



MPIfG Discussion Paper 15/11

Diskretionäre Wechselkursregime

Erfahrungen aus dem Europäischen Währungssystem,
1979–1998

Martin Höpner und Alexander Spielau



Martin Höpner, Alexander Spielau

Diskretionäre Wechselkursregime: Erfahrungen aus dem Europäischen Währungssystem, 1979–1998

MPIfG Discussion Paper 15/11

Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln

Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne

December 2015

MPIfG Discussion Paper

ISSN 0944-2073 (Print)

ISSN 1864-4325 (Internet)

© 2015 by the authors

About the authors

Martin Höpner is Head of the Research Group on the Political Economy of European Integration at the Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne.

Email: hoepner@mpifg.de

Alexander Spielau is a doctoral researcher at the Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne.

Email: spielau@mpifg.de

Downloads

www.mpifg.de

Go to *Publications / Discussion Papers*

Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung

Max Planck Institute for the Study of Societies

Paulstr. 3 | 50676 Cologne | Germany

Tel. +49 221 2767-0

Fax +49 221 2767-555

www.mpifg.de

info@mpifg.de

Abstract

The euro crisis has fueled a debate about the pros and cons of discretionary exchange rate regimes that enable their members to devalue and revalue their currencies. Perceptions of the desirability and the effectiveness of such adjustments differ widely. The paper contributes to this debate by revisiting the European Monetary System (EMS) that existed between 1979 and 1998. The EMS relied on intervention liabilities in order to stabilize exchange rates in the short term, but also enabled renegotiations of exchange rates when inflation divergences lasted over longer time periods. During the EMS period, 62 exchange rate adjustments occurred, distributed over 18 different points in time. Exchange rate adjustments helped to minimize current account imbalances in the short run, but they could not prevent imbalances from reoccurring in the middle run. There were no inflation bursts after devaluations and no growth setbacks after revaluations, nor did the EMS bring about any competitive devaluation runs. It did, however, give rise to a persistent split between countries under devaluation or revaluation pressures. A considerable shortcoming of the EMS was the amount of political energy that repeatedly had to be invested in the “care” of the discretionary system. A new EMS as a possible follow-up system to the euro would be confronted with the same problem.

Zusammenfassung

Im Kontext der Eurokrise wird mitunter der Übergang in ein diskretionäres Wechselkursregime diskutiert, das seinen Teilnehmern politisch verhandelte Auf- und Abwertungen ermöglichen würde. Über die Wünschbarkeit und die Wirkungsweisen solcher Auf- und Abwertungen finden sich in der Debatte unterschiedlichste Annahmen. Das Papier unternimmt daher einen Rückblick auf das Europäische Währungssystem (EWS), das von 1979 bis 1998 Bestand hatte. Es beruhte auf Interventionsverpflichtungen zur kurzfristigen Stabilisierung der Wechselkurse, ermöglichte aber die Neuaushandlung der Währungsparitäten, wenn die Preisentwicklungen in den teilnehmenden Ländern zu heterogen wurden. Insgesamt fanden im EWS 62 Wechselkursanpassungen zu 18 unterschiedlichen Zeitpunkten statt. Die Wechselkursanpassungen halfen bei der kurzfristigen Minimierung von Leistungsbilanzungleichgewichten, verhinderten aber nicht die mittelfristige Neuentstehung von Anpassungsdruck. Auf Abwertungen erfolgten keine Inflationsschübe und auf Aufwertungen keine Wachstumseinbrüche. Auch entstand kein Abwertungswettlauf, sondern vielmehr eine persistente Spaltung von Ländern unter Auf- und Abwertungsdruck. Ein erhebliches Manko des EWS war die politische Energie, die in regelmäßigen Abständen in die Neuaushandlung der Wechselkurse und damit in die „Pflege“ des diskretionären Wechselkursregimes investiert werden musste. Mit diesem Problem sähe sich auch ein etwaig aus dem Euro hervorgehendes EWS II konfrontiert.

Inhalt

1	Einleitung	1
2	Die Strukturelemente des Europäischen Währungssystems	4
3	Die Phasen des EWS	6
4	Analyse der Wechselkursanpassungen	13
	Das ökonomische Umfeld der Wechselkursanpassungen	13
	Politisch-institutionelle Merkmale der Abwertungsländer und der Aufwertungsländer	16
5	Die Konfliktintensität des EWS	19
	Der Konflikt zwischen der Bundesregierung und der Deutschen Bundesbank	20
	Die Aushandlung der Realignments vom März 1983	22
6	Interpretation	25
	Anhang	31
	Literatur	37
	Primärquellen	40

Diskretionäre Wechselkursregime: Erfahrungen aus dem Europäischen Währungssystem, 1979–1998

1 Einleitung

Die Eurozone ist in schwieriges Fahrwasser geraten. Seit der unwiderruflichen Fixierung der Wechselkurse der den Euro konstituierenden Währungen im Jahr 1999 haben sich erhebliche reale Über- und Unterbewertungen kumuliert, die eigentlich nominale Ab- und Aufwertungen nahelegen würden. Folgt man Sinn (2014: 120, 2015: 161), dann weisen Griechenland, Portugal und Spanien Abwertungsbedarfe von 25 bis 35 Prozent relativ zum Rest der Eurozone auf, Frankreich einen Abwertungsbedarf von 15 bis 25 Prozent und Deutschland *zusätzlich* einen Aufwertungsbedarf von 15 bis 25 Prozent.¹ Der Vorzug des Euros, die Beseitigung der Ungewissheit über zukünftige nominale Wechselkurse und damit eine Reduktion der Transaktionskosten, scheint sich in einen Nachteil verkehrt zu haben: Ein in der gegebenen Situation dringend benötigtes Instrument der makroökonomischen Anpassung steht nicht mehr zur Verfügung.

Vertrackt ist diese Situation, weil sie sich unter Beibehaltung des Euros nur schwer auflösen lässt. Auf dem Papier erscheint die Lösung offensichtlich: Die Länder des ehemaligen DM-Blocks und insbesondere Deutschland müssten über einen Zeitraum von mindestens zehn Jahren gezielt inflationieren und die südlichen Mitglieder der Eurozone weiter deflationieren, bis sich die entstandenen Wechselkursverzerrungen wieder aufgelöst haben, und anschließend müsste eine strikte transnationale Lohnkoordination dafür sorgen, dass sich die realen effektiven Wechselkurse nicht erneut verzerren. In der Praxis stehen die Chancen für diese Lösung aber nicht gut. Mehr Deflationierung im Süden würde eine gezielte Verlängerung der Anpassungsrezessionen mit unverantwortlichen sozialen Folgen bedeuten, während Inflationierung im Norden die Bereitschaft zu einer Lohnpolitik zur gezielten Reduktion der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der dortigen Exportsektoren voraussetzen würde. Beides erscheint schwer oder gar nicht durchsetzbar, und auch der eigentlich notwendigen transnationalen Lohnkoordination scheinen angesichts der Heterogenität der Lohnfindungsmodi im Euroraum die institutionellen Voraussetzungen zu fehlen (ausführlich hierzu Höpner 2014a; Scharpf 2013: 19–20).

Für wertvolle Hilfestellungen danken wir Lucio Baccaro, Anke Hassel, Fritz W. Scharpf und Hubert Zimmermann. Auch möchten wir uns bei Michel Camdessus, Philippe Lagayette, Helmut Schlesinger und Hans Tietmeyer für ihre praktischen Einsichten in die Funktionsweise des EWS bedanken.

1 Sinn bezieht sich hierbei auf eine Studie von Goldman Sachs, die bei der Berechnung der Anpassungsbedarfe neben Inflationsdifferenzialen auch Schuldentragfähigkeiten berücksichtigt.

Realistischer als die durch gezielte Inflationierungs- und Deflationierungspolitik herbeigeführte Auflösung der realen Wechselkursverzerrungen erscheint daher auf mittlere Sicht die Hinnahme der relativen Überteuering südeuropäischer Waren und Dienstleistungen, die Akzeptanz der hierdurch ausgelösten Importschwemmen und die Gewährung transnationaler Hilfen bei der Finanzierung der unter solchen Vorzeichen chronisch werdenden Leistungsbilanzdefizite. Mittel- bis langfristig dürfte dieses realistische Szenario aber sogar das am wenigsten wünschenswerte sein, weil es die südeuropäischen Länder weiter de-industrialisieren und auf Dauer zu Bittstellern des Nordens machen würde. In den Worten von Herbert Walther (2012: 219f.): „Die Wirtschaftsgeschichte ist leider reich an Beispielen, wie ein starres Festhalten an einem überhöhten Wechselkurs zu Verschuldungs-, Kredit- und Banken Krisen [...] und zu katastrophalen Effekten für die Beschäftigung führen kann. Es gibt kaum eine probatere Methode, ein Land nachhaltig zu ruinieren.“ Von den Hoffnungen der Architekten des Euros wäre dieses Szenario zweifellos weit entfernt.

Angesichts dieser Schwierigkeit, die innereuropäischen makroökonomischen Ungleichgewichte unter Beibehaltung des Euros aufzulösen, haben einige Teilnehmerinnen und Teilnehmer der Debatte den Übergang in ein flexibleres Wechselkurssystem vorgeschlagen. Diese Autoren präferieren eine in geteilter Verantwortung organisierte Verkleinerung der Eurozone.² Der Austritt würde den betreffenden Ländern zunächst die nominale Abwertung ihrer neuen Währungen gegenüber dem Euro ermöglichen. Anschließend könnte der aus dem Europäischen Währungssystem stammende und im Rahmen der Beitrittsprozeduren zum Euro noch existierende „Wechselkursmechanismus II“ wiederbelebt werden, um die neuen Währungen durch Interventionen der Notenbanken (und/oder durch Interventionen eines neu zu schaffenden Europäischen Währungsfonds)³ innerhalb vereinbarter Bandbreiten untereinander und gegenüber dem Euro zu halten.⁴ Mittel- bis langfristig würde ein solches Regime gleichwohl die Möglichkeit politisch verhandelter Wechselkursanpassungen offenhalten, wenn divergente innereuropäische Entwicklungen der Preisniveaus dies notwendig erscheinen lassen. Um die widersprüchlich erscheinende Bezeichnung „festes, aber flexibles“ Regime zu vermeiden, sprechen wir in diesem Papier von einem *diskretionären Wechselkursregime*. Je nach Anzahl der die Eurozone verlassenden und dem neuen Regime von außen beitretenden Länder könnte es sich dabei um ein Wechselkursregime aus dem Euro

2 Plädoyers für derartige Lösungen (mit unterschiedlichen Vorstellungen über die Details und die teilnehmenden Länder) finden sich beispielsweise bei Abelshausen (2011), Feldstein (2011), Flassbeck/Lapavistas (2015: Kap. IX), Hankel (2013: Kap. IV), Höpner (2014b), Mitchell (2015: Kap. 22), Münchau (2015), Nölke (2015), Scharpf (2010), Sinn (2014: Kap. 9), Steinhardt (2015), Streeck (2013, 2014: Kap. 4), Urban (2014), Wahl (2015) und Walther (2012); eine zurückhaltend-befürwortende Stellungnahme findet sich zudem bei Grözingen (2014).

