.

ANHANG 1

EMPFEHLUNG DER KOMMISSION

vom 19. April 1994

zur rechtlichen Behandlung des Ecu und auf Ecu lautender Verträge im Hinblick auf die Einführung der einheitlichen europäischen Währung

(94/284/EG)

... DIE KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

EMPFIEHLT

A

TITEL 1

BESEITIGUNG DER RECHTLICHEN HINDERNISSE FÜR DIE VERWENDUNG DES ECU

1. den Mitgliedstaaten, dafür Sorge zu tragen, dass dem Ecu kraft Gesetzes der Rechtsstatus einer Fremdwährung verliehen wird;
2. den Mitgliedstaaten, dafür Sorge zu tragen, dass der Ecu in ihren eigenen Rechtssystemen nicht schlechter gestellt wird als andere Währungen, denen derselbe Rechtsstatus gewährt wird;

TITEL 2

RECHTLICHER SCHUTZ DES ECU

3. den Mitgliedstaaten, den entsprechenden gesetzlichen Schutz auf den Ecu auszudehnen;

TITEL 3

KONTINUITAET DER AUF ECU LAUTENDEN VERTRAEGE

4. allen Parteien, Vertraege, die auf Ecu oder sonstige aehnliche Bezeichnungen fuer den Ecu lauten oder sich auf den Ecu oder sonstige aehnliche Bezeichnungen beziehen, so zu formulieren, dass sie den Bestimmungen des Anhangs entsprechen;
5. bei Vertragen, in denen auf den Ecu Bezug genommen wird, im Zweifelsfall davon auszugehen, dass der Ecu im Sinne der Rechtsvorschriften der Gemeinschaft zu definieren ist.

ANHANG

1. Dieser Anhang gilt fuer alle Parteien von Vertragen, die auf Ecu lauten oder sich auf den Ecu beziehen, ungeachtet dessen, ob es sich um natuerliche oder juristische Personen handelt.
2. Im Sinne dieses Anhangs gelten als:
 - "Ecu" die Europaeische Rechnungseinheit im Sinne des Artikels 109 G des Vertrags zur Gruendung der Europaeischen Gemeinschaft sowohl in ihrer derzeitigen Zusammensetzung als Waehrungskorb als auch in ihrer zukuenftigen Definition als eigenstaendige Waehrung;
 - "sonstige aehnliche Bezeichnungen" ecu, écu, Ecu, E.C.U. sowie jede andere Bezeichnung fuer den Ecu als Rechnungseinheit der Europaeischen Gemeinschaften oder als Bezugsgroesse des Wechselkursmechanismus;
 - "Ecu-Waehrungskorb" der Ecu in seiner derzeitigen Zusammensetzung als Korb der teilnehmenden Waehrungen;
 - "Ecu als einheitliche Waehrung" der Ecu in seiner zukuenftigen Zusammensetzung als eigenstaendige Waehrungseinheit.
3. In allen Vertragen, die auf Ecu oder sonstige aehnliche Bezeichnungen lauten oder auf den Ecu oder sonstige aehnliche Bezeichnungen Bezug nehmen, beziehen sich die Vertragsparteien auf den Ecu im Sinne des Artikels 109 G des Vertrags zur Gruendung der Europaeischen Gemeinschaft.
4. Zu gegebener Zeit werden nach den Verfahren der Artikel 109 G und 109 L Absatz 4 des Vertrags zur Gruendung der Europaeischen Gemeinschaft alle Verpflichtungen zur Zahlung einer Summe in Ecu als Korbwaehrung durch die Verpflichtung zur Zahlung derselben Summe in Ecu als einheitliche Waehrung ersetzt.

ANHANG 2

Erläuterung zu den neuen Klauseln in den Prospekten von Schuldverschreibungen der Europäischen Gemeinschaften

(94/C 130/05)

1. Mit Inkrafttreten des Vertrages über die Europäische Union und dem Beginn der zweiten Stufe der WWU erhalten die Schuldverschreibungen der Europäischen Gemeinschaften einen neuen rechtlichen Rahmen, wodurch sich einige ihrer Konditionen ändern.
2. Der Vertrag enthält mehrere Bestimmungen zur Zusammensetzung des Ecu und seiner Umwandlung in eine einheitliche Währung. Nach Artikel 109 G wird die Zusammensetzung des Ecu-Währungskorbs bis zum Beginn der dritten Stufe der WWU nicht geändert. Artikel 109 G und Artikel 109 L Absatz 4 legen fest, daß der Ecu am ersten Tag der dritten Stufe zu einer eigenständigen Währung wird und daß diese Maßnahme als solche den Außenwert des Ecu nicht ändert; folglich wird die Umrechnung des Ecu in seiner Zusammensetzung als Korbwährung in den Ecu als eigenständige Währung zum einheitlichen Kurs von 1:1 erfolgen. Artikel 109 L Absatz 4 macht darüber hinaus deutlich, daß der Ecu die nationalen Währungen ersetzen wird und daß die rasche Einführung von auf Ecu lautenden Zahlungsmitteln geplant ist. Dementsprechend werden die Währungen der an der dritten Stufe teilnehmenden Mitgliedstaaten zu gegebener Zeit nach den im Vertrag beschriebenen Verfahren durch den Ecu ersetzt werden.
3. Um den Bestimmungen des Vertrages über die Europäische Union Rechnung zu tragen, beschloß die Europäische Kommission, einige Klauseln in den Konditionen der Schuldverschreibungen der EG zu ändern.
4. Die Konditionen der Schuldverschreibungen, die auf Währungen der Mitgliedstaaten lauten, werden durch eine im Hinblick auf die Währungsunion erforderliche neue Klausel ergänzt. Danach erkennen die Vertragsparteien an, daß die Währung, in der der Vertrag abgeschlossen worden ist, in der Europäischen Union eines Tages ihren Status als gesetzliches Zahlungsmittel verlieren und gemäß dem Vertrag über die Europäische Union durch eine neue einheitliche Währung ersetzt werden könnte. Folglich könnten Tilgungs- und Zinszahlungen rechtsgültig in Ecu erfolgen. Durch diese Klausel würde sichergestellt, daß in diesem Fall die Ersetzung der Vertragswährung weder als Vertragsbruch noch als unvorhersehbares Ereignis angesehen werden kann, das eine Änderung der Vertragsbedingungen nach sich zieht

5. Die Klauseln, die in auf die Europäische Währungseinheit lautenden Schuldverschreibungen und Verträgen den Wert des Ecu festlegen, werden geringfügig geändert. Dabei wird auf Artikel 109 G des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft Bezug genommen, der bestimmt, daß die Zusammensetzung des Ecu nicht geändert und sein Wert im Verhältnis zu den Währungen der an der dritten Stufe der WWU teilnehmenden Mitgliedstaaten mit Beginn dieser Stufe unwiderruflich festgesetzt wird. In die von den Europäischen Gemeinschaften vor der Ratifizierung des Vertrags von Maastricht verwendeten Klauseln wird ein neuer Absatz aufgenommen, um zu gewährleisten, daß bei der Verpflichtung, eine Summe in Ecu zu zahlen, während des Übergangs zur vollständigen Währungsunion der Nominalbetrag in jedem Fall erhalten bleibt (nominale Kontinuität).

6. Die beschriebenen Änderungen in den Prospekten von Schuldverschreibungen sind ein erster Schritt zur allmählichen Änderung und Anpassung der Urkunden der EG-Organe in dem Bestreben, der durch den Beginn der zweiten Stufe der WWU entstandenen neuen Lage Rechnung zu tragen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, daß in Zukunft noch weitere Änderungen und Anpassungen erforderlich sind.

THE ECU

I. INTRODUCTION

The ECU was officially born in December 1978. On December 5, the Council of the European Communities met and agreed on the creation of the EMS (European Monetary System), aimed at creating "a zone of monetary stability". The act of birth of the EMS defined the ECU as the cornerstone of the system. In a regulation dated December 18, 1978 (EEC 3180/78) the ECU was defined as a basket of fixed amounts of each of the member states' currencies. These amounts were subsequently revised on September 17, 1984 and September 21, 1989.

Table 1
Composition of the ECU basket

 eurostat 03/07/1979	17/09/1984	21/09/1989
0.828 DM	0.719 DM	0.6242 DM
1.15 FF	1.31 FF	1.332 FF
0.286 HFL	0.256 HFL	0.2198 HFL
3.66 BFR	3.71 BFR	3.301 BFR
0.14 LFR	0.14 LFR	0.13 LFR
109 LIT	140 LIT	151.8 LIT
0.217 DKR	0.219 DKR	0.1976 DKR
0.00759 IRL	0.00871 IRL	0.008552 IRL
0.0885 UKL	0.0878 UKL	0.08784 UKL
	1.15 DR	1.44 DR
		6.885 PTA
		1.393 ESC

Source: Eurostat

II. OFFICIAL AND PRIVATE ECU

1. The official ECU

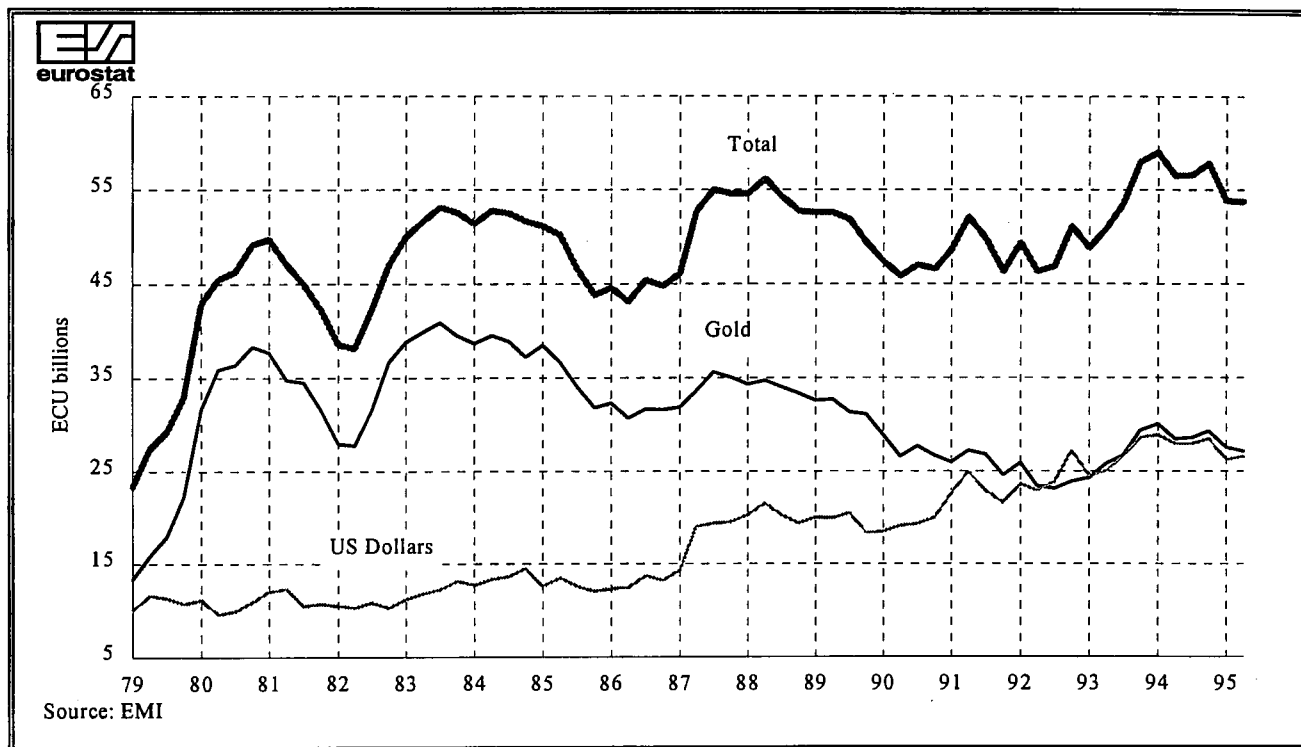
The role of the ECU is central in the EMS. The official text creating the EMS described 4 fundamental roles for the ECU:

- Unit of account or numéraire for the ERM (Exchange Rate Mechanism) i.e. denominator for exchange rate parities. The value of any currency participating in the ERM is fixed by reference to a common denominator, the ECU, in the form of a central rate from which bilateral rates between the various currencies are derived. This set is known as "grid of parities"
- Basis for the divergence indicator
- Unit of account for the operations relating to the intervention mechanisms and the short term lending facilities of the EMCF (of the EMI since January 1, 1994). The claims and liabilities created by multilateral interventions in Community currencies on the foreign exchange market are accounted for in ECUs.
- Unit of payment in the transactions between the monetary institutions of the European Community.

The ECUs used in the EMS are called **official ECUs**. The official ECU is a unit of account and a reserve currency but has no legal tender value. At no time can a monetary institution issue these ECUs to the private market.

Official ECUs are created by the EMI in exchange for gold and USD reserves from the central banks of the EMS members who have to transfer 20% of their gold and USD reserves. These transfers take place under 3-month revolving swap agreements.

Graph 1
Swap operations (gold, USD/ECU) of the EC central banks with the EMI



The short term nature of these agreements ensures that adjustments can be made regularly to take into account the movements in the central banks' reserves, the variations of gold price and the foreign exchange rate of the dollar to the ECU.

2. The private ECU

At the time of its creation in 1978, the ECU was only supposed to play a role in the EMS and was created for official use only by the central banks of the Community. However, private market operators decided to denominate claims and liabilities in a unit of account defined in the same way as the official ECU. For example, any ECU bond prospectus mentions that the unit used is "equal to the value of the ECU which is used in the EMS". For detailed legal information about the definition of the ECU, the continuity of contracts denominated in ECUs and the new clauses in the prospectuses of loans and bonds of the European Communities (especially the "monetary union" clause), please see Annex 1 and 2.

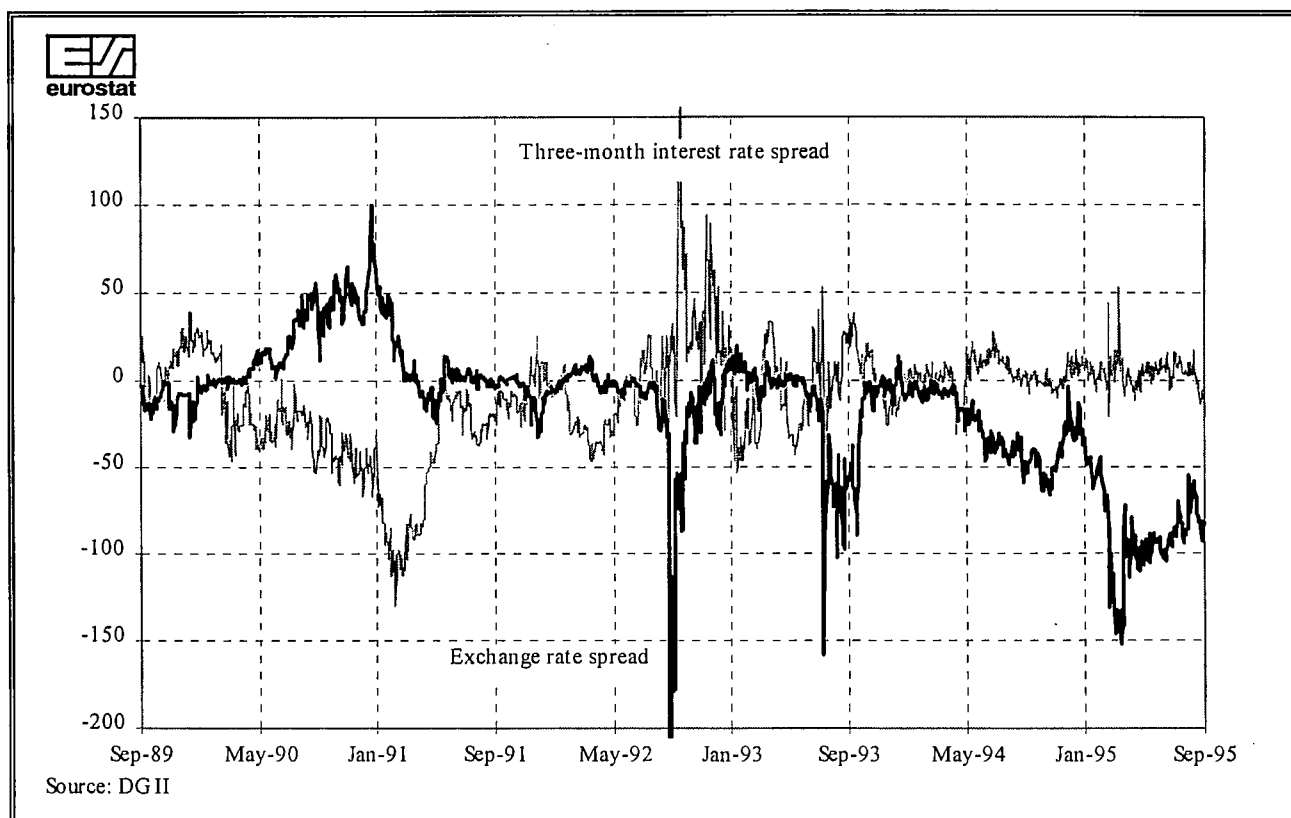
This ECU traded on the markets is referred to as the **private ECU**. It is worth noting that the private ECU changed its composition in exactly the same way as the official ECU at the times of recompositions. Although the official and the private ECUs have the same definition, there is no means of conversion from one into the other.