3 Mit mehr Kompetenzen und fiskalischen Mitteln als der vormalige Europäische Fond für währungspolitische Zusammenarbeit (EFMZ).

4 Der Wechselkursmechanismus II sieht derzeit Bandbreiten von +/-15 Prozent vor. Jedoch können Mitgliedsländer schmalere Bandbreiten individuell verhandeln.

und nur sehr wenigen weiteren Währungen handeln, oder aber um ein Regime, das den heutigen Euro weitgehend oder sogar gänzlich ersetzt.⁵

Andere Teilnehmerinnen und Teilnehmer der Debatte bestreiten nachdrücklich, dass eine Verkleinerung der Eurozone und die sich dadurch eröffnende Möglichkeit der nominalen Abwertung real überbewerteter Währungen oder der gänzliche Übergang in ein diskretionäres Wechselkursregime Nutzen stiften könnten. So befürchten Altwater (2013: 38) und Candeias (2013), der mit steigenden Importpreisen einhergehende Kostendruck werde die Investitionshemmnisse in abwertenden Ländern zusätzlich vergrößern statt verkleinern. Gelänge es südeuropäischen Unternehmen hingegen, den Kostendruck über erhöhte Preise an die Verbraucher weiterzugeben, werde mit der Abwertung lediglich ein neuer Inflationsschub bewirkt. Schon während des EWS seien Abwertungen von Ländern mit überbewerteter Währung „mit größtem Misserfolg probiert“ worden, doch „hat dies lediglich deren Inflation angeheizt, die Realwirtschaft profitierte davon nicht“ (Schulmeister 2013: 108; siehe auch Hickel 2013b: 37). Ob der Anstieg der Importpreise nun Produktion vernichte oder Inflation verursache, in beiden Fällen sei mit keiner Stärkung der Wettbewerbskraft der betroffenen Produzenten zu rechnen (Xouridas 2012: 379). „Das Leistungsbilanzungleichgewicht“, so mit ähnlichem Einschlag Hassel (2014: 9), „hätte sich ebenso im EWS aufgebaut wie in der Eurozone.“ Auch verweisen die Kritiker auf die Gefahren für die Ökonomien aufwertender Länder, für die „eine Welle an Produktionsverlagerungen“ zu befürchten sei (Hickel 2013a: 143). Zudem seien im Fall der Ermöglichung von Abwertungen destruktive Abwertungswettläufe zu erwarten (Schulmeister 2013: 108; Vobruba 2013).

Zu dieser Debatte wollen wir beitragen, indem wir an die historische Erfahrung mit dem diskretionären Wechselkursregime erinnern, an dem einige der heutigen Euroländer vor Gründung der Eurozone teilnahmen. Gemeint ist das 1979 gegründete Europäische Währungssystem (EWS). Das EWS löste den seit 1973 bestehenden Europäischen Wechselkursverbund („Währungsschlange“)⁶ ab und unterschied sich von jenem durch ausgeweitete wechselseitige Verpflichtungen der Zentralbanken, zugunsten des Verbleibs der teilnehmenden Währungen in zuvor definierten Bandbreiten zu intervenieren und für diese Interventionen kurzfristige Kredite zu gewähren. Veränderungen der Währungsparitäten blieben möglich, setzten aber einen einvernehmlichen Beschluss der Finanzminister voraus.

5 Was den möglichen Teilnehmerkreis eines aus dem Wechselkursmechanismus II hervorgehenden EWS II betrifft, wäre beispielsweise ein Beitritt von Ländern wie Polen denkbar, die bis auf Weiteres nicht dem Euro beitreten wollen. Ein EWS II könnte also nicht nur als „Auffangbecken“ für etwaig den Euro verlassende Länder dienen, sondern auch weiteren Ländern eine neue Integrationsperspektive in Wechselkursfragen eröffnen.

6 Die europäische Währungsschlange war zunächst als „Schlange im Tunnel“ konzipiert, wobei der „Durchmesser“ des Tunnels in der Schwankungsbreite von +/-2,25 Prozent gegenüber dem US-Dollar bestand. Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1973 floateten die im Europäischen Wechselkursverbund zusammengeschlossenen Währungen gemeinsam gegenüber dem US-Dollar.

Die Erfahrungen mit diesem Regime werden wir nachfolgend Revue passieren lassen und die Befunde im Licht der durch die Eurokrise bewirkten Reformdebatte interpretieren. In welchem Maß gelang das Ziel einer Stabilisierung der nominalen Wechselkurse? Wie oft musste die Möglichkeit der Neudefinition der Paritäten in Anspruch genommen werden? Kam es zu Abwertungswettläufen? Gibt es Anzeichen dafür, dass die Auf- und Abwertungen ökonomisch erfolgreich waren? Wie viel politische Energie musste in die „Pflegerie“ des diskretionären Regimes investiert werden? Und warum eigentlich gaben die damaligen EWS-Teilnehmer das unter dem Strich, wie wir zeigen werden, nicht schlecht funktionierende System zugunsten einer gemeinsamen Währung auf?

Um uns diesen Fragen zu nähern, fassen wir zunächst die Regimemerkmale des EWS zusammen (Abschnitt 2), um uns anschließend den politökonomischen Abläufen im EWS entlang unterschiedlicher Phasen zuzuwenden (Abschnitt 3). Im anschließenden Abschnitt 4 unterziehen wir die im EWS stattgefundenen 62 Auf- und Abwertungsereignisse einer eingehenden Beobachtung. Der die empirischen Betrachtungen abschließende Abschnitt 5 wendet sich den politischen Konflikten zu, die mit den Auf- und Abwertungsentscheidungen einhergingen, und greift zu diesem Zweck ein typisches Aufwertungs- und ein typisches Abwertungsland aus der Gruppe der EWS-Teilnehmer heraus: Deutschland und Frankreich. Der Schlussabschnitt 6 führt die Ergebnisse der empirischen Abschnitte zusammen und interpretiert sie im Licht der Debatte um die Zukunft des Euros.

2 Die Strukturelemente des Europäischen Währungssystems

Bevor wir uns der Operationsweise des Europäischen Währungssystems zuwenden, seien seine Strukturmerkmale in Erinnerung gerufen (vgl. ausführlich Bernholz 1998; Collignon 1994; Wagener/Eger 2014: 361–365). Das EWS war ein diskretionäres Wechselkursregime, das einerseits quasiautomatische Interventionspflichten zur Minimierung von Wechselkursschwankungen vorsah, andererseits aber auch – das ist der diskretionäre Bestandteil – politisch ausgehandelte Neufestsetzungen der Paritäten erlaubte. Das EWS hatte vom 1. März 1979 bis zur unwiderruflichen Fixierung der Wechselkurse der am Euro teilnehmenden Länder zum Jahreswechsel 1998/1999 Bestand, wobei ein zentrales Element des EWS – der Wechselkursmechanismus – bis heute als Teilschritt des Beitrittsprozesses zum Euro weiterbesteht.⁷ An diesem „Wechselkursmechanismus II“ gegenüber dem Euro nimmt derzeit allerdings nur Dänemark teil.

Mit dem EWS wurde eine gemeinsame Rechnungseinheit geschaffen, die European Currency Unit (ECU). Der ECU war ein multilateraler Währungskorb, in den die mitglied-

7 Allerdings ist, wie Dänemark zeigt, der Eurobeitritt keine zwingende Folge der Teilnahme am Wechselkursmechanismus II.

staatlichen Landeswährungen mit unterschiedlich gewichteten Anteilen eingebracht wurden. Dadurch war es zu jedem Zeitpunkt möglich, den ECU in jeder Landeswährung darzustellen. Diese Rechnungseinheit diente als nominaler Anker des gemeinsamen Währungsregimes, im Unterschied zum Bretton-Woods-System, in dem die wichtigste teilnehmende Währung – der an einen festen Goldpreis gebundene US-Dollar – den formellen (und faktischen) Anker bildete.

Das entscheidende Element des EWS war der Wechselkursmechanismus (Exchange Rate Mechanism, ERM), dem Mitgliedsländer jedoch aus begründetem Anlass fernbleiben konnten.⁸ Der Kern des ERM bestand in der Fixierung der Wechselkurse mit einer Abweichungsmöglichkeit von $\pm 2,25$ Prozent von der jeweiligen ECU-Parität. Die zulässigen Schwankungsbreiten von $\pm 2,25$ Prozent galten allerdings nicht einheitlich für alle beteiligten Währungen: Für die italienische Lira⁹ (und später für den portugiesischen Escudo, die spanische Peseta und das britische Pfund Sterling) galten erweiterte Bandbreiten von ± 6 Prozent. Zudem wurden die zulässigen Bandbreiten für alle teilnehmenden Währungen im August 1993 auf ± 15 Prozent erweitert (siehe die Einzelheiten in Abschnitt 3).