The adoption of the ECU definition by the private sector indicates EMU expectations but also reflects the need for a European single currency. The basket nature of the ECU dampens exchange rate fluctuations while having a composition mainly determined by objective economic criteria. It may be efficient for a company operating EC-wide to hold its accounts in ECU, to have ECU assets and liabilities in ECU or to invoice its customers in ECU if the currency structure of its revenues and payments broadly matches the structure of the ECU.

By definition, the ECU (both official and private) is a basket of currencies or a basket currency. It should nevertheless be kept in mind that what is traded on the market is the ECU as such and not the basket of underlying currencies. Thus, ECU exchange and interest rates tend to be in line with those of the basket (weighted averages); however, under certain conditions, for example volatile foreign exchange markets, the spread between the theoretical rates and those on market ECU can widen. When this occurs some operators take positions in ECU against component currencies or vice versa (the so-called basket-makers, generally members of the ECU Banking Association) so by bringing the two sets of rates back in line and making a profit. During 1995, however, the spread between the theoretical and market ECU initially increased to 152 basis points (end of March) before decreasing to fluctuate around 100 basis points (its normal trading range being ± 20 basis points). It appears that most basket-makers have modified the management of their positions in ECU/component currencies, and that some are no longer willing to maintain open positions for long periods of time. This is because even though such positions would realise profits at the end of Stage Two of EMU the uncertainty about the exact date of that event remains too high. They prefer to make a profit by closing their positions when the spread has decreased sufficiently. This in turn contributes to the volatility of the spread.

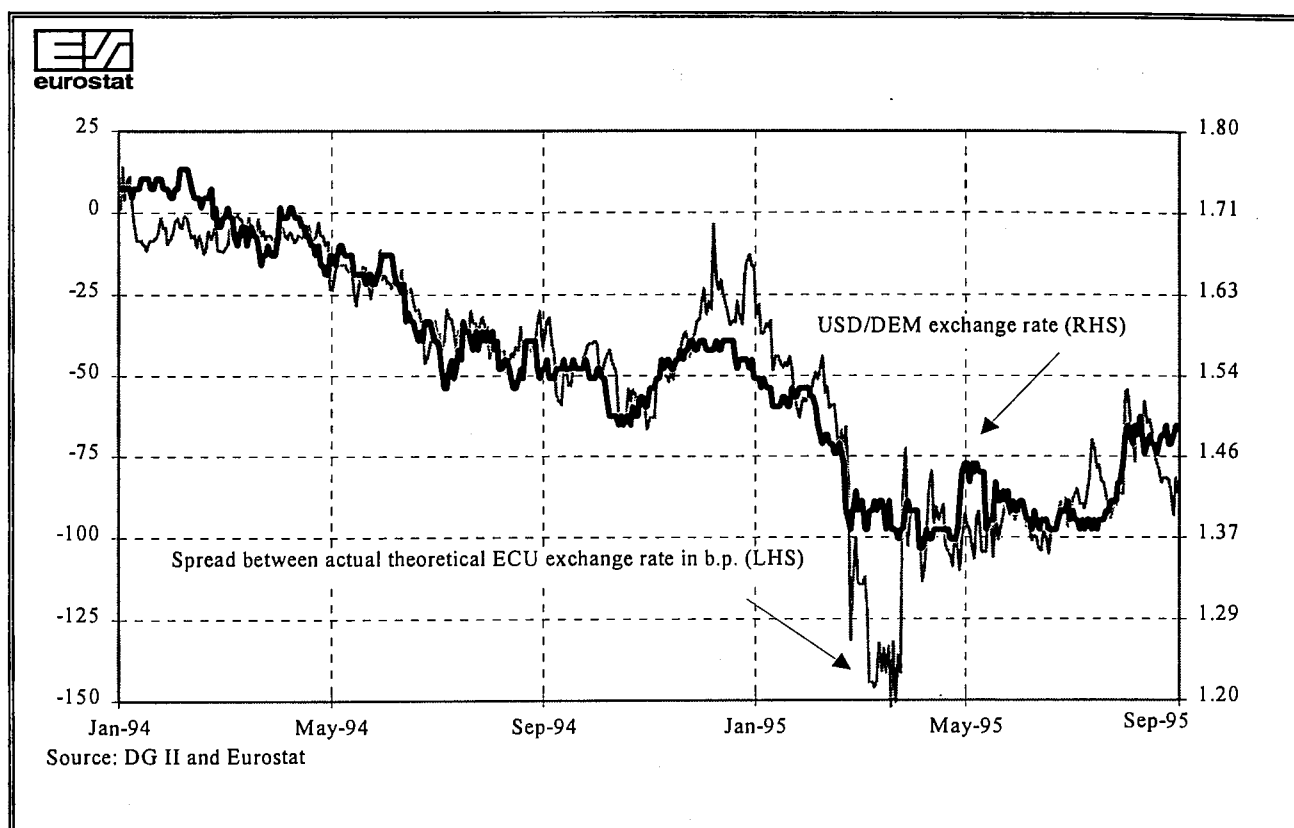
Graph 2

Spread between actual minus theoretical ECU exchange rate and spread between actual minus theoretical ECU 3- month interest rate



Graph 3

Spread between actual and theoretical ECU exchange rate and evolution of the USD/DEM rate



The use of any currency can be described in terms of the **functions of money**. The ECU is used as:

- **a unit of account**, by the EC institutions and a number of companies, mainly for intra-group accounting. European institutions like the Commission, the Parliament or the Council have budgets denominated in ECU. Moreover, they settle the debts owed to suppliers mainly in ECU.
- **a medium of exchange** on the capital markets and in the banking sector. The ECU is dealt like any other currency in the market. International positions of banks in ECU totalled about 180 billion ECUs in June 1994 (Source: Bank for International Settlements). The amounts cleared daily through the EBA system represent on average 50 billion ECUs (Source: ECU Banking Association).
- **a store of value** in such financial products as bonds or bills. This is the most visible development of the ECU. In 1994, the outstanding amount of international bonds denominated in ECU represented 4% of the global stock of international bonds. A wide variety of ECU instruments are actively traded, for example bonds, eurocommercial paper, treasury bills, swaps, certificates of deposits, etc.

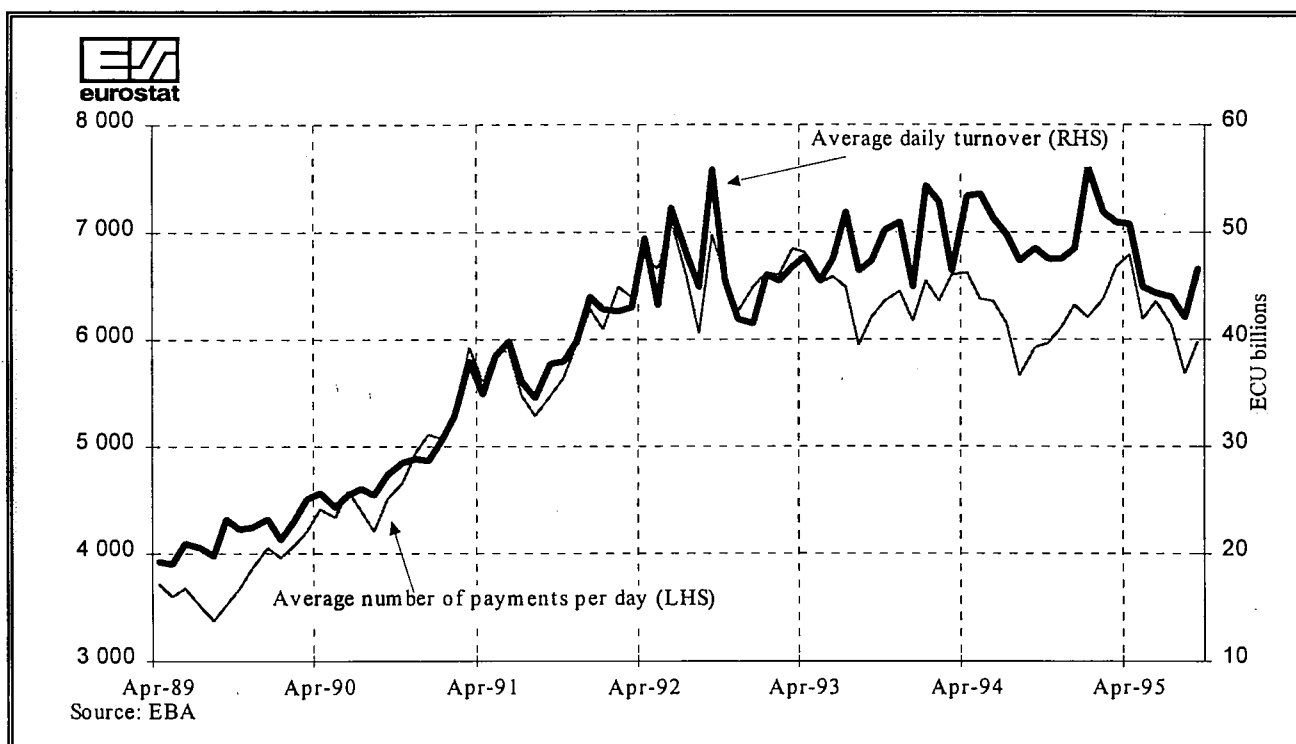
3. The ECU financial markets: Volumes and trading behaviour

i. Volumes

Some figures and information are useful to understand the development of the ECU on financial markets. Indeed, whereas the commercial use of the ECU experienced a relatively modest development due to the absence of end users, the ECU won the status of a major international currency of denomination for financial products and transactions.

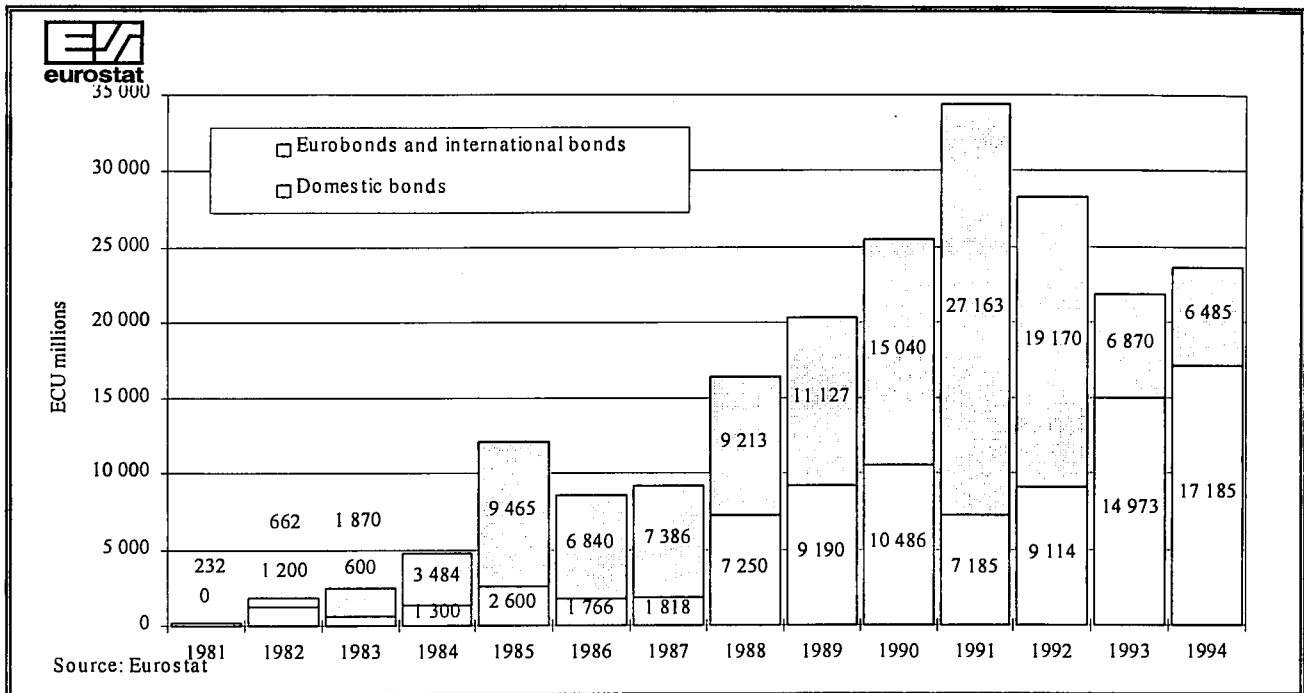
As mentioned in the previous section, the average amount cleared every day is around 50 billions of ECUs. This amount has followed a long term growing trend in the past few years even though this progression has not been perfectly smooth.

Graph 4
ECU clearing through the EBA/BIS system



Since the launching of the first ECU bond in April 1981, the bond market has reached maturity. Large issues are now available to the investor, with supranational and sovereign names representing the vast majority of volumes. In 1994, 77 bonds representing 23 billions of ECUs were issued. The current outstanding amount of ECU bonds is about 130 billions, which represents 3% of the world outstanding amount of bonds (same size as the Belgian and Dutch markets together).