Um den Verbleib der Kurse in den definierten Schwankungsbreiten zu gewährleisten, wurden den beteiligten Notenbanken zwei Anforderungen zugewiesen. Zum einen löste das Erreichen der oberen oder unteren Abweichungsgrenzen (Interventionspunkte) „obligatorische Interventionen“ am Devisenmarkt zugunsten ihrer eigenen und anderer teilnehmender Währungen aus. Zum anderen wurden von den betroffenen Mitgliedstaaten und Notenbanken bereits bei Erreichen von 75 Prozent der möglichen Abweichungsspannen Gegenmaßnahmen in Form von „intramarginalen Interventionen“ erwartet. Der aufzubringende Kapitaleinsatz für die obligatorischen Interventionen war theoretisch unbegrenzt und musste prinzipiell bis zu einer Entspannung der betroffenen Kurse oder einer politisch herbeigeführten Anpassung der Parität fortgeführt werden.¹⁰

Interventionen wurden symmetrisch von den Zentralbanken durchgeführt, deren Wechselkursverhältnisse von den Abweichungen betroffen waren.¹¹ Die Notenbanken der Länder, deren Währungen die unteren Interventionspunkte erreichten, mussten

8 So entschieden sich zum Beispiel Spanien und Griechenland nach ihrem Beitritt zur Europäischen Gemeinschaft, nicht sofort dem ERM beizutreten.

9 Die Schwankungsbreiten für die italienische Lira wurden am 8.1.1990 auf Wunsch Italiens auf $\pm 2,25$ Prozent reduziert und verblieben auf diesem Niveau bis zum Ausscheiden aus dem EWS am 16./17.9.1992 (European Commission 1990: 10f.).

10 Dessen unbeschadet waren die nationalen Regierungen zunächst angehalten, durch angemessene nationale Geld- und Fiskalpolitik Bedingungen zu schaffen, die Wechselkursschwankungen vermeiden und damit mittelbar die Währungen innerhalb der Bandbreiten halten würden.

11 Die Symmetrie der Interventionsverpflichtung war jedoch erst ein Ergebnis langjähriger, konfliktträchtiger Verhandlungen zwischen den EWS-Mitgliedsländern. In diesem Rahmen wehrte sich insbesondere die Deutsche Bundesbank gegen die Inklusion von intramarginalen Interventionen in die kurzfristigen Kreditfazilitäten des EFWZ im Basel-Nyberg-Abkommen von 1987 (siehe hierzu Collignon 1994 und Hoffmeyer 2000).

eigene Währungen durch den Verkauf fremder Devisen erwerben, während die Notenbanken der Länder, deren Währungen die oberen Interventionspunkte erreichten, Fremdwährungen aufkaufen mussten. Um die Umsetzungskapazitäten der nationalen Zentralbanken abzusichern, wurden Erweiterungen der europäischen Kreditfazilitäten durch den Europäischen Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) implementiert, deren technische Einzelheiten wir an dieser Stelle nicht vertiefen (vgl. stattdessen Bernholz 1998: 797–802).

Das eigentliche *diskretionäre* Moment des EWS war die Anpassungsfähigkeit der Paritäten zwischen den beteiligten Währungen sowie zwischen ihnen und dem ECU. Während die oben beschriebenen Interventionsverpflichtungen der Notenbanken durch „objektive“, sich am Devisenmarkt ergebende Signale ausgelöst wurden,¹² bestand für die Anpassung der Währungsparitäten kein vergleichbarer Quasi-Automatismus. Veränderungen der Paritäten – also über die Bandbreiten hinausgehende Auf- und Abwertungen der am EWS beteiligten Währungen – mussten im Rat für Wirtschaft und Finanzen (ECOFIN-Rat) beantragt und dort einvernehmlich beschlossen werden. Das EWS vereinigte also Elemente fester und flexibel-verwalteter Wechselkurssysteme: Kurzfristige Währungsschwankungen wurden durch Interventionen minimiert, erwiesen sich die Bandbreiten aber über Kurzfristschwankungen hinaus als unglaubwürdig, konnten sie durch diskretionäre politische Interventionen korrigiert werden. Wie wir nachfolgend sehen werden, musste diese Möglichkeit oft genutzt werden.

3 Die Phasen des EWS

Wie wir im vorigen Abschnitt gesehen haben, hatten die Architekten des EWS ein Währungsregime geschaffen, das auf wechselseitigen Interventions- und Beistandsverpflichtungen der teilnehmenden Länder beruhte. Wenn die Wechselkurse die äußeren Punkte der definierten Bandbreiten erreichten, reagierten die Zentralbanken mit Interventionen an den Währungsmärkten, und die beteiligten Länder erhielten die Gelegenheit, die Ursachen der unerwünschten Wertverluste und -gewinne ihrer Währungen zu beseitigen, etwa durch Maßnahmen der internen Deflationierung. Waren diese Maßnahmen aber nicht erfolgreich oder blieben sie gänzlich aus – weil sie nicht wünschenswert oder politisch-institutionell nicht machbar erschienen –, blieben einvernehmlich zu beschließende Wechselkursanpassungen möglich. Insgesamt also reflektieren die Häufigkeit und der Umfang der Wechselkursanpassungen den Willen und die Fähigkeit zur politökonomischen Konvergenz.

12 Wir vernachlässigen an dieser Stelle, dass sich die Deutsche Bundesbank die Möglichkeit vorbehält, Interventionen auszusetzen, wenn dies zur Erreichung der Stabilitätsziele notwendig erschien (siehe Abschnitt 5).

Tabelle 1 Realignment-Runden im EWS, 1979–1998

Runde	Datum	BEL	DEN	FRA	GER	IRL	ITA	LUX	NED	ESP	UK	POR	AUT	FIN	GRE
1	24.09.1979	0	-3,00	0	2,00	0	0	0	0	*	*	*	*	*	*
2	30.11.1979	0	-5,00	0	0	0	0	0	0	*	*	*	*	*	*
3	23.03.1981	0	0	0	0	0	-6,00	0	0	*	*	*	*	*	*
4	05.10.1981	0	0	-3,00	5,50	0	-3,00	0	5,50	*	*	*	*	*	*
5	22.02.1982	-8,50	-3,00	0	0	0	0	-8,50	0	*	*	*	*	*	*
6	14.06.1982	0	0	-5,75	4,25	0	-2,75	0	4,25	*	*	*	*	*	*
7	21.03.1983	1,50	2,50	-2,50	5,50	-3,50	-2,50	1,50	3,50	*	*	*	*	*	*
8	22.07.1985	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	-6,00	2,00	2,00	*	*	*	*	*	*
9	07.04.1986	1,00	1,00	-3,00	3,00	0	0	1,00	3,00	*	*	*	*	*	*
10	04.08.1986	0	0	0	0	-8,00	0	0	0	*	*	*	*	*	*
11	12.01.1987	2,00	0	0	3,00	0	0	2,00	3,00	*	*	*	*	*	*
12	08.01.1990	0	0	0	0	0	-3,70	0	0	0	*	*	*	*	*
13	14.09.1992	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	-3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
14	17.09.1992	0	0	0	0	0	*	0	0	-5,00	*	0	*	*	*
15	23.11.1992	0	0	0	0	0	*	0	0	-6,00	*	-6,00	*	*	*
16	01.02.1993	0	0	0	0	-10,00	*	0	0	0	*	0	*	*	*
17	14.05.1993	0	0	0	0	0	*	0	0	-8,00	*	-6,50	*	*	*
18	07.03.1995	0	0	0	0	0	*	0	0	-7,00	*	-3,60	0	*	*

Die Werte geben die prozentualen Veränderungen der Landeswährungen zum ECU-Kurs an. * bedeutet, dass das jeweilige Land zum Zeitpunkt des Realignments kein EWS-Mitglied war. Länderkürzel: BEL = Belgien; DEN = Dänemark; FRA = Frankreich; GER = Deutschland; IRL = Irland; ITA = Italien; LUX = Luxemburg; NED = Niederlande; ESP = Spanien; UK = Großbritannien; POR = Portugal; AUT = Österreich; FIN = Finnland; GRE = Griechenland.
Quelle: European Commission (2005); eigene Recherchen.

Tabelle 1 verdeutlicht, dass das diskretionäre Moment des EWS – die Möglichkeit der ausgehandelten Wechselkursanpassung – häufig in Anspruch genommen werden musste. Insgesamt erfolgten im EWS zu 17 unterschiedlichen Zeitpunkten¹³ 62 vereinbarte Anpassungen der Bandbreiten und zudem zeitweilige Ein- und Austritte. Auch zeigt sich auf den ersten Blick, dass die Anpassungen nicht zufällig über die abgedeckten Jahre und die beteiligten Länder verteilt sind. Es lassen sich sowohl turbulente Zeiten von (relativen) Ruhephasen unterscheiden als auch typische Auf- und Abwertungsländer identifizieren. Dabei zeigt sich ein aus den heutigen Ungleichgewichten der Eurozone bekanntes Muster. Deutschland und die Niederlande haben ausschließlich aufgewertet, weitere Länder – Belgien, Dänemark, Luxemburg – haben deutlich häufiger auf- als abgewertet. Wann immer hingegen Italien an einer Wechselkursanpassung beteiligt war, wertete es ab, ebenso wie die erst spät beigetretenen Länder Portugal und Spanien (vgl. hierzu insbesondere Abschnitt 4.2). Auch Frankreich erweist sich im Saldo als Abwertungsland, allerdings fanden alle Abwertungen des Franc während der ersten Hälfte des EWS-Bestands statt.

Das EWS startete im Januar 1979 mit den acht Ländern Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Italien, Irland, Luxemburg und den Niederlanden (siehe Tabelle 2).¹⁴ Die ersten vier Jahre des EWS waren von erheblichen Instabilitäten geprägt und ließen Zweifel aufkommen, ob mehr Wechselkursstabilität zwischen den Teilnehmerstaaten überhaupt erreichbar war. Die Inflationswerte waren derart heterogen, dass die Bei-

13 Die Ereignisse in der Mitte des September 1992 werden hier als ein Zeitpunkt gezählt.

14 Vergleiche zu den Phasen des EWS Bernholz (1998), Baltensperger (1998) und Wagener/Eger (2014: 365–368).

Tabelle 2 Beitritte zum und Austritte aus dem EWS, 1979–1998

Land	Eintritt in das EWS	Austritt aus dem EWS
BEL	13.03.1979	Übergang in EMU
DEN	13.03.1979	Übergang in WKM II
FRA	13.03.1979	Übergang in EMU
GER	13.03.1979	Übergang in EMU
IRL	13.03.1979	Übergang in EMU
ITA	13.03.1979/24.11.1996	17.09.1992/Übergang in EMU
LUX	13.03.1979	Übergang in EMU
NED	13.03.1979	Übergang in EMU
ESP	29.06.1989	Übergang in EMU
UK	01.10.1990	17.09.1992
POR	04.04.1992	Übergang in EMU
AUT	07.01.1995	Übergang in EMU
FIN	12.10.1996	Übergang in EMU
GRE	15.03.1998	Übergang in EMU

Länderkürzel: Siehe Tabelle 1. Quelle: European Commission (2005).

behaltung der definierten Bandbreiten weder machbar noch auch nur wünschenswert erscheinen konnte. Im Jahr nach dem zweiten Ölpreisschock, 1980, fanden sich unter den EWS-Teilnehmern Inflationsraten zwischen 5,4 Prozent (Deutschland) und 21,1 Prozent (Italien). Auch Frankreich wies bis einschließlich 1982 zweistellige Inflationsraten auf. Hinter diesen Inflationsdivergenzen verbirgt sich zweierlei: zum einen die sehr unterschiedliche Fähigkeit der EWS-Teilnehmer, Zweitrundeneffekte nach Preisschocks zu vermeiden (grundlegend am Beispiel des ersten Ölpreisschocks: Scharpf 1987), zum anderen die Verschiedenheit der wirtschaftspolitischen Strategien jener Zeit, die besonders in dem – 1983 abgebrochenen – keynesianischen Experiment der französischen Regierung Mitterand/Mauroy zum Ausdruck kam (siehe die Einzelheiten in Hall 1986: Kap. 8 und in Stütze 2013: Abschnitt 3.3.2).¹⁵ Ganze 23 der aufgeführten 62 Wechselkursanpassungen entfallen auf diese Frühphase des EWS. Auffällig sind zudem die erheblichen Umfänge der ausgehandelten Wechselkursanpassungen, die sich in mehreren Fällen oberhalb von 5 Prozent bewegten. Allein drei der Abwertungen entfielen auf Frankreich (ausführlich hierzu Abschnitt 5).

Das Ende der expansiven Politik Frankreichs und die nachfolgende, an der deutschen Preisstabilitätspolitik orientierte Politik der *désinflation compétitive* (während des *tournant de la rigueur*) bedeuteten für das EWS ein Mehr an Inflationskonvergenz. Auch im preisinstabilsten Teilnehmerland – Italien – wurden Disinflationierungsprogramme umgesetzt. Die italienische Inflationsrate ging von noch 18,0 Prozent im Jahr 1981 auf 10,8 Prozent im Jahr 1984 zurück. In den Jahren 1985 und 1986 wiesen alle EWS-Teilnehmer nur noch einstellige Inflationsraten auf, gleichwohl verbargen sich hinter dieser relativen Konvergenz immer noch deutliche und in Bezug auf die Wechselkurse korrekturbedürftige Unterschiede. So stand etwa im Jahr 1985 der deutschen Inflationsrate von 2,1 Prozent eine italienische Preissteigerung von 9,2 Prozent gegenüber

15 Nach dem Wahlsieg im Mai 1981 leitete die französische Linksregierung umfangreiche Verstaatlichungen, Arbeitszeitverkürzungen und kreditfinanzierte öffentliche Investitionen ein.

und eine französische Inflationsrate von immerhin noch 5,8 Prozent. Aber angesichts der im Phasenvergleich relativen Konvergenz wurden die Wechselkursanpassungen bis einschließlich 1987 seltener und ihre Umfänge geringer, abgesehen von den umfangreicheren italienischen und irischen Abwertungen im Juli 1985 und im August 1986.

Da unser Erkenntnisinteresse auf die Implikationen für den Euro gerichtet ist, erscheint die darauf folgende, sich von Mitte Januar 1987 bis Anfang September 1992 erstreckende Ruhephase im EWS besonders bemerkenswert. In diesen fünfeinhalb Jahren verzichteten die EWS-Teilnehmer praktisch völlig auf Wechselkursanpassungen, lediglich eine moderate Abwertung der Lira im Januar 1990 ist hiervon ausgenommen. Diese Phase wird deshalb auch als Vorwegnahme der Währungsunion interpretiert.¹⁶ Das vermeintliche Ende der Spannungen im EWS begünstigte den mittelfristigen Plan zur Vollendung des Euros ebenso wie die kurzfristige räumliche Ausdehnung des diskretionären Wechselkursregimes. Im Juni 1989 trat Spanien dem EWS bei, im Oktober 1990 Großbritannien und im April 1992 Portugal. Zudem entschieden sich in den Jahren 1990 und 1991 Norwegen, Schweden und Finnland, ihre Währungen unilateral an den ECU zu binden (im Jahr 1996 trat Finnland dem EWS dann auch formell bei). Österreich behielt die seit 1976 bestehende Bindung des Schilling an die DM bei. Insgesamt schien die Entwicklung darauf hinzudeuten, dass das diskretionäre Moment des EWS nicht mehr gebraucht werden würde und sich die EWS-Teilnehmer in die Lage versetzt hatten, ihre nominalen Wechselkurse unwiderruflich zu fixieren.

Was aber passierte unterhalb der Oberfläche der nominalen Wechselkursstabilität? Zwar setzte sich der Trend rückläufiger Inflationsunterschiede zwischen den EWS-Teilnehmern fort. Da nominale Wechselkursanpassungen aber unterblieben, kumulierten sich die (insgesamt geringer werdenden) Unterschiede in den Preisentwicklungen über einen längeren Zeitraum als in den Vorperioden und machten die Effekte der relativen Inflationskonvergenz daher wieder wett. Betrachtet man die realen effektiven Wechselkurse und setzt das Jahr 1987 auf 100, dann zeigt sich für Deutschland bis 1989 eine Verbesserung der preislichen Wettbewerbskraft um fünf Prozentpunkte (siehe Anhang, Tabelle A2). Die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse stiegen bis 1989 auf das damals als dramatisch geltende Ausmaß von 4,1 Prozent des BIP an.¹⁷ Ganz ähnlich entwickelten sich in diesem Zeitraum die Niederlande (sinkende reale effektive Wechselkurse um die fünf Prozentpunkte und ein Leistungsbilanzüberschuss von 4,0 Prozent im Jahr 1989).

Spiegelbildlich dazu büßten Italien (Anstieg des realen effektiven Wechselkurses um 6,1 Prozent in den Jahren 1987 bis 1991) und das 1989 dem EWS beigetretene Spanien (+7,9 Prozent in den Jahren 1989 bis 1992) an preislicher Wettbewerbskraft ein und erwirtschafteten aus heutiger Sicht moderate, für damalige Verhältnisse aber gleichwohl beunruhigende Leistungsbilanzdefizite (im Jahr 1992: Italien -2,2 Prozent, Spanien

16 So auch Jean-Claude Trichet im Interview (geführt am 22.1.2015).

17 Für damalige Verhältnisse waren das, wie Baltensperger (1998: 502) schreibt, „ungeahnte Höhen“.

–3,4 Prozent). Kurz, im Jahr 1992, dem letzten Jahr der nominalen Ruhephase, stellten sich die preislichen Wettbewerbsverzerrungen und die realwirtschaftlichen Ungleichgewichte im EWS-Raum nicht grundlegend anders da als in jedem anderen Jahr der Vorperioden, in dem Wechselkursanpassungen stattfanden. In einer Hinsicht sind hier von aber Abstriche zu machen: Während Frankreich in den turbulenten Frühphasen des EWS klar zum Lager der Weichwährungsländer gehörte (vgl. hierzu Abschnitt 5.2), gelang es Frankreich fortan (bis zum Übergang in den Euro), Anstiege des realen effektiven Wechselkurses zu vermeiden. Zudem war 1991 das letzte Jahr, in dem Frankreich ein (moderates) Leistungsbilanzdefizit hinnehmen musste.

Zwei weitere Ereignisse sorgten unterhalb der – wenn man ausschließlich die nominalen Wechselkurse betrachtet – ruhigen Oberfläche des EWS für Spannungen. Deutschland erreichte im Jahr des Wiedervereinigungsbooms 1991 entgegen dem internationalen Trend eine Wachstumsrate von 5,2 Prozent und eine Inflationsrate von 4,0 Prozent, 1992 eine Wachstumsrate von nur noch 1,5 Prozent, aber eine Inflationsrate von 5,1 Prozent. Für deutsche Verhältnisse waren das exzeptionelle Preissteigerungsraten, die aber immer noch geringer waren als jene Spaniens, Portugals und Italiens (und erst recht Griechenlands, das dem EWS aber erst zum Ende des Jahrzehnts beitreten sollte). Auf den ersten Blick nahm der Wiedervereinigungsboom Spannung aus dem System, weil er die Inflationsspannweiten der EWS-Teilnehmer verringerte – mit dem angesichts der damaligen Erfahrungen geradezu paradox wirkenden Ergebnis, dass sich Frankreich als stabilitätsorientierter als Deutschland erwies und in einer leichten effektiven Unterbewertungskonstellation verharnte, während sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands sprunghaft verschlechterte.¹⁸

Als Problem erwiesen sich aber die EWS-weiten Auswirkungen der Geldpolitik der Bundesbank, die den Diskontsatz als Antwort auf den Inflationsschub im Juli 1992 auf den (namentlich heute) unvorstellbaren Wert von 8,75 Prozent anhob.¹⁹ Um Kapitalabflüsse in Grenzen zu halten, blieb den Zentralbanken der anderen EWS-Länder keine andere Wahl, als die rigide Geldpolitik des faktischen EWS-Ankers Deutschland zu kopieren.²⁰ Im Ergebnis führte die Bundesbank die Nachbarn Deutschlands in eine Rezession, die 1993 ihren Höhepunkt erreichte. Ganze sechs der damaligen neun EWS-Mitglieder – und zudem auch das 1992 aus dem EWS ausgeschiedene Italien (Einzelhei-

18 Die realen effektiven Wechselkurse beider Länder entwickelten sich bis zur EWS-Krise 1993 wie folgt (1987 = Indexwert von 100): Deutschland: 1988 = 97,8; 1989 = 95,2; 1990 = 97,9; 1991 = 96,3; 1992 = 100,9; 1993 = 104,9. Frankreich: 1988 = 97,8; 1989 = 95,7; 1990 = 99,0; 1991 = 95,5; 1992 = 96,9; 1993:98,0 (siehe Anhang, Tabelle A2).