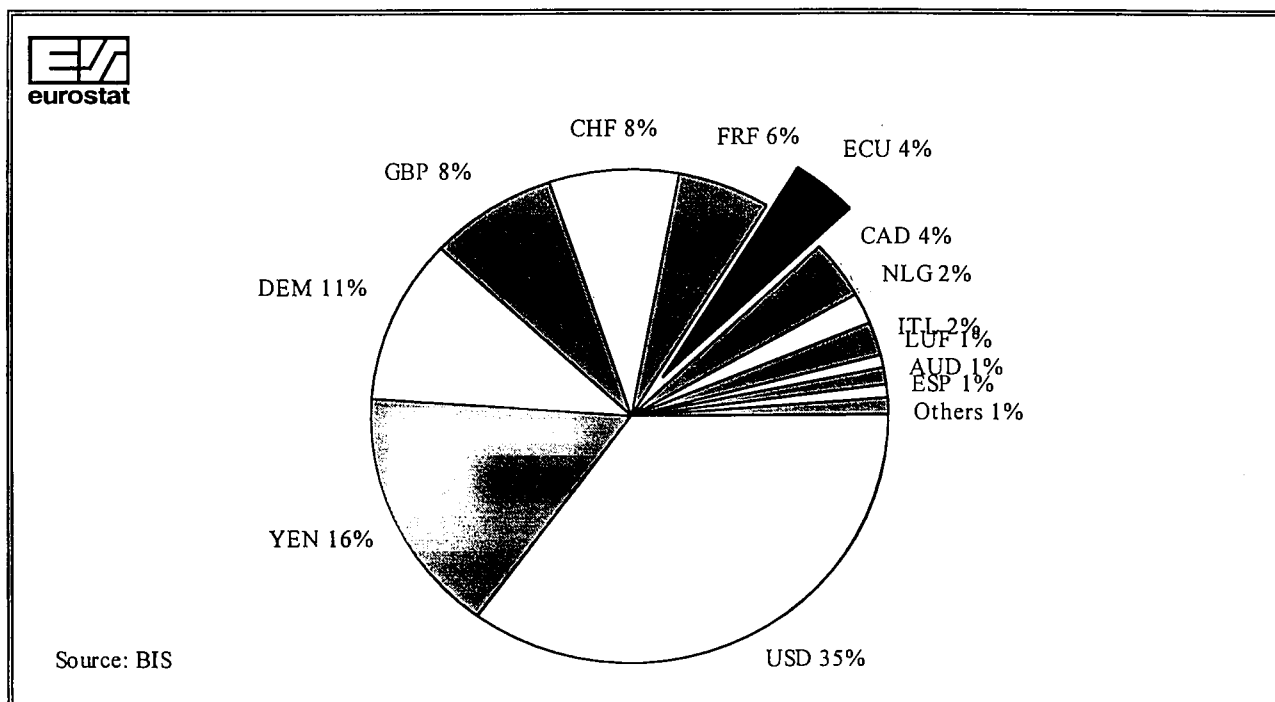
Graph 5
Volume of ECU bond issues since 1981 (in ECU millions)



The ECU bond market is mainly made up of euro-bonds as they represent 56% of the total (plus another 20% if domestic issues comparable to euros –such as the UK T-Notes and the French OATs– are taken into account). According to the BIS, the ECU has a 4% share in the global outstanding amount of international bonds and ranks number five in Europe.

NB: Euro-bonds are those bonds traded on the euro-market. They may be sold in several countries and are not compulsorily denominated in the currency of the country where they are marketed or in the currency of the country where the issuer is located. Euro-bonds also enjoy a special tax treatment as no withholding tax is levied on them.

Graph 6
Outstanding amounts of international bonds as of end 1994



If one considers the volumes of bonds traded through the international clearing houses Cedel and Euroclear in 1994, the ECU ranks number five behind the DEM, the USD, the NLG and the FRF. However, if euro-bonds are considered, the ECU ranks first in any single month of 1994, with a share of 11.2%.

Derivative markets have developed. ECU futures and options are traded on Liffe and Matif. Liffe trades a three-month interest rate contract whereas Matif markets an ECU bond contract. In 1994, 619,269 contracts were traded on Matif, with an average end of month open interest in excess of 8,500 contracts while 622,736 contracts changed hands on Liffe, with an average end of month open interest in excess of 27,000.

Short term securities in ECU are also traded. Given their short term nature, it is relevant to speak about outstanding amounts rather than gross issues. According to figures provided to EUROSTAT by Euroclear, euro-commercial paper in ECU had a market share of about 7% of the non-USD total market in 1994. Calculated on the same basis, the 1994 ECU market share in euronotes was about 20%.

An active banking market has developed. As of June 1994 (Source BIS), international positions in ECU of reporting banks vis-à-vis individual countries were of 182.6 billions of ECUs on the claims side and 180.4 billions of ECUs on the liabilities side. The majority of these claims and liabilities are inter-bank (See chapter VIII of ECUSTAT for details).

ii. Trading behaviour

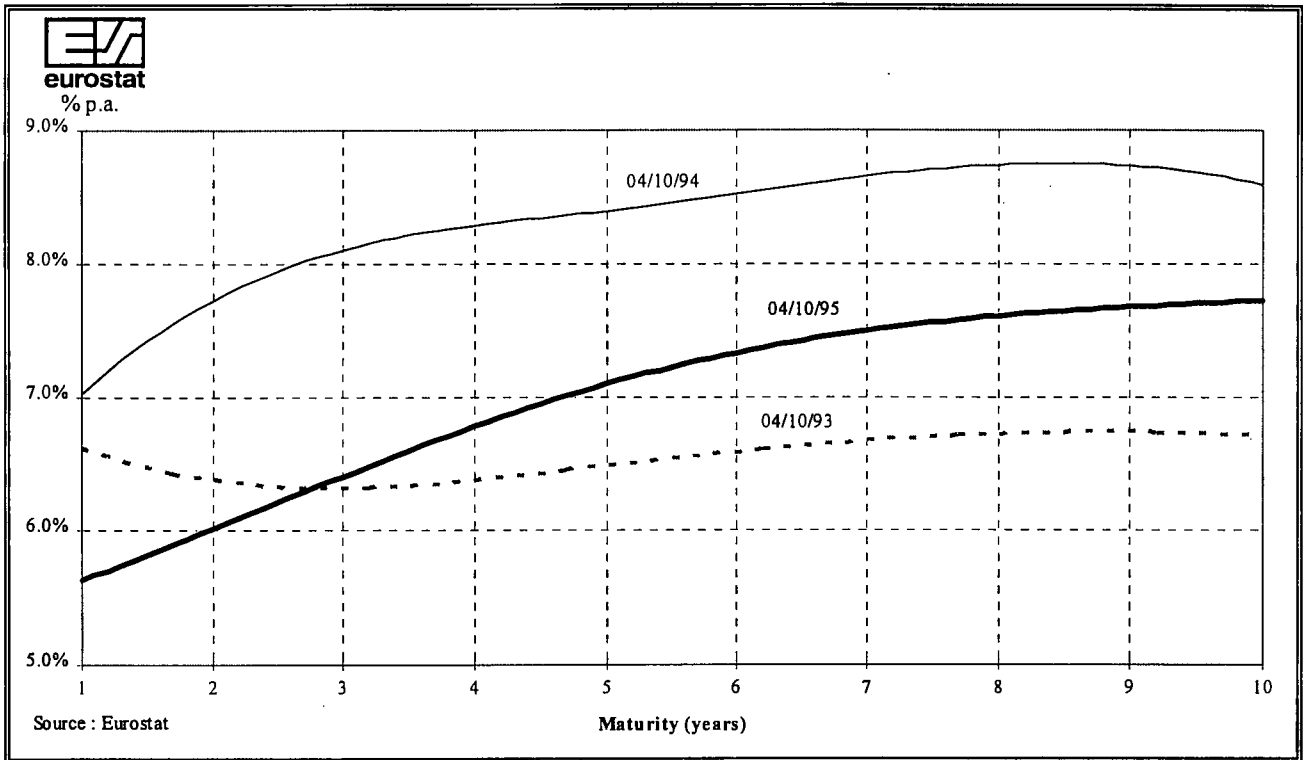
As it can be seen on graphs portraying actual/theoretical spreads, the actual ECU tends to cheapen against its basket definition (weighted average of component currencies) in times of EMS tensions caused by turmoil on the foreign exchange markets. For example, it was the case in July and August 1993, when the bands of the ERM were widened from $\pm 2.25\%$ to $\pm 15\%$. The value of the ECU is also influenced by political factors. It strengthens when the outlook for EMU improves –as in early 1991– and softens when EMU seems under threat, as at the time of the Danish "no".

Theoretical and actual ECU rates diverge for various reasons. Two of the most commonly observed factors are volatility in the currency markets and the state of the market sentiment of EMU. Such factors are not directly linked one to another and it is the combination of these separate factors that impacts on the spread.

The ECU bond market is often perceived as a spread market, in particular against the FRF and DEM curve. The DEM curve is of influence mainly because of the German currency weight in the ECU. FRF yields are important because the shape of its yield curve is often close to that of the ECU in terms of shape and absolute levels as well. Good arbitrage opportunities exist because the French Treasury issues both OATs denominated in FRF and in ECUs. Being very much a spread market, ECU bonds normally out-perform German "bunds" when the global trend is bullish, as in 1993, and underperform German straights when the context turns bearish (e.g. 1994). ECU bonds sometimes benefit from political uncertainties perceived in a member-state, as switches are made out of the country's currency into the ECU because investments in this currency are then considered safer given its basket nature.

In order to monitor ECU yields and help participants make comparisons with other bond markets, EUROSTAT has developed an ECU yield curve in collaboration with DG II (Economic and Financial Affairs) and DG XVIII (Credit and Investment). The results are available from the "ECU yield curve weekly report" and will soon be published daily by an information broker.

Graph 7
ECU Yield Curve



Activity on the ECU primary market depends to some extent on the opportunities provided by swaps. Issues of Italian CTEs once provided swap opportunities because of a 12.5% withholding tax that non-residents could be refunded.

ECU bonds are often cheap against swaps, which allows investors to buy triple-A debt and swap them at Libor or even Libor + levels. Just Libor is already a bargain as it normally reflects rates corresponding to average quality names, not triple-A signatures.

In the graph below, the spread between ECU yields and the corresponding swap yields is presented for year 1994. In descending order, the spread was wider for 5 years, then 3 years and 7 years. It is interesting to compare this to the table showing the maturity distribution of bonds issued in 1994, as it seems that the higher the yield/swap spread, the higher the volumes issued with this maturity.

Graph 8
Spreads between ECU swap rates and yields

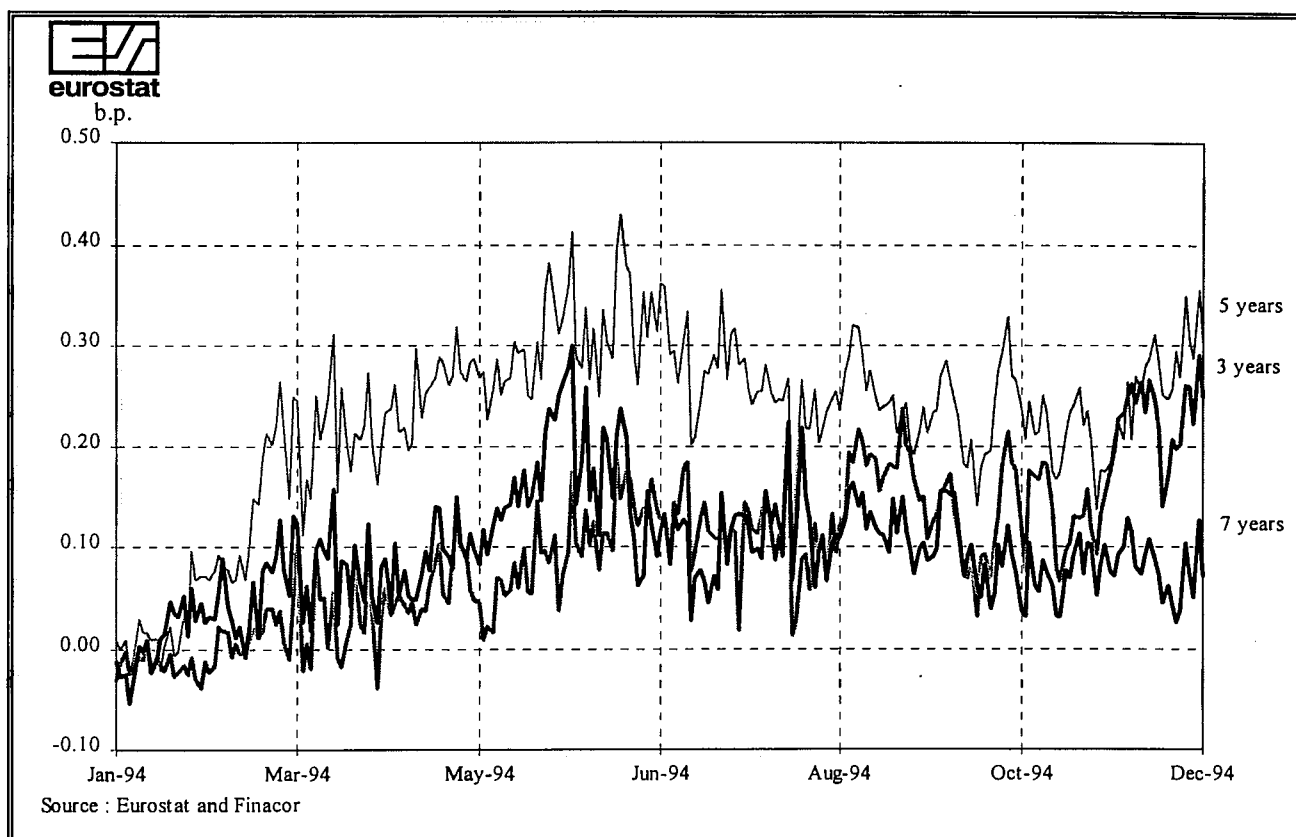



Table 2
ECU bond issues in 1994: distribution by maturity

 eurostat	number of issues	ECU billions	Percentage of total
0-3 years	21	3.1	13.42 %
3-5 years	37	13.2	57.14 %
5-7 years	11	2.6	11.26 %
more than 7 years	8	4.2	18.18 %

Source: Eurostat

4. Recompositions and realignments

i. Recompositions

The main purposes of recompositions were:

- to reset the relative weights of the component currencies
- to allow the currencies of new EEC-members to join the ECU (until 1993)

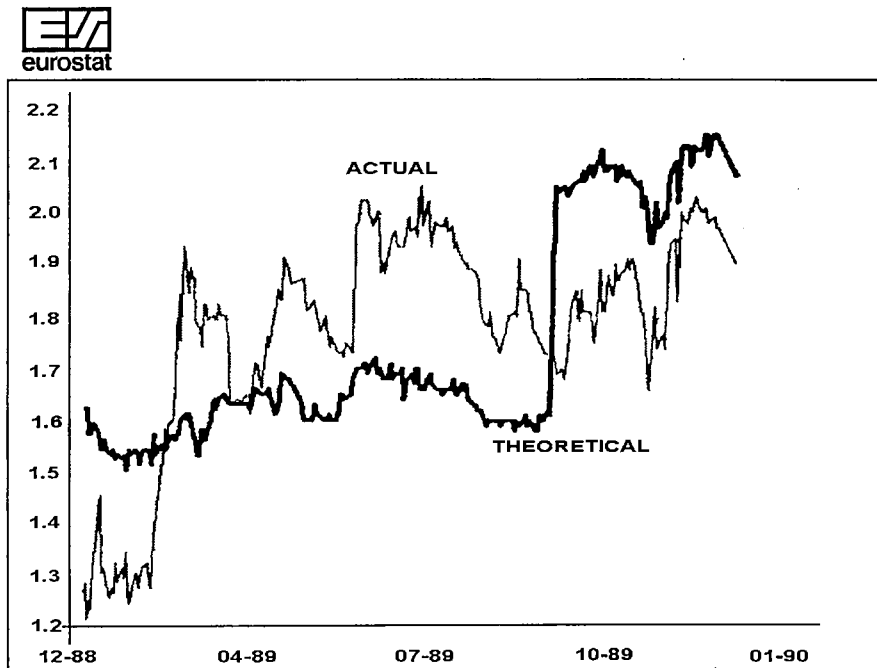
It is important to bear in mind that on recomposition dates the external value of the ECU had to remain unchanged, although the quantity of the various component currencies was revised.

To avoid increasing disparities between the theoretical and real composition of the ECU, the original text of the EMS instituted reviews every five years or on request if the weight of a money varied at least 25%. From a practical point of view, no revision occurred during the five years periods, whereas the weight of the GDR, for example, moved from 1.30% to 0.64% between the revisions of 1984 and 1989, a move of about 50%. The two recompositions that took place in September 1984 and September 1989 were made to coincide with the inclusion of the GDR and then of the PTA and the ESC in the ECU. It is worth remembering that at this time, all countries entering the EC had a right to have their currencies included in the ECU. As the weights of currencies in the ECU change over time due to exchange rates movements, one aim of the recompositions was to reset the weights at desired levels in terms of economic criteria.

Recompositions had effects on ECU interest rates and yields. The inclusion of new, high yielding currencies in the basket and the decrease of the weights of the strongest currencies, caused ECU interest rates and yields to edge higher around the days of recomposition.

- **First revision** (September 1984): Actual short term rates moved up 15 b.p., while the theoretical ECU rates calculated as weighted averages of the component currencies rose 70 b.p. In fact, the market had already anticipated the move and much of the interest rate rise took place in advance of the recomposition date.
- **Second revision** (September 1989): The weight of the Portuguese and Spanish economies together accounted for 7.5% of the total EC GNP so that the impact of including the ESC and the PTA in the ECU was likely to be significant. In order to preserve the stability of the ECU market, a two-step approach was agreed to allow market participants to adjust their positions to take into account the two new high yielding currencies entering the basket and the weight decrease of the strong currencies. On 22 May 1989, the new relative currency weights to calculate the new amounts were announced. Then, on 21 September, the new currency amounts entered into force. In fact, the market had anticipated the recomposition as early as February 1989. Actual ECU yields rose some 60 b.p. more than the corresponding theoretical yields.

Graph 9
10 year yield spread of ECU over DEM, actual & theoretical from Paribas



Source: Paribas

Recompositions of the ECU are now a matter of the past as the composition of the ECU has been frozen since the entry into force of the Treaty on European Union on November 1, 1993. This freezing of the ECU eliminates the risk inherent to recompositions. It has also other consequences, discussed later on in the present paper. From this date onwards, no new currency will be admitted in the basket (the 3 new member-states are not represented in the ECU). It also means that the quantity of each currency in the ECU will remain the same until the creation of a single European currency.

ii. Realignments

An EMS realignment takes place when one or several currencies participating to the ERM re-adjusts its central bilateral exchange rates upward or downward, in agreement with the other members in the system. A realignment changes the band in which a currency is allowed to move. When a currency is under pressure in the market, its bilateral rates with the strongest currencies in the system tend to move to the bottom of the allowed band. If supportive action (action on interest rates, interventions on the foreign exchange markets, etc.) proves to be insufficient, a realignment becomes necessary.

Effects of a realignment: the devalued currency is allowed to trade in a lower band and normally then stabilises at a level close to its new bilateral central rates. As a consequence, its contribution to the value of the ECU shrinks. Moreover, a realignment eliminates some uncertainty and reduces tension within the ERM, as the new limits are considered as safe, at least in the short run. This leads to buying of the weaker currencies in the system to take advantage of higher interest rates and yields while having a reduced exposure to exchange rate risk. That is why it is often the case that after a devaluation the weak currencies rise, at least in the short term, and their interest rates decrease.

5. Weights of the currencies (rationale, calculation, hardening)

The weights of the component currencies in the ECU are not fixed. The ECU is not defined in terms of weights but in terms of quantity of each currency in one ECU. Although the quantity of each currency in the ECU changed only at the time of recompositions (in 1984 and 1989), the weights fluctuate between the revisions whenever the exchange rates change, which means basically every day. Because of possible realignments in the EMS, the exchange rates are allowed to move outside the initial fluctuation limits imposed by the ERM. Therefore, the movements in the weights can be significant.


The weights in the ECU are meant to represent more or less the relative economic weight of the different countries whose currencies makes up the ECU. Three objective factors have been used as a proxy for the rather abstract concept of "economic" weight. These are:

- The relative weight of each country's GNP in the EC's GNP
- The share held by each country in intra-European trade
- The share of each country in the EC financial support mechanisms, in particular the EC budget

In practice, the actual weights which were agreed when there was a revision could be different from what was suggested by the 3 above-mentioned indicators.

Table 3

Weights of the countries in the EC economy and currency weights just after the 1989 revision


 eurostat	% of EC GNP	% of intra EC trade	% of EC financial mechanism	Weights after revision of 1989
Germany/DM	26.20	24.90	19.51	30.10
France/FRF	20.50	16.90	19.51	19.00
UK/UKL	15.50	12.70	19.51	13.00
Italy/ITL	17.60	12.10	13.00	10.15
Netherlands/HFL	5.00	11.80	6.50	9.40
UEBL/BLF	3.40	10.90	6.50	7.90
Spain/PTA	6.70	4.20	8.13	5.30
Denmark/DKR	2.40	2.40	2.91	2.45
Ireland/IEP	0.70	1.90	1.12	1.10
Portugal/ESC	0.80	1.30	1.63	0.80
Greece/DRA	1.10	1.00	1.68	0.80

NB: In order to avoid conjunctural developments influencing the 3 criteria, the calculations are made over a period of five years prior to the revision.

It is clear that the new weights for the currencies did not actually fit the economic weights. Due to other considerations of a financial, monetary and political nature, the DEM was granted a weight in the ECU higher than the economic weight of Germany such as measured by the standards of GNP, trade and contribution to the financial mechanisms. On the other hand, the UKL was given a weight in the ECU smaller than the size of the UK economy in the EC suggested.

As the composition of the ECU has been frozen, the quantity of each currency in the ECU is now fixed so that there is a tendency for the "strong" currencies to increase their weights in relative terms. When recompositions took place in the past, it was an opportunity to reduce the quantity in the ECU of the currencies that had appreciated, in order to bring their weights more into line with the weights aimed at following the above-mentioned economic approach. Now that such recompositions are precluded, nothing will stop this trend so that the strong currencies will be ever more represented whereas the weak currencies will experience a fall in their respective shares in the ECU.

Table 4
Evolution of the weights of 4 ECU component currencies

 eurostat	average Sept 1989	average Nov 1993	average March 1995
DEM	30.09%	32.52%	33.69%
FRF	19.02%	19.97%	20.30%
NLG	9.40%	10.20%	10.58%
BLF	7.90%	8.39%	8.97%
TOTAL	66.41%	71.08%	73.54%

Source: Eurostat

The hardening trend is clear: the total weight of the DEM, the FRF, the NLG and the BEF has not stopped rising since September 1989. Moreover, each of these 4 currencies taken individually has increased its weight. As ECU interest rates are mainly an average of the component currencies' interest rates weighted by their respective share in the ECU, ECU rates are likely to converge towards the rates prevailing for strong currencies, i.e. to decrease in relative terms. Another possible consequence is that the weights of the component currencies might be less and less representative of the relative sizes of the EC economies.

ANNEX 1

COMMISSION RECOMMENDATION

of 19 April 1994

**concerning the legal treatment of the ecu and of contracts denominated in ecu
in view of the introduction of the single European currency**

(94/284/EC)

...THE COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES

HEREBY RECOMMENDS

A

TITLE 1

REMOVING LEGAL OBSTACLES TO THE USE OF THE ECU

1. that the Member States ensure that the ecu is given, by legislation, the legal status of a foreign currency;
2. that the Member States ensure that the ecu is not discriminated, in their own legal systems, against the other currencies to which the same legal status is granted.

TITLE 2

LEGAL PROTECTION OF THE ECU

3. that the Member States extend to the ecu adequate legal protection.

TITLE 3

CONTINUITY OF CONTRACTS DENOMINATED IN ECU

4. that all the parties in contracts denominated in ecu or in other similar denominations or referring to the ecu or to other similar denominations should comply with the provisions contained in the Annex hereto;
5. that in case of doubt references in contracts to the ecu should be interpreted as meaning the ecu as defined in Community legislation.

ANNEX

1. This Annex applies to all parties to contracts denominated in ecu or making reference to the ecu, whether they are natural or legal persons.
2. For the purposes of this Annex the following definitions apply:
 - 'ecu' is the European currency unit to which Article 109 G of the Treaty establishing the European Community makes reference, both in its present composition as a basket of component currencies and in its future definition as a currency in its own right,
 - 'other similar denominations' are ecu, écu, Ecu, ECU, E.C.U. as well as any other wording used to make reference to the ecu as unit of account of the European Communities or to the ecu as denominator of the exchange rate mechanism.
 - 'ecu basket' is the ecu in its present composition as a basket of component currencies,
 - 'ecu as single currency' is the ecu in its future composition as a currency in its own right.
3. In all contracts denominated in ecu or in other similar denominations or making reference to the ecu or to other similar denominations, the contractual parties are deemed to make reference to the ecu as defined in Article 109 G of the Treaty establishing the European Community.
4. At the due time and in accordance with the procedures described in Article 109 G and in Article 109 L(4) of the Treaty establishing the European Community, every obligation to pay a sum in the ecu basket will be converted into an obligation to pay the same sum in ecu as single currency.

ANNEX 2

Explanatory note concerning new clauses in the prospectuses of loans and bonds of the European Communities

(94/C 130/05)


1. With the entry into force of the Treaty on European Union and the start of stage two of EMU, a new legal framework for loans and bonds of the European Communities is established and requires some changes to their terms and conditions.
2. The Treaty includes several rules concerning the composition of the ecu and its transformation into a single currency. According to Article 109 G, the currency composition of the ecu is frozen until the start of stage three of EMU. Article 109 G and Article 109 L (4) state that, at the starting date of stage three, the ecu will become a currency in its own right and that this measure shall by itself not modify the external value of the ecu, and consequently the conversion of the ecu in its composition as a basket of component currencies into the ecu as a currency in its own right will take place at the unitary rate 1:1. The same Article 109 L (4) makes clear that the ecu will substitute the national currencies and that monetary signs in ecus will be rapidly introduced. As a consequence, at the due time and in accordance with the procedures described in the Treaty, the currencies of the Member States participating in stage three will be replaced by the ecu.
3. As a consequence of the provisions contained in the Treaty on European Union, the Commission of the European Communities decided to modify some clauses in the terms and conditions of EC bonds and loans.
4. A new clause, 'monetary union', is inserted in bonds and loans which are denominated in currencies of the Member States. The clause states that the contractual parties acknowledge the fact that the currency of the contract could one day be replaced by the new single currency in application of the Treaty on European Union. As a consequence, the repayment of capital and payment of interest could well be legally effected in ecus. The implication of this clause is that, in this case, the replacement of the currency of the contract cannot be considered either as a breach of the contract or as an unexpected event giving rise to a modification of its terms and conditions.
5. The clauses defining the value of the ecu in bonds and contracts denominated in the European currency unit are slightly modified. Reference is made to Article 109 G of the Treaty establishing the European Community, which provides for the freezing of the currency composition of the ecu as well as the irrevocable fixing of the value of the ecu against the currencies participating in stage three of EMU, at the starting date of this stage. In respect of the clauses used by the Communities before the ratification of the Treaty on European Union, a new paragraph is inserted to ensure that, in any case, the nominal continuity of obligations to pay a sum of ecus is guaranteed throughout the process leading to full monetary union.
6. The above mentioned changes in prospectuses for bonds and loans are a first step towards the progressive change and adaptation of legal documents produced by Community institutions to the new situation resulting from the start of stage two of EMU. Further modifications and adjustments in the future cannot be excluded.

L'ÉCU

I. INTRODUCTION

L'écu est officiellement créé en décembre 1978. Le 5 décembre, le Conseil des Communautés européennes se réunit et convient de la création du SME (Système monétaire européen) visant à créer "une zone de stabilité monétaire". L'acte de naissance du SME caractérise l'écu comme la pierre angulaire du système. Dans un règlement daté du 18 décembre 1978 (CEE 3180/78), l'écu est défini comme étant un panier de montants fixes de chaque monnaie des États membres. Ces montants ont été révisés ultérieurement le 17 décembre 1984 et le 21 décembre 1989.

Tableau 1
Composition du panier de l'écu

 eurostat 03/07/1979	17/09/1984	21/09/1989
0.828 DM	0.719 DM	0.6242 DM
1.15 FF	1.31 FF	1.332 FF
0.286 HFL	0.256 HFL	0.2198 HFL
3.66 BFR	3.71 BFR	3.301 BFR
0.14 LFR	0.14 LFR	0.13 LFR
109 LIT	140 LIT	151.8 LIT
0.217 DKR	0.219 DKR	0.1976 DKR
0.00759 IRL	0.00871 IRL	0.008552 IRL
0.0885 UKL	0.0878 UKL	0.08784 UKL
	1.15 DR	1.44 DR
		6.885 PTA
		1.393 ESC

Source: Eurostat

II. L'ÉCU OFFICIEL ET L'ÉCU PRIVÉ

1. L'écu officiel

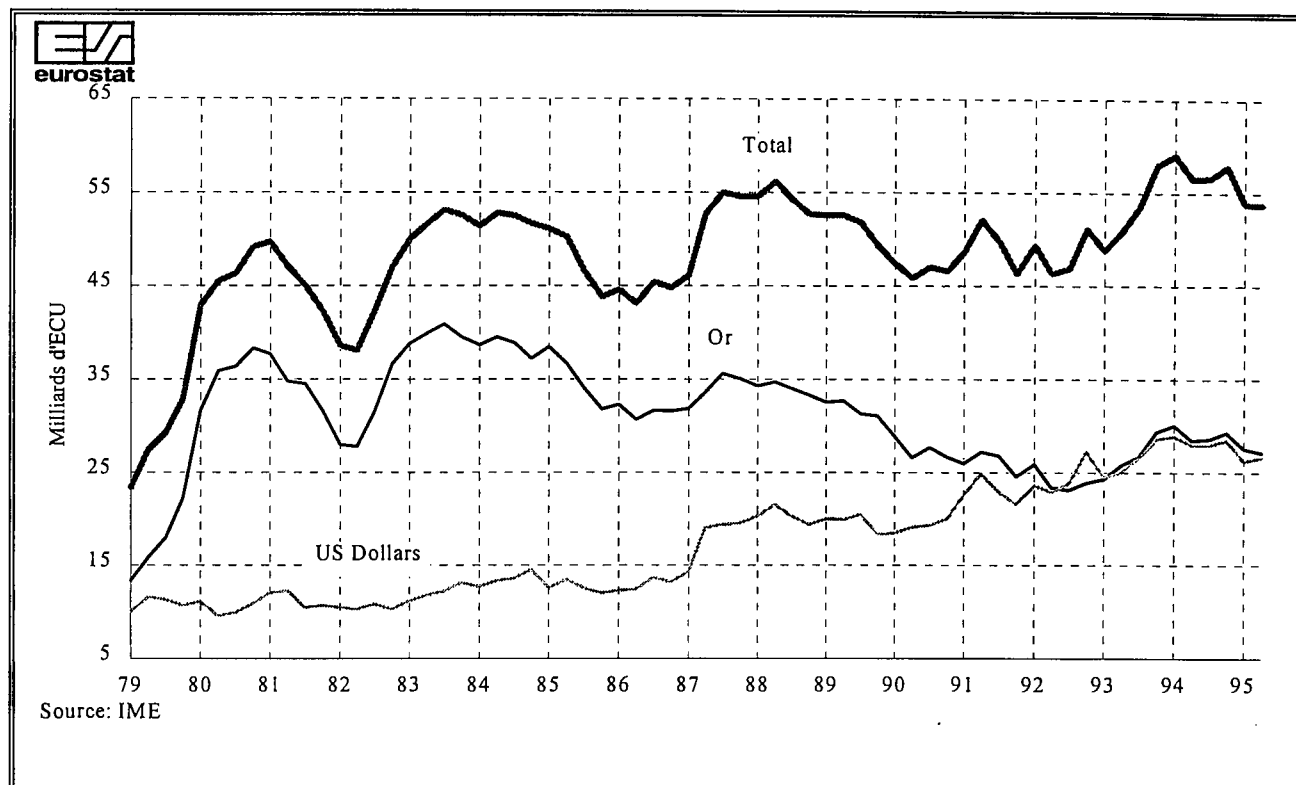
L'écu joue un rôle central dans le SME. Le texte officiel créant le SME décrit 4 fonctions fondamentales pour l'écu:

- Unité de compte ou numéraire pour le MTC (mécanisme de taux de change), c'est-à-dire le dénominateur pour les parités de taux de change. La valeur de chaque monnaie participant au MTC est fixée par référence à un dénominateur commun, l'écu, sous la forme d'un taux central à partir duquel sont obtenus les taux bilatéraux entre les différentes monnaies. Cette série est connue sous le nom de "grille de parités".
- Base pour l'indicateur de divergence
- Unité de compte pour les opérations concernant les mécanismes d'intervention et les facilités de prêt à court terme du FECOM (de l'IME depuis le 1er janvier 1994). Les créances et les engagements créés par des interventions multilatérales dans des monnaies de la Communauté sur le marché des changes sont comptabilisés en écus.
- Unité de paiement dans les transactions entre les institutions monétaires de la Communauté européenne.