19 Damit beendete die Bundesbank auch die für Deutschland ungewöhnliche Serie an Jahren mit (geringfügigen) Leistungsbilanzdefiziten; bis zum Übergang in den Euro wies die deutsche Leistungsbilanz kein Defizit mehr aus.

20 Die Deutung Deutschlands als faktischem (nicht: formellem) „Anker“ des EWS (siehe etwa Giavazzi/Giovanni 1989: Kap. 4) ist nicht unumstritten. So interpretieren von Hagen/Fratianni (1990) Deutschland als stärksten, nicht aber als dominanten Spieler im EWS. Unumstritten ist freilich, dass sich im EWS ein Hart- und ein Weichwährungspol herauskristallisierten und Deutschland eindeutig dem Hartwährungspol angehörte.

ten unten) – erlitten im Jahr 1993 reale Schrumpfung ihrer Volkswirtschaften. Auch dieser Kontext hilft zu verstehen, warum unter den Mitgliedsländern des EWS in den frühen Neunzigerjahren die Bereitschaft gewachsen war, das EWS durch den Euro und die Bundesbank durch eine multilaterale Europäische Zentralbank zu ersetzen, obwohl doch zweifelhaft erscheinen musste, ob der erreichte Grad an Konvergenz eine unwider-rufliche Fixierung der Wechselkurse rechtfertigen konnte. Eine weitere Problemquelle jener Zeit war zudem die gegen April 1992 einsetzende Dollarschwäche, die im EWS Spannungen erzeugte, weil – unter der Randbedingung einer mittlerweile weit vorange-schrittenen Kapitalmarktliberalisierung – die DM in solchen Situationen in überdurch-schnittlichem Ausmaß als Zufluchtswährung genutzt wurde (Bernholz 1998: 810).

Diese Spannungen kulminierten ab Mitte 1992 in der Notwendigkeit erheblicher De-visenmarktinterventionen der Notenbanken und dem Rückgriff auf das mehrere Jahre ungenutzte Instrument der Wechselkursanpassung. Zwischen Juli und September 1992 nahmen die Bundesbankinterventionen zugunsten anderer EWS-Währungen den Re-kordwert von 87,2 Mrd. DM an. Zwar konnte die Bundesbank im Prinzip grenzenlos intervenieren, da sie hierfür keine Fremdwährungsbestände benötigte. Die damit ein-hergehende Geldschöpfung konterkarierte aber die gesetzten Geldmengenziele, wes-wegen sie ihre stabilitätsorientierte Geldpolitik als grundlegend gefährdet ansah. Sie drängte daher die Regierung, gegenüber den Finanzministern der anderen EWS-Teil-nehmer auf eine umfassende Wechselkursanpassung hinzuwirken.²¹ Diese schien auch deshalb geboten, weil die trotz der Diskrepanz der realen effektiven Wechselkurse seit 1987 fast unverändert gebliebenen Wechselkurse auf den Finanzmärkten für zuneh-mend unglaublich gehalten wurden und Spekulationen auf die Abwertung mehrerer Währungen einsetzten.

Die Einträge in Tabelle 1 vermitteln lediglich einen Teileindruck von den Ereignissen im September 1992. Zunächst werteten alle Teilnehmer außer Italien um 3,5 Prozent auf, Italien zudem um zusätzliche 3,5 Prozent ab. Der 16. September 1992 sollte als „schwar-zer Mittwoch“ in die europäische Wirtschaftsgeschichte eingehen. Nach umfangreichen Devisenverlusten ihrer Notenbanken erklärten Großbritannien und Italien ihren Aus-tritt aus dem EWS. Tags darauf wertete Spanien um 5 Prozent ab, nur zwei Monate später folgten weitere Abwertungen Spaniens und Portugals um jeweils 6 Prozent und bis Mitte Mai 1993 weitere erhebliche Abwertungen Irlands, Spaniens und Portugals. Im Zuge dieser Instabilitäten und weiterer erheblicher Interventionen der Notenbanken beschlossen die Regierungen und Notenbankpräsidenten Ende Juli 1993 die Erweite-rung der EWS-Bandbreiten von +/-2,25 Prozent auf +/-15 Prozent. Einige Beobachter sahen das EWS daraufhin als „faktisch suspendiert“ an (so Busch 1993: 532).

21 Schon einmal hatte die Bundesbank die Bundesregierung im Jahr 1987 um die Beantragung einer Paritätsänderung gebeten, um die Expansion des durch die Interventionsverpflichtungen geschaffenen Zentralbankgelds zu begrenzen; im Dezember 1986 und im Januar 1987 musste die Bundesbank mit 36,1 Mrd. DM zugunsten anderer EWS-Währungen intervenieren (Bernholz 1998: 806).

An den Plänen zur Vollendung der EWU hielten die Regierungen gleichwohl fest (vgl. hierzu Abschnitt 6), und tatsächlich stabilisierte sich das EWS innerhalb der erweiterten Bandbreiten. Zwischen 1996 und 1998 traten Österreich, Finnland und Griechenland²² dem EWS bei, Italien kehrte Ende 1996 in den ERM zurück. Bis Ende 1998 kam es lediglich, und zwar im März 1995, zu zwei weiteren verhandelten Abwertungen Spaniens und Portugals. Eines der Konvergenzkriterien des Maastrichter Vertrags verlangte von Ländern, die ab 1999 am Start des Euros teilhaben wollten, eine mindestens zweijährige spannungsfreie Teilnahme am bestehenden Wechselkursmechanismus (innerhalb der erweiterten Bandbreiten). Der Wille zum Verbleib in diesen weiten Bandbreiten wurde von den Finanzmarktteilnehmern als glaubwürdig, zumindest jedoch als verteidigbar empfunden, sodass es zu keinen weiteren spekulativen Attacken wie noch zu Beginn der Neunzigerjahre kam.

Wie zu Beginn dieses Abschnitts herausgestellt, lässt sich die Geschichte der Nutzung des diskretionären Elements des EWS als Geschichte der im Zeitverlauf erreichten Grade an relativer Konvergenz verstehen. Die Frage der Konvergenz lässt sich ihrerseits auf zweierlei Weise stellen: Konvergenz als Voraussetzung für ein spannungsarmes Funktionieren eines Wechselkursregimes und Konvergenz als Folge des Regimes selbst. Die Betrachtungen dieses Abschnitts haben verdeutlicht, dass der diskretionäre Spielraum des EWS häufig in Anspruch genommen werden musste. Angesichts der zeitweise sehr hohen Inflationsdifferenziale wäre ein frühzeitiger Übergang in ein gänzlich festes Wechselkursregime gewiss ein Fehler gewesen, und auch das Festhalten am während der Ruhephase 1987 bis 1992 vereinbarten Zeitplan zum Euro erscheint gewagt, wenn man die auf die Ruhephase folgenden Turbulenzen der Jahre 1992/93 mitdenkt (wir kommen hierauf im Schlussabschnitt ausführlich zu sprechen). Festzuhalten bleibt aber auch, dass die Konvergenz der EWS-Teilnehmer im Zeitverlauf zunahm, was sich insbesondere an den geringer werdenden – aber nie gänzlich verschwundenen und stets in dieselbe Richtung verlaufenden – Inflationsdifferenzialen zeigt.

Eine andere Frage ist allerdings, ob das EWS seinerseits zur Konvergenz seiner Teilnehmer beigetragen hat. In theoretischer Hinsicht erscheint die Annahme eines von der EWS-Teilnahme ausgehenden Konvergenzdrucks plausibel, weil jede Form „extremer“ Wirtschaftspolitik (die Formulierung stammt von Helmut Schmidt [1990: 230]) die Aktivierung von Interventionspflichten nach sich ziehen konnte und zudem die negativen Begleiterscheinungen von sowohl Auf- als auch Abwertungen vor den Wählerinnen und Wählern verantwortet werden mussten. Empirisch setzt die Frage eines vom EWS erzeugten Konvergenzprozesses einen Vergleich von Ländern innerhalb und außerhalb des EWS voraus (der den Rahmen dieses Papiers sprengen würde). Die Forschung beantwortet die Frage eher skeptisch. So weist Bernholz (1998: 803–804) darauf hin, dass sich rückläufige Inflationsraten im betrachteten Zeitraum inner- wie außerhalb des EWS fanden. De Grauwe (1990) zufolge war die Inflationskonvergenz in den Achtzi-

22 Griechenland trat jedoch nicht gleich dem Europäischen Wechselkursmechanismus bei (dieser Beitritt erfolgte am 31.12.1998).

ger Jahren außerhalb des EWS sogar ausgeprägter als in ihm. Frieden (2015: 168) findet im Rahmen einer umfangreichen multivariaten Analyse weder für die Teilnahme an der dem EWS vorangegangenen Währungsschlange noch für die Teilnahme am EWS eine signifikante Erhöhung der Wechselkursstabilität zur DM. Diese Ergebnisse lassen sich als Befunde zugunsten der „Krönungstheorie“ gegenüber der mit ihr konkurrierenden „Lokomotivtheorie“ interpretieren: Der Eintritt in Regime mit nicht mehr anpassbaren Wechselkursen erscheint als „Krönung“ eines erreichten Mindestmaßes an Konvergenz sinnvoll, während die Vorstellung, dass das Wechselkursregime die Konvergenz gewissermaßen als „Lokomotive“ seinerseits nach sich ziehen werde, im Prinzip schon während der Vorbereitungsphase auf den Euro mit einem Fragezeichen versehen werden musste.