Les écus utilisés dans le SME sont appelés écus **officiels**. L'écu officiel est une unité de compte et une monnaie de réserve mais elle n'a aucun cours libératoire. À aucun moment, une institution monétaire ne peut émettre ces écus sur le marché privé.

Les écus officiels sont créés par l'IME contre de l'or et des réserves en USD des banques centrales des membres du SME qui transfèrent à l'Institut 20% de leurs réserves en USD et en or. Ces transferts ont lieu dans le cadre d'accords de swap renouvelables à 3 mois.

Graphique 1
Opérations de swap (or, USD/écus) des banques centrales CE avec l'IME



La nature court terme de ces accords garantit que des ajustements puissent être faits régulièrement pour tenir compte des mouvements des réserves de la banque centrale, des variations du prix de l'or et du taux de change du dollar par rapport à l'écu.

2. L'écu privé

Au moment de sa création en 1978, l'écu était seulement censé jouer un rôle dans le SME et était créé pour un usage officiel réservé uniquement aux banques centrales de la Communauté. Cependant, les opérateurs du marché privé ont décidé de libeller des créances et des engagements dans une unité de compte définie de la même manière que l'écu officiel. Par exemple, tout prospectus de titre en écus mentionne que l'unité utilisée est "équivalente à la valeur de l'écu qui est utilisé dans le SME". Pour des informations juridiques sur la définition de l'ECU, la continuité des contrats libellés en ECUs et les nouvelles clauses dans les prospectus des emprunts et obligations des Communautés Européennes (en particulier la clause "union monétaire"), prière de se référer aux Annexes 1 et 2.

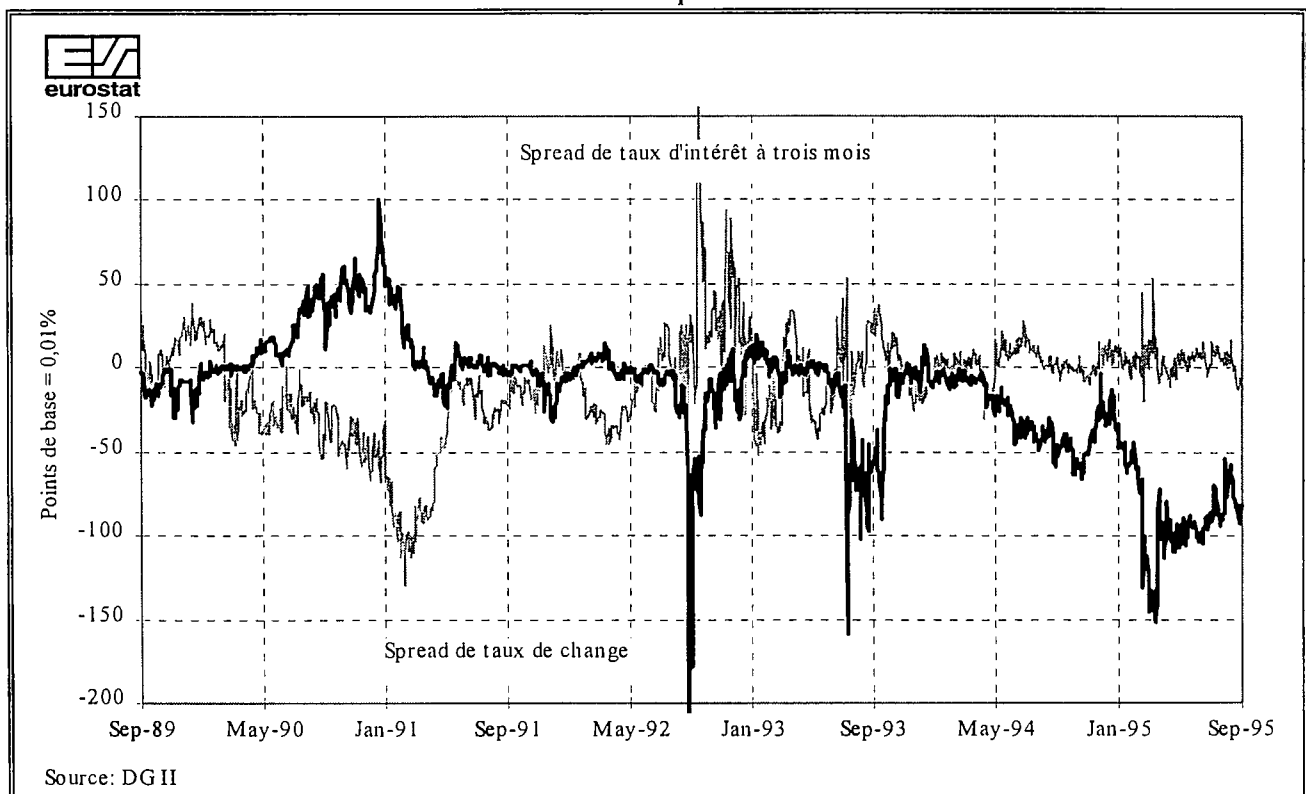
Cet écu, traité sur les marchés, est appelé écu **privé**. On notera que l'écu privé a modifié sa composition exactement de la même manière que l'écu officiel dans les différentes recompositions. Bien que les écus officiels et privés aient la même définition, il n'y a aucun moyen de conversion de l'un dans l'autre.

L'adoption de la définition de l'écu par le secteur privé reflète les attentes de l'UME mais également le besoin pour l'Europe d'une monnaie unique. La nature de panier de l'écu atténue les fluctuations de change tandis que sa composition est principalement déterminée par des critères économiques objectifs. Pour une société opérant à l'échelle CE, il peut être judicieux de tenir ses comptes en écus, de détenir des créances et des engagements en écus ou bien de facturer ses clients en écus si la structure monétaire de ses recettes et paiements correspond largement à la structure de l'écu.

Par définition, l'écu (tant officiel que privé) est un panier de monnaies ou une monnaie composite. Néanmoins, il faut retenir que ce qui est traité sur le marché est l'écu en tant que tel et non le panier de monnaies qui le composent. Ainsi, les taux de change et d'intérêt de l'écu tendent à s'aligner sur ceux du panier (moyennes pondérées). Cependant, sous certaines conditions, par exemple des marchés des changes volatiles, l'écart entre les taux théoriques et ceux de l'ECU marché peut s'élargir. Quand ceci se produit, des opérateurs prennent des positions en ECU contre les devises composantes ou inversement (les "basket-makers", en général membres de l'Association Bancaire pour l'ECU), rapprochant ainsi les deux types de taux tout en réalisant un profit. Au cours de 1995 cependant, l'écart entre taux théoriques et taux de l'ECU marché s'est initialement élevé jusqu'à 152 points de base (fin mars) avant de redescendre pour fluctuer aux alentours de 100 points de base (sa bande de fluctuation normale étant de +/- 20 points de base. Il apparaît que la plupart des basket-makers ont modifié la gestion de leurs positions en ECU/monnaies composantes, et que certains d'entre eux ne souhaitent plus maintenir des positions ouvertes pendant de longues périodes. La raison en est que, bien que de telles positions généreraient des profits à la fin de la Phase Deux de l'UEM, l'incertitude quant à la date exacte de cet événement reste trop élevée. Ils préfèrent réaliser un profit en fermant leurs positions quand l'écart a diminué suffisamment. Ceci contribue alors à la volatilité de l'écart.

Graphique 2

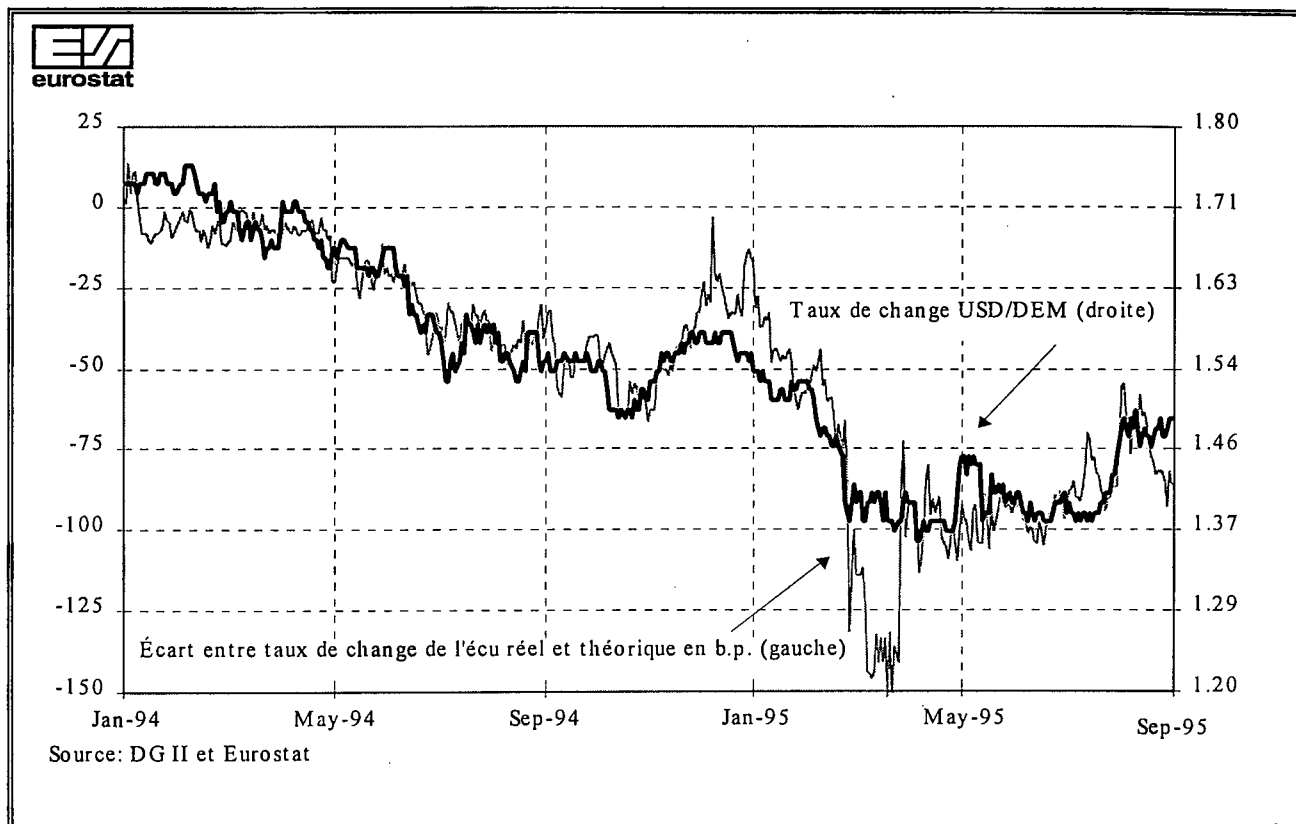
Écart entre taux de change de l'écu réel et théorique et écart entre taux d'intérêt de l'écu à 3 mois réel et théorique



Source: DG II

Graphique 3

Écart entre taux de change de l'écu réel et théorique (en p. de b.) et évolution du taux USD/DEM



L'utilisation de n'importe quelle monnaie peut être analysée en termes de fonctions de la monnaie. L'écu est utilisé comme:

- **une unité de compte** par les institutions CE et un certain nombre de sociétés surtout pour la comptabilité interne du groupe. Les institutions européennes telles que la Commission, le Parlement ou le Conseil ont des budgets libellés en écus. En outre, elles règlent les dettes à leurs fournisseurs principalement en écus.
- **un moyen d'échange** sur les marchés des capitaux et dans le secteur bancaire. L'écu est utilisé comme toute autre monnaie sur le marché. Les positions internationales des banques en écus totalisaient environ 180 Mrd d'écus en juin 1994 (source: Banque des règlements internationaux). Les montants compensés quotidiennement par le système ABE représentent en moyenne 50 Mrd d'écus (source: Association Bancaire pour l'Ecu).
- **une réserve de valeur** pour des produits financiers tels que les titres ou les notes. Ceci représente le développement le plus visible de l'écu. En 1994, l'encours des titres internationaux libellés en écus représentait 4% de l'encours global des titres internationaux. Un grand nombre d'instruments en écus sont activement traités, p.ex. les obligations, le papier euro-commercial, les bons du trésor, les swaps, les certificats de dépôt, etc.

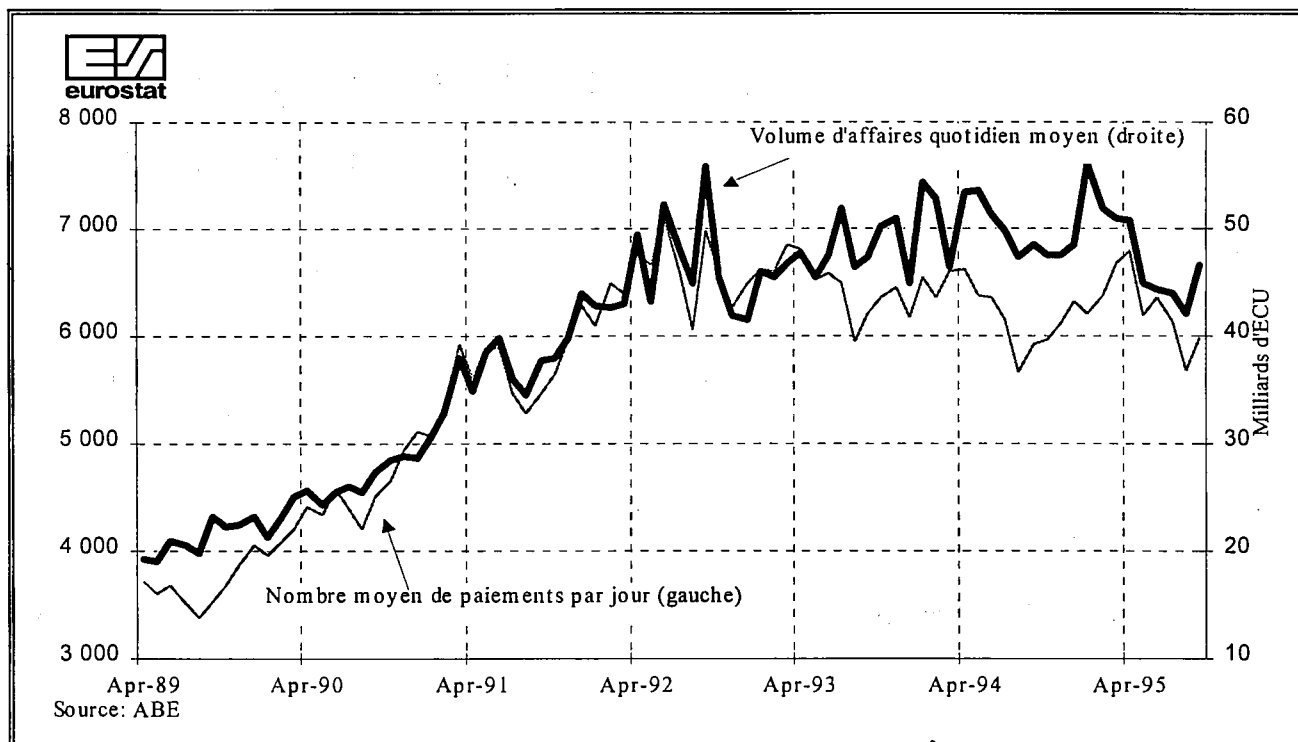
3. Les marchés financiers de l'écu: volumes et comportement du négoce

i. Volumes

Un certain nombre de chiffres et d'informations sont utiles pour comprendre le développement de l'écu sur les marchés financiers. En effet, si l'utilisation commerciale de l'écu a eu un développement relativement modeste dû à l'absence d'utilisateurs finaux, l'écu a gagné le statut d'une grande monnaie internationale pour libeller des produits et des transactions financières.