4 Analyse der Wechselkursanpassungen

Das ökonomische Umfeld der Wechselkursanpassungen

In diesem Abschnitt nehmen wir die ausgehandelten Wechselkursanpassungen eingehender unter die Lupe, indem wir sie aus ihren konkreten historischen Kontexten lösen und anhand ausgewählter Kennziffern miteinander vergleichen. Unser Interesse gilt zunächst dem ökonomischen Umfeld der Abwertungen und Aufwertungen. Tabelle 3 stellt durchschnittliche Kennziffern des „magischen Vierecks“ – Inflation, Wachstum, Beschäftigungsquote und Leistungsbilanz – jeweils zum Zeitpunkt der Wechselkursanpassungen sowie in den 5 Jahren vor und nach ihnen dar.²³ Die Einträge in der Tabelle 3 sind wie folgt zu lesen: Länder, für die eine Abwertung beschlossen wurde, wiesen im Jahr des Realignments im Durchschnitt ein Wirtschaftswachstum von nur 1,45 Prozent auf, Aufwertungsländer in den Aufwertungsjahren hingegen ein durchschnittliches Wachstum von 2,17 Prozent. Zwei Jahre vor der Wechselkursanpassung betrug das Wirtschaftswachstum der abwertenden Länder 2,48 Prozent, das der aufwertenden Länder 2,50 Prozent. Die Interpretation dieser Werte wird allerdings dadurch erschwert, dass die ausgewählten Kennziffern während des Bestands des EWS von Zeittrends erfasst wurden, wie wir in Abschnitt 3 gesehen haben: Die Jahre 1979 bis 1998 waren eine Zeit übergreifender Disinflationierung. Um diesen Trend erfassbar und die dargestellten Durchschnittswerte interpretierbar zu machen, stellen wir zusätzlich dar, wie sich die jeweilige Kennziffer im zeitlichen Umfeld jedes beliebigen Jahres und jedes beliebigen Landes entwickelte, in dem die betreffenden Länder (zum Zeitpunkt t) am Wechselkursmechanismus des EWS teilnahmen (zu jedem Zeitpunkt also, in dem die berücksichtigten Länder theoretisch hätten ab- oder aufwerten können). Alle Tabellen sind ausschließlich im Sinne der deskriptiven Statistik zu interpretieren: Sie lassen auffällige

23 In den Abbildungen A1 bis A4 (siehe Anhang) stellen wir die Daten als Differenzen zum Zeitpunkt t in Form von Boxplots dar.

Tabelle 3 Inflation, Leistungsbilanzsaldo, Wachstum und Beschäftigungsquoten der Abwertungsländer und der Aufwertungsländer: Durchschnittswerte für die Jahre der Wechselkursanpassung sowie der jeweils fünf Jahre davor und danach (in Klammern: Vergleichswerte für alle Teilnehmer am EWS-Wechselkursmechanismus)

	t-5 Jahre	t-4 Jahre	t-3 Jahre	t-2 Jahre	t-1 Jahr	t	t+1 Jahr	t+2 Jahre	t+3 Jahre	t+4 Jahre	t+5 Jahre
Inflation											
Abwertungsfälle	10,77 (7,52)	10,00 (7,07)	10,05 (6,87)	10,59 (6,76)	10,29 (6,50)	8,85 (5,73)	7,78 (5,12)	6,53 (4,44)	5,35 (3,80)	4,01 (3,14)	3,45 (2,83)
Aufwertungsfälle	6,22 (9,26)	6,07 (8,53)	6,11 (8,19)	5,56 (7,94)	4,87 (7,20)	3,73 (6,35)	2,80 (5,67)	2,65 (5,12)	2,40 (4,45)	2,36 (3,68)	2,22 (3,09)
Leistungsbilanz											
Abwertungsfälle	-1,39 (-0,66)	-1,45 (-0,63)	-1,53 (-0,68)	-1,77 (-0,65)	-2,13 (-0,68)	-1,51 (-0,36)	-1,03 (-0,07)	-0,83 (0,18)	-0,81 (0,42)	-1,01 (0,51)	-1,11 (0,43)
Aufwertungsfälle	-0,50 (-1,20)	-0,70 (-1,02)	-0,48 (-1,05)	-0,15 (-1,12)	0,15 (-1,04)	0,53 (-0,76)	1,12 (-0,22)	1,32 (0,01)	1,61 (0,29)	1,41 (0,38)	1,43 (0,54)
Reales BIP-Wachstum											
Abwertungsfälle	3,74 (3,24)	3,43 (2,81)	3,51 (3,01)	2,48 (2,60)	1,90 (2,58)	1,45 (2,16)	1,60 (2,26)	2,84 (2,78)	3,27 (3,04)	3,82 (3,44)	3,53 (3,79)
Aufwertungsfälle	2,11 (2,71)	2,38 (2,21)	2,85 (3,08)	2,50 (2,59)	2,60 (2,44)	2,17 (2,02)	2,24 (2,23)	3,22 (2,84)	3,80 (3,35)	3,40 (3,03)	3,69 (3,37)
Beschäftigungsquote											
Abwertungsfälle	65,42 (65,55)	65,61 (66,46)	65,76 (66,75)	66,00 (67,05)	65,80 (67,16)	65,68 (67,35)	65,58 (67,47)	65,53 (67,68)	65,67 (67,94)	66,03 (68,37)	66,68 (69,02)
Aufwertungsfälle	66,09 (64,88)	66,28 (65,87)	66,31 (65,87)	66,64 (66,14)	66,82 (66,23)	67,09 (66,37)	67,35 (66,47)	67,69 (66,62)	68,14 (66,93)	68,84 (67,37)	69,74 (67,90)

Angegeben werden die durchschnittlichen Inflationsraten, Leistungsbilanzsaldo, Wachstumsraten und Beschäftigungsquoten der Abwertungsländer in den Jahren der verhandelten Abwertungsereignisse, der Aufwertungsländer in den Jahren der verhandelten Aufwertungsereignisse sowie die entsprechenden Durchschnittswerte für jeweils fünf Jahre vor und nach den Wechselkursanpassungen. Angaben in Klammern: Durchschnittswerte für alle Länder, die zum Zeitpunkt t Mitglieder des EWS-Wechselkursmechanismus waren. Definitionen und Quellen der Variablen: Siehe Anhang A1.

Entwicklungen der Auf- und Abwertungsländer erkennen, geben aber keinerlei Aufschluss darüber, ob die entsprechenden Entwicklungen *kausal* auf die Auf- und Abwertungsereignisse zurückzuführen sind.

Ebenso wie in Abschnitt 3 wird unsere Aufmerksamkeit insbesondere der Inflation gelten, weil mangelnde Inflationskonvergenz bei unveränderten Wechselkursen unweigerlich Anpassungsdruck erzeugt. Entwicklungen im Bereich der realen Zinssätze werden hier vernachlässigt. Wie sich zeigt, wiesen die Abwertungsländer nicht nur im Jahr der eigentlichen Wechselkursanpassung, sondern bereits in den Jahren zuvor in der Tat eine deutlich überdurchschnittliche Inflationsrate auf. Anders als bei den Aufwertungsländern ist bei den Abwertungsländern in den Jahren vor der Wechselkursanpassung zudem kein relativer Disinflationierungstrend erkennbar. Was geschah in den Folgejahren? Nominale Abwertungen lassen sich als Folgen überdurchschnittlicher Preissteigerungsraten darstellen, gleichzeitig sind sie aber – wenn steigende Importpreise Lohn-Preis-Spiralen auslösen – eine potenzielle Quelle neuer Inflationsschübe. Tatsächlich aber setzten nach verhandelten Abwertungen im EWS im Durchschnitt nicht Reflationierungen, sondern Disinflationierungen ein, die sogar deutlicher ausfielen als die Disinflationierungen der Aufwertungsländer und ebenfalls deutlicher als der übergreifende Zeittrend. Die Abwertungsländer bemühten sich offenbar mit zumindest relativem Erfolg, zukünftigen Abwertungsdruck zu minimieren (vgl. hierzu auch Abschnitt 6). Die Werte in Tabelle 3 verdeutlichen allerdings auch, dass bei den Abwertungsländern trotz erfolgreicher relativer Disinflationierung stets ein positives Inflationsdifferenzial sowohl gegenüber den Aufwertungsländern als auch gegenüber dem EWS-Durchschnitt verblieb. Es gelang den Abwertungsländern im EWS also, künftigen Abwertungsdruck abzuschwächen, nicht aber, ihn gänzlich zu beseitigen.

Die in Tabelle 3 dargestellten Daten zur Leistungsbilanz lassen sich parallel zu den Inflationsdaten interpretieren. Wie nicht anders zu erwarten, wiesen die Abwertungsländer in den Jahren der Wechselkursanpassungen im Durchschnitt eine defizitäre Leistungsbilanz auf, während die Aufwertungsländer Leistungsbilanzüberschüsse generierten. Während die Leistungsbilanz der Abwertungsländer im Durchschnitt bereits in den Jahren vor der Wechselkursanpassung einen negativen Saldo auswies, ist bei den Aufwertungsländern kein eindeutiger Trend erkennbar. Auf die Wechselkursanpassungen folgte bei den Abwertungsländern im Schnitt eine Verkleinerung des Leistungsbilanzsaldos, also ein relativer Erfolg. Gleichwohl verbleibt die Leistungsbilanz der Abwertungsländer stets im Negativen, der Aufbau weiteren Abwertungsdrucks ist durch die in Tabelle 3 gewählte Darstellungsweise also gut erkennbar. Bemerkenswert ist die entsprechende Entwicklung bei den Aufwertungsländern: diese konnten die relative Verteuerung ihrer handelbaren Güter gegenüber den anderen EWS-Teilnehmern offenbar gut verkraften. Sie konnten ihre Leistungsbilanzüberschüsse im Zeitverlauf sogar weiter vergrößern, was wiederum nahelegt, dass auf Aufwertungen im EWS im Trend die Entstehung neuen Aufwertungsdrucks folgte. Während die Wechselkursanpassungen den Abwertungsländern im Trend, aber nicht durchgreifend halfen, ausgeglichenen Leis-

tungsbilanzen näher zu kommen, haben die Anpassungen den Aufwertungsländern im Hinblick auf ihre Leistungsbilanzsalden im Schnitt zumindest nicht geschadet.