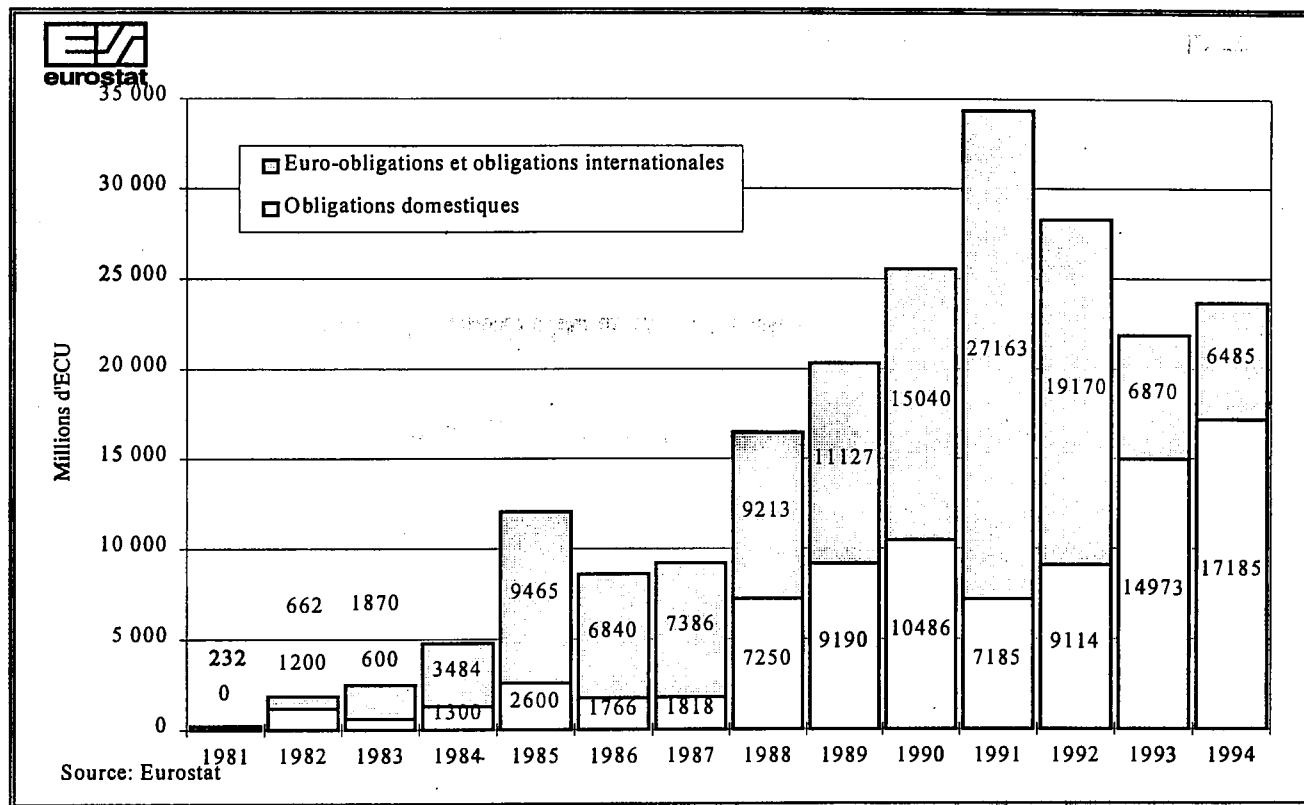
Comme il est rappelé dans la section précédente, le montant moyen compensé chaque jour est d'environ 50 Mrd d'écus. Ce montant a suivi une tendance haussière à long terme au cours des dernières années, même si cette progression n'a pas été parfaitement régulière.

Graphique 4
Compensation de l'écu dans le système ABE/BRI



Depuis le lancement du premier titre en écus, en avril 1981, le marché obligataire a atteint sa maturité. De grandes émissions sont désormais accessibles à l'investisseur et les émetteurs supranationaux et souverains représentent la grande majorité des volumes. En 1994, 77 obligations représentant 23 Mrd d'écus ont été émises. L'encours actuel des obligations en écus s'élève à environ 130 Mrd, ce qui représente 3% de l'encours mondial d'obligations (taille équivalente aux marchés belge et néerlandais réunis).

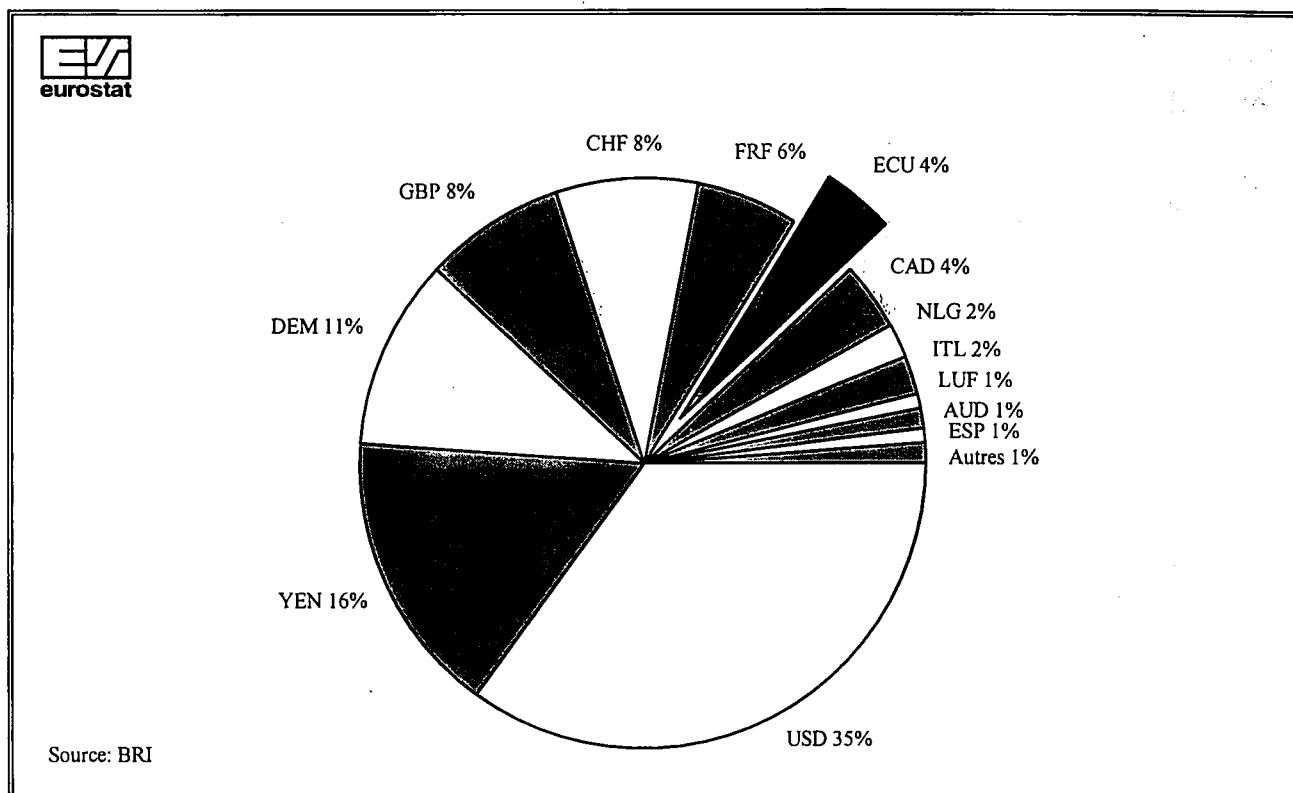
Graphique 5
Volume des émissions d'obligations en écus depuis 1981



Le marché obligataire en écus est principalement constitué d'euro-obligations qui représentent 56% du total (plus une autre part de 20% si l'on tient compte des émissions nationales comparables aux euro-émissions telles que les notes T RU et les OAT françaises). Selon la BRI, l'écu représente 4% de l'encours global des obligations internationales et se classe au 5e rang en Europe.

NB: Les euro-obligations sont les obligations traitées sur l'euro-marché. Elles peuvent être vendues dans plusieurs pays et ne sont pas forcément libellées dans la monnaie du pays où elles sont commercialisées ou dans la monnaie du pays où l'émetteur est situé. En outre, les euro-obligations bénéficient d'un traitement fiscal spécial étant donné qu'elles ne font pas l'objet d'un prélèvement à la source.

Graphique 6
Encours des obligations internationales fin 1994



Si l'on considère les volumes d'obligations traités par les organismes de compensation internationaux Cedel et Euroclear en 1994, l'écu se classe au cinquième rang derrière le DM, l'USD, le NLG et le FRF. Cependant, si l'on considère les euro-obligations, l'écu se classe au premier rang pour chacun des mois de 1994, avec une part de 11,2%.

Les marchés dérivés se sont développés. Les contrats à terme et les options en écus sont traités sur le Liffe et sur le Matif. Le Liffe traite un contrat de taux d'intérêt à trois mois et le Matif un contrat obligataire en écus. En 1994, 619 269 contrats ont été traités sur le Matif avec une position ouverte moyenne à la fin du mois de plus de 8 500 contrats, tandis que sur le Liffe 622 736 contrats ont changé de main avec une position ouverte moyenne à la fin du mois supérieure à 27 000 contrats.

Les titres à court terme en écus sont également traités. Étant donné leur nature à court terme, il est intéressant de parler de l'encours plutôt que d'émissions brutes. D'après les chiffres fournis à Eurostat par Euroclear, le papier euro-commercial en écus a une part de marché d'environ 7% du marché total non USD en 1994. Calculée sur la même base, la part de marché de l'écu en 1994 en euro-notes était d'environ 20%.

Un marché bancaire actif s'est développé. En juin 1994 (source BRI), les positions internationales en écus des banques déclarantes vis-à-vis des différents pays s'élevaient à 182,6 Mrd d'écus du côté des créances et à 180,4 millions d'écus du côté des engagements. La majorité de ces créances et engagements sont interbancaires (voir chapitre VIII de ECUSTAT pour les détails).

ii. Comportement du négoce

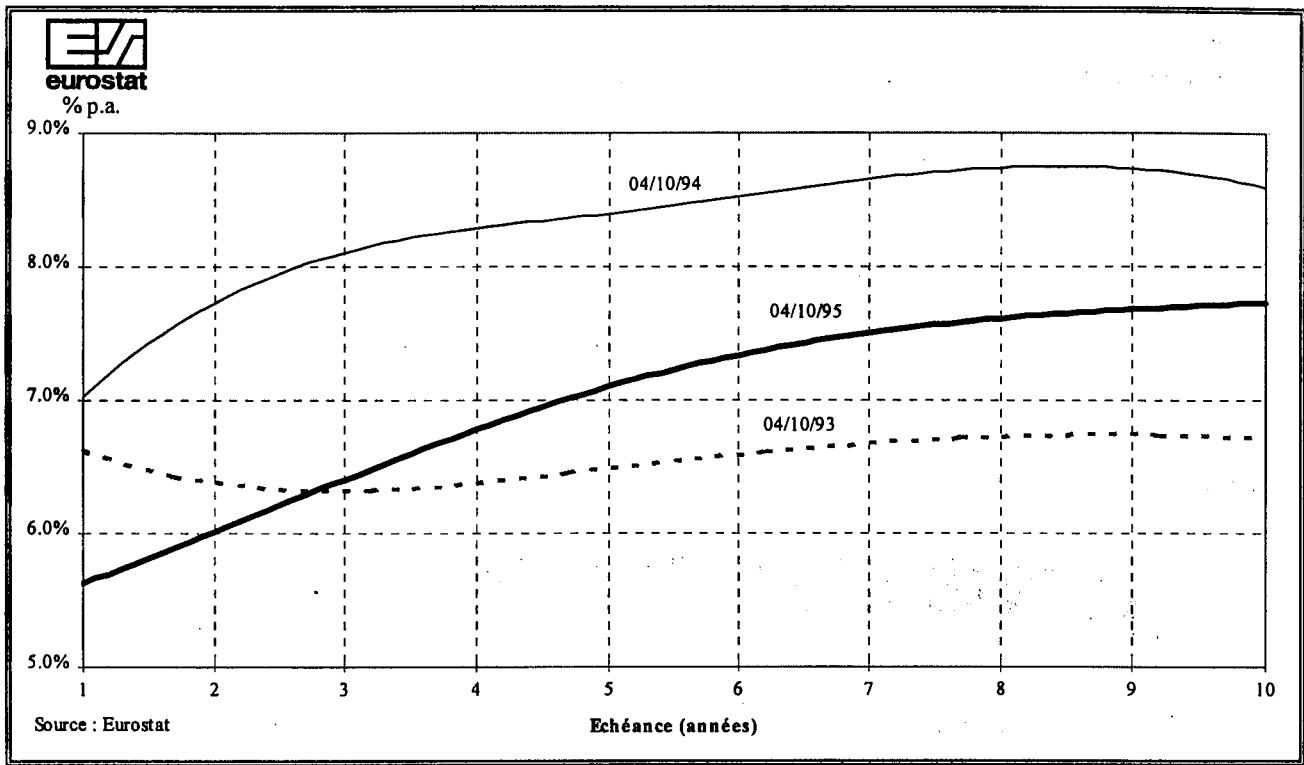
Comme on peut le voir sur les graphiques représentant les spreads effectifs/théoriques, l'écu effectif tend à baisser contre sa définition panier (moyenne pondérée de monnaies composantes) en période de tension sur le SME causée par l'agitation sur les marchés des changes. Par exemple, ce fut le cas en juillet et août 1993 lorsque les marges de fluctuation du MTC ont été élargies de $\pm 2,25\%$ à $\pm 15\%$. La valeur de l'écu est aussi influencée par des facteurs politiques. Il se raffermi lorsque les perspectives de l'UME s'améliorent – comme au début de 1991 – et s'affaiblit lorsque l'UME semble menacée comme à l'époque du "non" danois.

Les taux théoriques et réels de l'ECU divergent pour des raisons variées. Deux des facteurs les plus communément observés sont la volatilité du marché des devises et le sentiment du marché quant à l'UEM. De tels facteurs ne sont pas directement liés l'un à l'autre et c'est la combinaison de ces facteurs distincts qui se répercute sur l'écart.

Le marché obligataire de l'écu est souvent considéré comme un marché de spread, en particulier contre la courbe FRF et DEM. La courbe DEM a une influence surtout à cause du poids de la monnaie allemande dans l'écu. Les rendements du FRF sont importants parce que la forme de sa courbe de rendement est souvent proche de celle de l'écu en termes de tracés et de niveaux absolus. De bonnes opportunités d'arbitrage existent du fait que le Trésor français émet des OAT libellées en FRF et en écus. Étant en grande partie un marché de spread, les obligations en écus surperforment normalement les bunds allemands lorsque la tendance générale est haussière, comme en 1993, et sousperforment les obligations allemandes à taux fixe lorsque le contexte est baissier (p.ex. en 1994). Les obligations en écus bénéficient parfois des incertitudes politiques perçues dans un État membre, par exemple des arbitrages de la monnaie d'un pays en faveur de l'écu parce que les investissements dans cette monnaie sont considérés plus sûrs étant donné sa nature composite.

Pour surveiller les rendements de l'écu et aider les intervenants à faire des comparaisons avec d'autres marchés obligataires, Eurostat a développé en collaboration avec la DG II (Direction Générale des Affaires Economiques et Financières) et la DG XVIII (Direction Générale Crédit et Investissement), une courbe de rendement de l'écu. Les résultats figurent dans le "Rapport hebdomadaire de la courbe de rendement de l'écu" et seront bientôt publiés quotidiennement par une agence d'information.

Graphique 7
Courbe de Rendement de l'ECU



L'activité sur le marché primaire de l'écu dépend, dans une certaine mesure, des opportunités présentées par les opérations de swap. Les émissions de CTE italiens ont présenté à une époque des possibilités de swap en raison du remboursement possible aux non-résidents de la retenue à la source de 12,5%.

Les obligations en écus sont souvent bon marché contre les swaps, ce qui permet aux investisseurs d'acheter des dettes triple A et de les swapper contre Libor ou même Libor + . Libor uniquement est déjà une bonne opération étant donné qu'il reflète normalement des taux correspondant à des signatures de qualité moyenne, et non des signatures triple A.

Dans le graphique suivant, l'écart entre les rendements de l'écu et les rendements du swap correspondant est présenté pour l'année 1994. En ordre décroissant, le spread était plus large pour 5 ans que pour 3 et 7 ans. Il est intéressant de comparer ceci au tableau montrant la répartition des échéances d'obligations émises en 1994 car il semble montrer que plus l'écart rendement/swap est élevé, plus les volumes émis avec cette échéance sont élevés.

Graphique 8
Spreads between ECU swap rates and yields

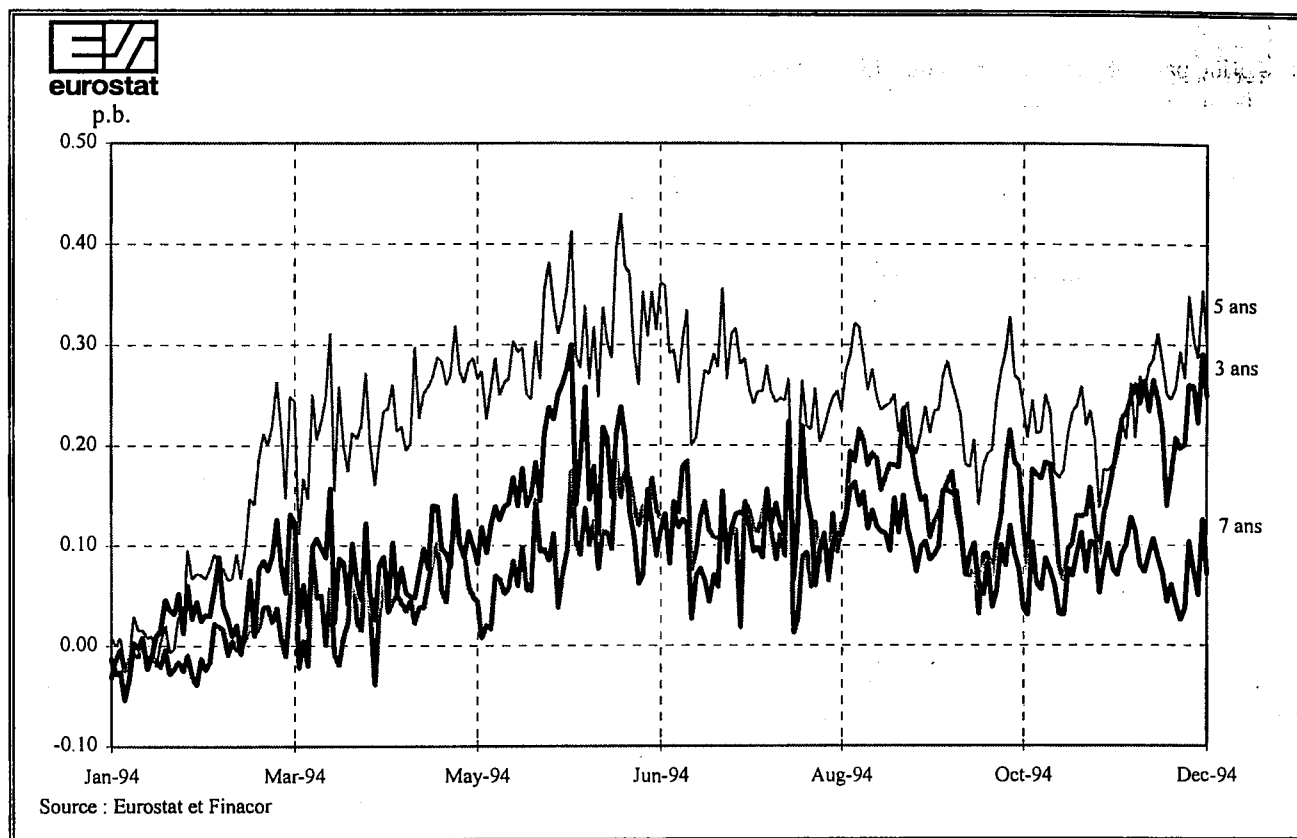



Tableau 2
Émissions obligataires en écus en 1994: répartition par échéance

 eurostat	Nombre d'émissions	Mrd d'écus	Pourcentage du total
0-3 ans	21	3.1	13.42 %
3-5 ans	37	13.2	57.14 %
5-7 ans	11	2.6	11.26 %
plus de 7 ans	8	4.2	18.18 %

Source: Eurostat

4. Recompositions et réalignements

i. Recompositions

Les principaux objectifs des recompositions étaient:

- de rétablir les poids relatifs des monnaies composantes
- de permettre aux monnaies des nouveaux États membres de rentrer dans l'écu (jusqu'en 1993).

Il est important de remarquer qu'aux dates de recomposition, la valeur externe de l'écu est demeurée inchangée, bien que la quantité des différentes monnaies composantes était modifiée.

Pour éviter des disparités croissantes entre la composition théorique et réelle de l'écu, le texte original du SME a prévu des révisions tous les 5 ans ou sur demande si le poids d'une monnaie variait d'au moins 25%. Pratiquement aucune révision n'a eu lieu au cours des périodes de 5 ans, alors que le poids de la DRA, par exemple, est passé de 1,30% à 0,64% entre les révisions de 1984 et de 1989, une variation d'environ 50%. Les deux recompositions qui ont eu lieu en septembre 1984 et septembre 1989 ont été réalisées pour coïncider avec l'inclusion de la DRA et ensuite de la PTA et de l'ESC dans l'écu. Il est intéressant de rappeler qu'à cette époque, tous les pays adhérant à la CE avaient le droit d'avoir leur monnaie intégrée à l'écu. Étant donné que les poids des monnaies dans l'écu varient dans le temps en raison des mouvements des taux de change, les recompositions avaient notamment pour objectif de réviser les poids au niveau souhaité en termes de critères économiques.

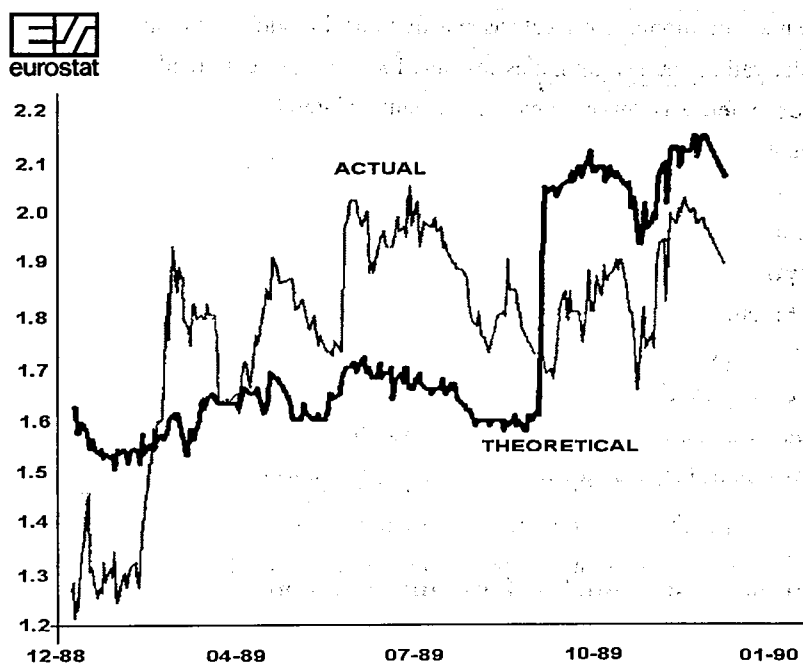
Les recompositions ont eu des effets sur les taux d'intérêt et les rendements de l'écu. L'inclusion de nouvelles monnaies à haut rendement dans le panier et la diminution des poids des monnaies les plus fortes ont fait monter les taux d'intérêt et les rendements de l'écu aux alentours des jours de recomposition.

- **Première révision** (septembre 1984): les taux réels à court terme ont gagné 15 p. de b. tandis que les taux théoriques de l'écu calculés en tant que moyennes pondérées des monnaies composantes ont gagné 70 p. de b. En fait, le marché avait déjà anticipé le mouvement et une grande partie de la hausse du taux d'intérêt avait eu lieu avant la date de recomposition.
- **Seconde révision** (septembre 1989): le poids des économies portugaises et espagnoles représentait ensemble 7,5% du total du PNB CE de sorte que l'impact de l'inclusion de l'ESC et de la PTA dans l'écu n'était pas négligeable. Afin de préserver la stabilité du marché de l'écu, une approche en deux étapes était convenue pour permettre aux intervenants d'ajuster leurs positions pour tenir compte des deux nouvelles monnaies à haut rendement intégrant le panier et de la perte de poids des monnaies fortes. Le 22 mai 1989, les nouveaux poids relatifs des monnaies pour calculer les nouveaux montants étaient annoncés. Le 21 septembre, les nouveaux montants de monnaies sont entrés en vigueur. En fait, le marché avait anticipé la recomposition dès février 1989. Les taux réels de l'écu ont augmenté de quelque 60 p. de b. de plus que les rendements théoriques correspondants.

Graphique 9

monnaie-égale-50-0

Écart de rendement à 10 ans entre l'écu et le DEM, actuel et théorique de Paribas



Source: Paribas

Les recompositions de l'écu font désormais partie du passé étant donné que la composition de l'écu a été gelée depuis l'entrée en vigueur du traité sur l'Union le 1er novembre 1993. Ce gel de l'écu élimine le risque inhérent aux recompositions. Il a également d'autres conséquences qui sont examinées plus loin dans le présent document. À partir de cette date, aucune nouvelle monnaie ne sera admise dans le panier (les trois nouveaux États membres ne sont pas représentés dans l'écu). Cela signifie aussi que la quantité de chaque monnaie dans l'écu restera la même jusqu'à la création de la monnaie unique européenne.

ii. Réalignements

Un réalignement du SME a lieu lorsque l'une ou plusieurs monnaies participant au MTC réajustent leurs taux de change bilatéraux centraux à la hausse ou à la baisse en accord avec les autres membres du système. Un réalignement modifie le couloir dans lequel une monnaie est autorisée à fluctuer. Lorsqu'une monnaie est soumise à des pressions sur le marché, ses taux bilatéraux avec les monnaies les plus fortes du système tendent vers le plancher de la marge autorisée. Si une action de défense (interventions sur les taux d'intérêt, sur les marchés des changes) se montre insuffisante, un réalignement devient nécessaire.

Les effets d'un réalignement: la monnaie dévaluée est autorisée à se traiter dans une marge plus basse et normalement se stabilise ensuite à un niveau proche de ses nouveaux taux centraux bilatéraux. En conséquence, sa contribution à la valeur de l'écu se rétrécit. En outre, un réalignement élimine certaines incertitudes et réduit les tensions à l'intérieur du SME étant donné que les nouvelles limites sont considérées comme sûres, à tout le moins à court terme. Cela conduit à acheter les monnaies faibles du système pour tirer avantage des taux d'intérêt et des rendements plus élevés tout en réduisant le risque de taux de change. C'est pourquoi, souvent après une dévaluation, les monnaies faibles se raffermissent tout au moins à court terme et que leurs taux d'intérêt baissent.

5. Les poids des monnaies (rationalité, calcul, durcissement)

Les poids des monnaies composantes dans l'écu ne sont pas fixes. L'écu n'est pas défini en termes de poids mais en termes de quantité de chaque monnaie dans un écu. Bien que la quantité de chaque monnaie dans l'écu ait changé uniquement à l'époque des recompositions (en 1984 et en 1989), les poids fluctuent entre les révisions lorsque les taux de change se modifient, c'est-à-dire, en principe chaque jour. En raison des réalignements possibles dans le SME, les taux de change sont autorisés à varier à l'extérieur des limites de fluctuation initiales imposées par le MTC. C'est pourquoi les mouvements dans les poids peuvent être importants.


Les poids dans l'écu ont pour objet de représenter plus ou moins le poids économique relatif des différents pays dont les monnaies composent l'écu. Trois facteurs objectifs ont été utilisés pour représenter le concept plutôt abstrait de poids "économique". Ce sont:

- le poids relatif du PNB de chaque pays dans le PNB de la CE
- la part détenue par chaque pays dans le commerce intra-européen
- la part de chaque pays dans les mécanismes de support financier CE, en particulier le budget CE.

En pratique, les poids réels qui ont été convenus lors d'une révision pourraient être différents de ceux suggérés par les trois indicateurs susmentionnés.

Tableau 3

Poids des pays dans l'économie CE et poids des monnaies juste après la révision de 1989


 eurostat	% du PNB CE	% du commerce CE intra	% du mécanisme financier CE	Poids après révision de 1989
Allemagne/DM	26.20	24.90	19.51	30.10
France/FRF	20.50	16.90	19.51	19.00
RU/UKL	15.50	12.70	19.51	13.00
Italie/ITL	17.60	12.10	13.00	10.15
Pays-Bas/HFL	5.00	11.80	6.50	9.40
UEBL/BLF	3.40	10.90	6.50	7.90
Espagne/PTA	6.70	4.20	8.13	5.30
Danemark/DKR	2.40	2.40	2.91	2.45
Irlande/IEP	0.70	1.90	1.12	1.10
Portugal/ESC	0.80	1.30	1.63	0.80
Grèce/DRA	1.10	1.00	1.68	0.80

NB: Afin d'éviter des développements conjoncturels influençant les trois critères, les calculs sont effectués sur une période de 5 ans précédant la révision.

Il est clair que les nouveaux poids pour les monnaies n'ont pas réellement correspondu aux poids économiques. Pour d'autres considérations de nature financière, monétaire et politique, on a accordé au DEM un poids dans l'écu supérieur au poids économique de l'Allemagne mesuré par les standards du PNB, commerce et contribution au mécanisme financier. D'autre part, il a été attribué à l'UKL un poids dans l'écu inférieur à la taille de l'économie RU dans la CE.

Étant donné que la composition de l'écu a été gelée, la quantité de chaque monnaie dans l'écu est désormais fixée de telle sorte qu'il y a une tendance pour les monnaies "fortes" à accroître leur poids en termes relatifs. Lors des recompositions qui ont eu lieu dans le passé, on en a profité pour réduire dans l'écu la quantité des monnaies qui s'étaient appréciées de façon à réaligner leurs poids avec les poids recherchés selon l'approche économique susmentionnée. Ces recompositions étant désormais impossibles, rien n'arrêtera cette tendance de sorte que les monnaies fortes seront toujours plus représentées tandis que les monnaies faibles verront leur part diminuer dans l'écu.

Tableau 4
Évolution des poids de 4 monnaies composantes de l'écu

 eurostat	Moyenne Sept 1989	Moyenne Nov 1993	Moyenne March 1995
DEM	30.09%	32.52%	33.69%
FRF	19.02%	19.97%	20.30%
NLG	9.40%	10.20%	10.58%
BLF	7.90%	8.39%	8.97%
TOTAL	66.41%	71.08%	73.54%

Source: Eurostat

La tendance au raffermissement est claire: le poids total du DEM, du FRF, du NLG et du BEF n'a pas cessé d'augmenter depuis septembre 1989. En outre, chacune de ces 4 monnaies prises individuellement a accru son poids. Étant donné que les taux d'intérêt de l'écu sont en grande partie une moyenne des taux d'intérêt des monnaies composantes pondérés par leur part respective dans l'écu, les taux de l'écu ont tendance à converger vers les taux prévalant pour les monnaies fortes, c'est-à-dire de décroître en termes relatifs. Une autre conséquence possible est que les poids des monnaies composantes pourraient être de moins en moins représentatifs de la taille relative des économies CE.