Die in Tabelle 3 dargestellten Angaben zum realen Wirtschaftswachstum verdeutlichen, dass die Abwertungsländer vor den Wechselkursanpassungen im Trend Einbrüche ihres ursprünglich überdurchschnittlichen (aufholenden) Wachstums zu verzeichnen hatten. Auf die Wechselkursanpassungen folgten im Schnitt dann wieder Anstiege des Wirtschaftswachstums. Während dies im Einklang mit den Erwartungen über volkswirtschaftliche Zusammenhänge steht, ist bemerkenswert, dass auf die Aufwertungen im Schnitt keine spiegelbildlichen Wachstumseinbrüche folgten. Es ist nicht erkennbar, dass die relative Verteuerung ihrer Produkte den Aufwertungsländern schadete. Zu bedenken ist hier freilich, dass sich bei den Aufwertungsländern – wie wir anhand der Daten zu den Preissteigerungsraten sahen – schon bald nach den Aufwertungen im Schnitt neuer Aufwertungsdruck, also trendmäßig neue reale Unterbewertungen kumulierten.

Die Angaben zu den Beschäftigungsquoten vermitteln ein ähnliches Bild wie die zum realen Wachstum. Ähnlich wie die Inflationsdaten lassen sich auch diese Angaben allerdings nur sinnvoll interpretieren, wenn man zunächst den übergreifenden Zeittrend erfasst: Die Bestandzeit des EWS war eine Zeit zunehmender Inklusion von Frauen in den Arbeitsmarkt und daher steigender Beschäftigungsquoten. Entgegen dem Zeittrend stagnierten die durchschnittlichen Beschäftigungsquoten der Abwertungsländer in den Jahren vor der Wechselkursanpassung, um im Anschluss geringfügig zu steigen. Den Aufwertungsländern scheinen die Aufwertungen auch im Hinblick auf den Beschäftigungsaufbau nicht geschadet zu haben. Im Umfeld der Wechselkursanpassungen entwickelten sich ihre Beschäftigungsquoten ungefähr im Zeittrend und nach den Anpassungen entgegen der Erwartung sogar etwas günstiger als davor.²⁴

Politisch-institutionelle Merkmale der Abwertungsländer und der Aufwertungsländer

Bereits in Abschnitt 2 haben wir gesehen, dass die beiden Typen politisch ausgehandelter Wechselkursanpassungen – die Abwertungen und die Aufwertungen – nicht zufällig über das Sample der EWS-Teilnehmer gestreut sind. Es ließ sich vielmehr ein Weichwährungspol mit Ländern unter latentem Abwertungsdruck und ein Hartwährungs-

24 Wir haben analoge Berechnungen auch mit den Arbeitslosenquoten durchgeführt (die Ergebnisse können von den Autoren angefordert werden). Die Berechnungen vermitteln kein grundsätzlich anderes Bild: Es zeigt sich ein überdurchschnittlicher Problemdruck, der sich bei den Abwertungsländern vor den Wechselkursanpassungen kumuliert, und zwar kein weiterer Aufbau, aber auch kein Abbau der Arbeitslosigkeit nach den Abwertungsereignissen. Die Aufwertungsländer weisen durchweg niedrigere Arbeitslosenquoten auf, die vor den Realignments in etwa im Zeittrend steigen, um danach entgegen dem Trend sogar leicht zu sinken.

pol mit Ländern unter latentem Aufwertungsdruck unterscheiden. In diesem Abschnitt wollen wir diese Einsicht auf Grundlage einer einfachen deskriptiven Analyse weiter unterfüttern und zeigen, dass sich diese Pole hinsichtlich einiger Merkmale unterscheiden, die in der Vergleichenden Politischen Ökonomie als politisch-institutionelle Determinanten der Inflationsneigung erkannt wurden.

Bei der Wahl der Variablen orientieren wir uns an Busch (1995, 1996), der zeigte, dass sich die Inflationsraten entwickelter Industrieländer in den Jahren 1974 bis 1986 entlang dreier politisch-institutioneller Merkmale unterschieden. Dabei handelte es sich um:

- die Zentralbankunabhängigkeit, weil autonome Notenbanken glaubwürdige Signale aussenden, inflationäre Lohnpolitik notfalls durch eine wachstumshemmende Zinspolitik abzustrafen (siehe auch Hall/Franzese 1998);
- die Ausgestaltung der Arbeitsbeziehungen, weil koordinierte Lohnfindung zur strategischen Lohnmoderation befähigt (siehe auch Streck/Kenworthy 2005);
- und um den Föderalismus, weil vergleichsweise kleine zentralstaatliche Haushaltsbudgets den potenziell inflationstreibenden Einsatz der Fiskalpolitik für die Konjunktursteuerung erschweren (siehe auch Scharpf 1987: Kap. 10.2).

Wir wenden zwei Betrachtungsweisen an und stellen diese vor, bevor wir sie im Anschluss simultan interpretieren. Tabelle 4 stellt dar, wie ausgeprägt die Zentralbankunabhängigkeit (Index nach Cukierman et al., siehe Anhang, Tabelle A1), die Lohnkoordination beziehungsweise der Korporatismus (Siaroffs Index der „integrierten Ökonomie“) und der Föderalismus (Lijpharts Föderalismusindex) im Durchschnitt bei den Auf- und Abwertungsfällen zum Zeitpunkt der Wechselkursanpassungen waren. Für alle drei Variablen wird als Vergleichswert der Durchschnittswert für alle EWS-Teilnehmer angegeben, wobei nur Beobachtungsjahre in den Durchschnittswert einfließen, in denen die betreffenden Länder tatsächlich am EWS-Wechselkursmechanismus teilnahmen (und daher theoretisch auf Basis einer politischen Aushandlung hätten auf- oder abwerten können).

Die Betrachtungsweise in Tabelle 4 hat allerdings den Nachteil, dass alle Auf- und Abwertungen gleichermaßen als Anpassungsereignisse berücksichtigt werden, unabhängig davon, wie stark auf- oder abgewertet werden musste. Daher stellen wir den in Tabelle 4 gezeigten Daten eine weitere, in Tabelle 5 dargestellte Betrachtungsweise zur Seite. Für die Einträge in Tabelle 5 haben wir errechnet, wie stark die Währungen aller 14 Länder, die während der Bestandszeit des EWS flächendeckend oder zeitweise am EWS-Wechselkursmechanismus teilnahmen, zwischen 1979 und 1998 gegenüber dem ECU-Währungskorb an Wert gewannen oder verloren. Diese Werte korrelieren wir mit den Durchschnittswerten der politisch-institutionellen Variablen für den gesamten Zeitraum 1979 bis 1998. Der Vorteil dieser Betrachtungsweise ist, dass sie auch den Ausmaßen der verhandelten Auf- und Abwertungen (sowie allen Auf- und Abwertungen innerhalb der Bandbreiten) Rechnung trägt. Allerdings hat auch diese Darstellungsweise Nachteile: Zum einen fließen auch Wechselkursentwicklungen außerhalb des EWS ein, zum anderen sind diese nicht normalverteilt, weil die italienische Lira und

Tabelle 4 Politisch-institutionelle Merkmale: Aufwertungsfälle und Abwertungsfälle im Vergleich: Durchschnittswerte

	Abwertungsfälle	Aufwertungsfälle	Alle EWS-Mitglieder 1979–1998
Zentralbankunabhängigkeit (0 = geringe Unabhängigkeit, 1 = starke Unabhängigkeit)	0,35	0,45	0,41
Lohnkoordination und Korporatismus (1 = geringe Koordination, 5 = starke Koordination)	2,75	3,66	3,34
Föderalismus (1 = kein Föderalismus, 5 = starker Föderalismus)	1,76	2,93	2,41

Definitionen und Quellen der Variablen: Siehe Anhang A1.

der spanische Real, insbesondere aber der portugiesische Escudo und die griechische Drachme Ausreißerfälle waren, die im Zeitraum des EWS-Bestands besonders stark an Wert verloren.

Wie die Tabellen 4 und 5 zeigen, unterschieden sich die Auf- und Abwertungsländer recht deutlich im Hinblick auf ihre Zentralbankunabhängigkeit, die institutionelle Ausgestaltung ihrer Arbeitsbeziehungen und den Föderalismus.²⁵ Länder, die im EWS aufwerteten, wiesen mehr Zentralbankunabhängigkeit, mehr Lohnkoordination und einen ausgeprägteren Föderalismus als die abwertenden Länder auf und trendmäßig auch höhere entsprechende Werte als der EWS-Durchschnitt. Beide zur Anwendung kommenden Betrachtungsweisen führen übereinstimmend zu diesen Ergebnissen.

Diese Ergebnisse erlauben freilich keine kausale Interpretation dahingehend, dass die Auf- und Abwertungen erfolgten, *weil* die Länder zum Zeitpunkt der Ab- und Aufwertungen die entsprechenden Merkmale aufwiesen. Multivariate Analysen wären notwendig, um ein solches Argument auf gesicherter Grundlage führen zu können. Festhalten lässt sich hier lediglich ein (freilich im Einklang mit den Einsichten der Vergleichenden Politischen Ökonomie befindlicher) Anfangsverdacht, dass die Spaltung des EWS-Raums in Länder mit Auf- und Abwertungsdruck zumindest teilweise strukturell determiniert war. Die entscheidende Implikation für unsere Diskussion ergibt sich aus der *stickiness* von Institutionen: Institutionelle Unterschiede, wie sie etwa von der Korporatismusliteratur (Streeck/Kenworthy 2005), der Literatur über „Spielarten des Kapitalismus“ (Hall/Soskice 2001) und jüngst der Literatur über die institutionellen Unterschiede zwischen export- und binnenorientierten Ökonomien (Baccaro/Pontusson 2015) beschrieben werden, lassen sich nicht kurz- bis mittelfristig einebnen. Namentlich waren die Unterschiede zwischen den Lohnfindungsregimen der EWS-Teilnehmer (die entsprechenden Ergebnisse stechen in den Tabellen 4 und 5 besonders hervor) auch in der Endphase des

25 Zudem kennzeichnen sich die Abwertungsfälle durch einen geringeren Wohlstand und eine unterdurchschnittliche Kapitalmarktöffnung (Ergebnisse können von den Autoren angefordert werden).