ANNEXE 1

RECOMMANDATION DE LA COMMISSION

du 19 avril 1994

concernant le statut juridique de l'écu et des contrats libellés en écus dans la perspective de l'instauration de la monnaie unique européenne

(94/284/EC)

... LA COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

RECOMMANDE

A

TITRE PREMIER

LEVER LES OBSTACLES JURIDIQUES À L'USAGE DE L'ÉCU

1. que les États membres veillent à ce que leur législation accorde à l'écu le statut juridique de devise étrangère;
2. que les États membres veillent à ce que leurs systèmes juridiques n'établissent pas de discrimination à l'encontre de l'écu par rapport aux autres monnaies ayant le même statut juridique;

TITRE 2

PROTECTION JURIDIQUE DE L'ÉCU

3. que les États membres accordent à l'écu une protection juridique adéquate;

TITRE 3

CONTINUITÉ DES CONTRATS LIBELLÉS EN ÉCUS

4. que toutes les parties à des contrats libellés en écus ou autres dénominations similaires ou se référant à l'écu ou à d'autres dénominations similaires respectent les dispositions contenues dans l'annexe de la présente recommandation;
5. que, en cas de doute, toute référence à l'écu figurant dans les contrats vise l'écu tel que le définit la législation communautaire

ANNEXE

1. La présente annexe s'applique à toutes les parties à des contrats libellés en écus ou se référant à l'écu, qu'il s'agisse de personnes physiques ou morales.
2. Aux fins de la présente annexe, on entend par:
 - « écu »: unité monétaire européenne à laquelle se réfère l'article 109 G du traité instituant la Communauté européenne, tant dans sa composition actuelle de panier de monnaies que dans sa future définition d'unité monétaire abstraite,
 - « autres dénominations similaires »: ecu, Ecu, ECU, E.C.U., ainsi que tout autre terme utilisé pour désigner l'écu en tant qu'unité de compte des Communautés européennes ou numéraire du mécanisme de change,
 - « écu-panier »: l'écu dans sa composition actuelle de panier de monnaies,
 - « écu-monnaie unique »: l'écu dans sa future composition d'unité monétaire abstraite.
3. Dans tous les contrats libellés en écus ou autres dénominations similaires ou se référant à l'écu ou à d'autres dénominations similaires, les parties contractantes entendent se référer à l'écu tel qu'il est défini à l'article 109 G du traité instituant la Communauté européenne.
4. En temps voulu et conformément aux procédures décrites à l'article 109 G et à l'article 109 L paragraphe 4 du traité instituant la Communauté européenne, toute obligation de verser une somme en écu-panier sera convertie en une obligation de verser la même somme en écu-monnaie unique.

ANNEXE 2

Note explicative concernant des nouvelles clauses dans les prospectus relatifs aux emprunts et obligations des Communautés européennes

(94/C 130/05)

1. L'entrée en vigueur du traité sur l'Union européenne et le début de la deuxième phase de l'Union économique et monétaire créent un nouveau cadre pour les emprunts et les obligations des Communautés européennes, qui impose certaines modifications aux conditions y afférentes.
2. Le traité comporte plusieurs règles concernant la composition de l'écu et sa transformation en une monnaie unique. Conformément à l'article 109 G du traité, la composition en monnaies du panier de l'écu reste inchangée jusqu'au début de la troisième phase de l'Union économique et monétaire. L'article 109 G et l'article 109 L paragraphe 4 du traité disposent que le jour de l'entrée en vigueur de la troisième phase, l'écu deviendra une monnaie à part entière et que cette mesure ne modifie pas en soi la valeur externe de l'écu, de sorte que le panier de l'écu sera converti à parité en monnaie à part entière. L'article 109 L paragraphe 4 du traité précise également que l'écu remplacera les monnaies nationales et que les signes monétaires de l'écu seront rapidement introduits. En temps voulu et conformément aux procédures décrites dans le traité, les monnaies des États membres participant à la troisième phase seront remplacées par l'écu.
3. En application des dispositions contenues dans le traité sur l'Union européenne, la Commission européenne a décidé de modifier certaines clauses des conditions afférentes aux émissions obligataires et aux emprunts lancés par la Communauté.
4. Les émissions obligataires et les emprunts libellés dans les monnaies des États membres comportent une nouvelle clause, intitulée «Union monétaire». Cette clause précise que les parties contractantes savent que la monnaie du contrat pourrait un jour être remplacée par la nouvelle monnaie unique en application du traité sur l'Union européenne. En conséquence, le remboursement du capital et le paiement des intérêts pourraient également être effectués en écus. Cette clause implique que le remplacement de la monnaie contractuelle ne saurait être considéré comme une violation du contrat ou comme un événement imprévu entraînant une modification des conditions dudit contrat.
5. Les clauses définissant la valeur de l'écu que comportent les obligations et contrats libellés dans l'unité monétaire européenne sont légèrement modifiées. Il est fait référence à l'article 109 G du traité, qui stipule que la composition en monnaies du panier de l'écu reste inchangée et que, dès le début de la troisième phase de l'Union économique et monétaire, la valeur de l'écu est irrévocablement fixée par rapport aux monnaies participantes. Par rapport aux clauses utilisées par les Communautés avant la ratification du traité sur l'Union européenne, une nouvelle disposition est ajoutée, afin de garantir en tout état de cause la continuité nominale des obligations relatives au paiement d'une somme en écus tout au long du processus conduisant à la pleine union monétaire.

6. Ces modifications apportées aux prospectus relatifs aux émissions obligataires et aux emprunts constituent un premier pas vers une adaptation progressive des documents juridiques produits par les institutions européennes à la nouvelle situation résultant du démarrage de la deuxième phase de l'Union économique et monétaire. D'autres modifications et adaptations ultérieures ne sont pas exclues.

Venta • Salg • Verkauf • Πωλήσεις • Sales • Vente • Vendita • Verkoop • Venda • Myynti • Försäljning

BELGIQUE / BELGIË

**Moniteur belge/
Belgisch Staatsblad**
Rue de Louvain 42/Leuvenseweg 42
B-1000 Bruxelles/B-1000 Brussel
Tél. (02) 512 00 26
Fax (02) 511 01 84

Jean De Lannoy
Avenue du Roi 202/Koningslaan 202
B-1060 Bruxelles/B-1060 Brussel
Tél. (02) 538 51 69
Fax (02) 538 08 41

**Autres distributeurs/
Overige verkooppunten:**

**Librairie européenne/
Europese boekhandel**
Rue de la Loi 244/Wetstraat 244
B-1040 Bruxelles/B-1040 Brussel
Tél. (02) 231 04 35
Fax (02) 735 08 60

Document delivery:

Credoc
Rue de la Montagne 34/Bergstraat 34
Boîte 11/Bus 11
B-1000 Bruxelles/B-1000 Brussel
Tél. (02) 511 69 41
Fax (02) 513 31 95

DANMARK

J. H. Schultz Information A/S
Herstedvang 10-12
DK-2620 Albertslund
Tlf. 43 63 23 00
Fax (Sales) 43 63 19 69
Fax (Management) 43 63 19 49

DEUTSCHLAND

Bundesanzeiger Verlag
Postfach 10 05 34
D-50445 Köln
Tel. (02 21) 20 29-0
Fax (02 21) 2 02 92 78

GREECE/ΕΛΛΑΔΑ

G.C. Eleftheroudakis SA
International Bookstore
Nikis Street 4
GR-10563 Athens
Tel. (01) 322 63 23
Fax 323 98 21

ESPAÑA

Mundi-Prensa Libros, SA
Castelló, 37
E-28001 Madrid
Tel. (91) 431 33 99 (Libros)
431 32 22 (Suscripciones)
435 36 37 (Dirección)
Fax (91) 575 39 98

Boletín Oficial del Estado
Trafalgar, 27-29
E-28071 Madrid
Tel. (91) 538 22 95
Fax (91) 538 23 49

Sucursal:

Librería Internacional AEDOS
Consejo de Ciento, 391
E-08009 Barcelona
Tel. (93) 488 34 92
Fax (93) 487 76 59

**Librería de la Generalitat
de Catalunya**
Rambla dels Estudis, 118 (Palau Moja)
E-08002 Barcelona
Tel. (93) 302 68 35
Tel. (93) 302 64 62
Fax (93) 302 12 99

FRANCE

**Journal officiel
Service des publications
des Communautés européennes**
26, rue Desaix
F-75727 Paris Cedex 15
Tél. (1) 40 58 77 01/31
Fax (1) 40 58 77 00

IRELAND

Government Supplies Agency
4-5 Harcourt Road
Dublin 2
Tel. (1) 66 13 111
Fax (1) 47 52 760

ITALIA

Licosa SpA
Via Duca di Calabria 1/1
Casella postale 552
I-50125 Firenze
Tel. (055) 64 54 15
Fax 64 12 57

GRAND-DUCHÉ DE LUXEMBOURG

Messageries du livre
5, rue Raiffeisen
L-2411 Luxembourg
Tél. 40 10 20
Fax 49 06 61

NEDERLAND

SDU Servicecentrum Uitgeverijen
Postbus 20014
2500 EA 's-Gravenhage
Tel. (070) 37 89 880
Fax (070) 37 89 783

ÖSTERREICH

**Manz'sche Verlags-
und Universitätsbuchhandlung**
Kohlmarkt 16
A-1014 Wien
Tel. (1) 531 610
Fax (1) 531 61-181

Document delivery:

Wirtschaftskammer
Wiedner Hauptstraße
A-1045 Wien
Tel. (0222) 50105-4356
Fax (0222) 50206-297

PORTUGAL

Imprensa Nacional — Casa da Moeda, EP
Rua Marquês Sá da Bandeira, 16-A
P-1099 Lisboa Codex
Tel. (01) 353 03 99
Fax (01) 353 02 94/384 01 32

**Distribuidora de Livros
Bertrand, Ld.ª**

Grupo Bertrand, SA
Rua das Terras dos Vales, 4-A
Apartado 37
P-2700 Amadora Codex
Tel. (01) 49 59 050
Fax 49 60 255

SUOMI/FINLAND

Akateeminen Kirjakauppa
Akademiska Bokhandeln
Pohjoisesplanadi 39 / Norra esplanaden 39
PL / PB 128
FIN-00101 Helsinki / Helsingfors
Tel. (90) 121 4322
Fax (90) 121 44 35

SVERIGE

BTJ AB
Traktorvägen 11
Box 200
S-221 00 Lund
Tel. (046) 18 00 00
Fax (046) 18 01 25

UNITED KINGDOM

HMSO Books (Agency section)
HMSO Publications Centre
51 Nine Elms Lane
London SW8 5DR
Tel. (0171) 873 9090
Fax (0171) 873 8463

ICELAND

**BOKABUD
LARUSAR BLÖNDAL**
Skólavörðustíg, 2
IS-101 Reykjavík
Tel. 551 56 50
Fax 552 55 60

NORGE

NIC Info a/s
Boks 6512 Etterstad
0606 Oslo
Tel. (22) 57 33 34
Fax (22) 68 19 01

SCHWEIZ/SUISSE/SVIZZERA

OSEC
Stampfenbachstraße 85
CH-8035 Zürich
Tel. (01) 365 54 49
Fax (01) 365 54 11

BÄLGARIJA

Europress Klassica BK Ltd
66, bd Vitosha
BG-1463 Sofia
Tel./Fax (2) 52 74 75

ČESKÁ REPUBLIKA

NIS ČR
Havelkova 22
CZ-130 00 Praha 3
Tel./Fax (2) 24 22 94 33

HRVATSKA

Mediatrade
P. Hatza 1
HR-4100 Zagreb
Tel./Fax (041) 43 03 92

MAGYARORSZÁG

Euro-Info-Service
Európá Ház
Margitsziget
H-1138 Budapest
Tel./Fax (1) 111 60 61, (1) 111 62 16

POLSKA

Business Foundation
ul. Krucza 38/42
PL-00-512 Warszawa
Tel. (2) 621 99 93, 628 28 82
International Fax&Phone (0-39) 12 00 77

ROMÂNIA

Euromedia
65, Strada Dionisie Lupu
RO-70184 Bucuresti
Tel./Fax 1-31 29 646

RUSSIA

CCEC
9,60-letiya Oktyabrya Avenue
117312 Moscow
Tel./Fax (095) 135 52 27

SLOVAKIA

**Slovak Technical
Library**
Nám. slobody 19
SLO-812 23 Bratislava 1
Tel. (7) 52 204 52
Fax (7) 52 957 85

CYPRUS

**Cyprus Chamber of Commerce
and Industry**
Chamber Building
38 Grivas Dhigenis Ave
3 Deligiorgis Street
PO Box 1455
Nicosia
Tel. (2) 44 95 00, 46 23 12
Fax (2) 36 10 44

MALTA

Miller Distributors Ltd
PO Box 25
Malta International Airport LQA 05 Malta
Tel. 66 44 88
Fax 67 67 99

TÜRKIYE

Pres AS
Dünya Infotel
TR-80050 Tünel-Istanbul
Tel. (1) 251 91 90/251 96 96
Fax (1) 251 91 97

ISRAEL

Roy International
17, Shimon Hatarssi Street
P.O.B. 13056
61130 Tel Aviv
Tel. (3) 546 14 23
Fax (3) 546 14 42

Sub-agent for the Palestinian Authority:

INDEX Information Services
PO Box 19502
Jerusalem
Tel. (2) 27 16 34
Fax (2) 27 12 19

EGYPT/
MIDDLE EAST

Middle East Observer
41 Sherif St.
Cairo
Tel/Fax (2) 393 97 32

UNITED STATES OF AMERICA/
CANADA

UNIPUB
4611-F Assembly Drive
Lanham, MD 20706-4391
Tel. Toll Free (800) 274 48 88
Fax (301) 459 00 56

CANADA

Subscriptions only
Uniquement abonnements

Renouf Publishing Co. Ltd
1294 Algoma Road
Ottawa, Ontario K1B 3W8
Tel. (613) 741 43 33
Fax (613) 741 54 39

AUSTRALIA

Hunter Publications
58A Gipps Street
Collingwood
Victoria 3066
Tel. (3) 9417 53 61
Fax (3) 9419 71 54

JAPAN

Procurement Services Int. (PSI-Japan)

Kyoku Dome Postal Code 102
Tokyo Kojimachi Post Office
Tel. (03) 32 34 69 21
Fax (03) 32 34 69 15

Sub-agent:

**Kinokuniya Company Ltd
Journal Department**
PO Box 55 Chitose
Tokyo 156
Tel. (03) 34 39-0124

SOUTH and EAST ASIA

Legal Library Services Ltd

Orchard
PO Box 0523
Singapore 9123
Tel. 243 24 98
Fax 243 24 79

SOUTH AFRICA

Safo

5th Floor, Export House
Cnr Maude & West Streets
Sandton 2146
Tel. (011) 883-3737
Fax (011) 883-6569

ANDERE LÄNDER
OTHER COUNTRIES
AUTRES PAYS

Office des publications officielles
des Communautés européennes

2, rue Mercier
L-2985 Luxembourg
Tel. 29 29-1
Télex PUBOF LU 1324 b
Fax 48 85 73, 48 68 17

Preis in Luxemburg (ohne MwSt.) Price (excludind VAT) in Luxemburg Prix Luxemburg, TVA exclude
Einzelpreis Single copy Prix par numéro ECU 25 / Subscription Abonnement ECU 400



AMT FÜR AMTLICHE VERÖFFENTLICHUNGEN
DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN
OFFICE FOR OFFICIAL PUBLICATIONS
OF THE EUROPEAN COMMUNITIES
OFFICE DES PUBLICATION OFFICIELLES
DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

CA-CO-96-S01-3A-C