Tabelle 5 Wertentwicklung gegenüber dem ECU und politisch-institutionelle Merkmale, 14 europäische Währungen, 1979–1998: Pearsonsche Korrelationskoeffizienten

	Pearsons r
Zentralbankunabhängigkeit (0 = geringe Unabhängigkeit, 1 = starke Unabhängigkeit)	0,20
Lohnkoordination und Korporatismus (1 = geringe Koordination, 5 = starke Koordination)	0,57
Föderalismus (1 = kein Föderalismus, 5 = starker Föderalismus)	0,41

Definitionen und Quellen der Variablen: Siehe Anhang A1.

EWS nicht verschwunden und sie bestehen bis heute fort (Hancké 2013; Höpner/Lutter 2014).²⁶ Auch angesichts dieses Umstands erscheint der Übergang in die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion im Jahr 1999 im Rückblick gewagt (vgl. Abschnitt 6).²⁷

5 Die Konfliktintensität des EWS

In den vorigen Abschnitten haben wir uns auf die ökonomische Logik des EWS konzentriert und die politischen Spannungen, die mit den in ihm notwendigen Entscheidungen einhergingen, ignoriert. Diese werden wir nachfolgend betrachten, indem wir uns zunächst der innenpolitischen Dimension am Beispiel der Konflikte zwischen der deutschen Regierung und der Bundesbank zuwenden. Im Anschluss zeigen wir die transnationale Dimension der Spannungen am Beispiel des französisch-deutschen Konflikts um das Realignment im März 1983 auf.

26 Bemerkenswert erscheint uns in diesem Zusammenhang, dass Lohnfindungsinstitutionen in der (hauptsächlich in der Internationalen Politischen Ökonomie verorteten) Literatur zur Wechselkurspolitik (im Unterschied zur Literatur über die politisch-institutionellen Determinanten der Inflation) bisher nur wenig Aufmerksamkeit geschenkt wurde.

27 Wir haben auch untersucht, ob die Abwertungsländer zum Zeitpunkt der Wechselkursanpassung „linker“ regiert wurden als die Aufwertungsländer und/oder der EWS-Durchschnitt (die Ergebnisse können von den Autoren angefordert werden). Die Abwertungsländer wurden zu den jeweiligen Zeitpunkten in der Tat etwas „linker“ regiert als der Durchschnitt. Deutlicher im Vergleich zum EWS-Durchschnitt ist aber die häufige Regierungsbeteiligung christdemokratischer und konservativer Parteien bei den Aufwertungsländern. Zwar korrespondieren diese Befunde mit einigen gängigen Hypothesen in der politökonomischen Literatur (Broz/Frieden 2006: 592). Sie lassen sich allerdings nicht kausal interpretieren und würden möglicherweise bei multivariater Betrachtungsweise „ausgewaschen“. Der Forschungsstand scheint die Existenz klarer Parteieneffekte auf die Wechselkurspolitik eher zu verneinen (so auch jüngst ein Befund bei Frieden 2015: 169).

Der Konflikt zwischen der Bundesregierung und der Deutschen Bundesbank

Das EWS war auf Initiative der Regierungschefs Deutschlands und Frankreichs, Helmut Schmidt und Giscard d'Estaing (mit Elementen des Fourcade-Plans von 1974, siehe Hoffmeyer 2000: 18f.), entstanden.²⁸ Bemerkenswert ist an der Vorgeschichte des EWS die Nichtbeteiligung der Notenbanken und insbesondere der Deutschen Bundesbank, so etwa im Umfeld des Bremer Ratstreffens vom Juli 1978, auf dem die initialen Planungen erfolgten. Helmut Schmidt und Finanzminister Hans Matthöfer befürchteten, die deutsche Notenbank werde im Falle einer frühzeitigen Einbeziehung destruktiv auf die Pläne einwirken. Erst nachdem die entscheidenden Eckpunkte politisch verhandelt waren, unterrichtete die Bundesregierung die Bundesbank (Abelshauser 2009: 389; Bernholz 1998: 778f. und 797–799; Emminger 1986: 357; Marsh 1992: 194–195; McNamara/Jones 1996: 9–10; Soell 2008: 699).

Warum antizipierten die Architekten des EWS Widerstände aufseiten der deutschen Notenbank? Seit 1974 hatte die Bundesbank Geldmengenziele vorgegeben. Die Erreichung von Geldmengenzielen und die angedachten Mechanismen der Wechselkursstabilisierung ließen sich aber nicht harmonisch vereinbaren. Müssen die Notenbanken schwacher Währungen intervenieren, weil sich der eigene Wechselkurs dem unteren Interventionspunkt nähert, laufen sie Gefahr, ihre Währungsreserven zu verlieren und Kreditfazilitäten in Anspruch nehmen zu müssen. Für die Notenbanken starker Währungen besteht dieses Problem nicht, weil sie in eigener Währung intervenieren. Das in den Markt gepumpte neue Geld konterkariert aber die gesetzten Geldmengenziele.²⁹ Allgemein stand Helmut Schmidt bei der Deutschen Bundesbank in Verdacht, Stabilitätsziele zugunsten konjunkturpolitischer Erwägungen sowie allgemeiner Ziele der europäischen Integration hintanzustellen (Emminger 1986: 364). Es lag also nahe, dass der deutsche Zentralbankrat die EWS-Pläne als Angriffe auf die Notenbankautonomie und den Primat der Stabilitätspolitik werten würde.

Bernholz (1998: 800) zufolge versuchte die Bundesbank in der Frühphase der EWS-Vorbereitungen, Verbündete unter deutschen Interessengruppen einschließlich der Gewerkschaften zu finden. Ihr Ziel war, das diskretionäre Moment des EWS – die Möglichkeit der Wechselkursanpassungen – zu maximieren, die Interventionspflichten hin-

28 Hoffmeyer sieht den entscheidenden Impuls bei Giscard d'Estaing angesiedelt, der einen zögernden Helmut Schmidt davon überzeugte, auf mehr Währungsstabilisierung hinzuwirken (Hoffmeyer 2000: 49–50).

29 Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass die Setzung von Geldmengenzielen erheblich zur Transparenz der Notenbankinterventionen beiträgt. Entsprechend interpretierte Walter (1979: 9) die Vorgabe von Geldmengenzielen als strategische Waffe der Bundesbank gegen die Politik: Führe die Wahrnehmung der Interventionspflichten zur Verletzung zuvor gesetzter Geldmengenziele, dann sei mit öffentlicher Unterstützung zu rechnen, wenn die Bundesbank die Politik zu neuen Wechselkursanpassungen dränge. Wenn man sich also fragt, warum die Bundesbank bis zum Übergang in den Euro an ihrem Konzept der Geldmengensteuerung festhielt, dann könnten „strategische“ Erwägungen der beschriebenen Art ein ebenso wichtiger Teil der Antwort sein wie die Wirkungskraft ökonomischer Paradigmen.

gegen zu minimieren. Je näher sie diesem Ziel gekommen wäre, umso mehr hätte sie das EWS faktisch einem flexiblen Wechselkursregime angenähert. Im Juni 1978 richtete die Bundesbank einen Brief an den Bundeskanzler, in dem sie auf die Grenzen der Interventionspflichten hinwies: Verpflichtungen, die geeignet seien, das Stabilitätsziel der Bundesbank zu unterminieren, seien mit dem Mandat der Bundesbank unvereinbar. Tatsächlich setzte die Bundesbank die Zusage des Kanzlers durch, sie bei drohender Verletzung des Stabilitätsziels von der Verpflichtung zur Intervention zugunsten schwächer Währungen zu entbinden (Bernholz 1998: 801–802; Stoltenberg 1997: 236). Erst nach dieser Zusicherung fand sich im Zentralbankrat eine Mehrheit für die Ziele der Regierung. Folgender Umstand illustriert die Schwere der Spannungen während der Vorbereitungsphase des EWS: Wie Emminger (1986: 363) berichtet, hatte sich Bundeskanzler Schmidt bereiterklärt, im Herbst 1978 den Zentralbankrat zu besuchen, um Stand und Hintergründe der EWS-Vorbereitungen zu erläutern. Otmar Emminger (Bundesbankpräsident 1977 bis 1979) riet dem Kanzler von einem Besuch der Bundesbank ab: Jeder Versuch, auf die Meinungsbildung im Zentralbankrat einzuwirken, könne kontraproduktiv wirken und Reaktionen nach dem Motto „Jetzt erst recht nicht!“ hervorrufen.³⁰

Es ließe sich einwenden, dass Konflikte um die *Struktur* des EWS noch nicht notwendigerweise darauf hindeuten, dass auch seine *Operationsweise* von innenpolitischen Konflikten der beschriebenen Art begleitet war. Tatsächlich aber ziehen sich derartige Konflikte wie ein roter Faden durch die Geschichte des EWS. Ein diskretionäres Wechselkursregime lässt sich als institutionelles Arrangement verstehen, dessen Stellung zwischen den Polen „fest“ und „anpassungsfähig“ in jedem Einzelfall zum Gegenstand von Aushandlungen wird. So drängte die Bundesbank die Bundesregierung immer wieder, in internationale Verhandlungen einzutreten, um Interventionsverpflichtungen und damit einhergehende Expansionen der deutschen Geldmenge durch Wechselkursanpassungen zu beenden. Die Bundesbank sah sich ihrerseits regelmäßig innenpolitischer und internationaler Kritik ausgesetzt, wenn sie harte Zinsentscheidungen mit Blick auf die innere Preisstabilität traf und die Nachbarn damit vor die Wahl stellte, ihre geldpolitischen Entscheidungen entweder nachzuvollziehen oder abzuwerten (oder beides gleichzeitig; siehe die zahlreichen Nachweise in Baltensberger 1998, der die Phasen besonders heftiger Kritik an der Bundesbank auf die Jahre 1980 bis 1981, 1986 bis 1988 und 1991 bis 1993 datiert)³¹.

30 Zwar war der Eintritt in das EWS eine währungs- statt geldpolitische Entscheidung, die nicht in den Zuständigkeitsbereich der Notenbank fiel. Faktisch war die Regierung jedoch auf die Kooperation der Bundesbank angewiesen, weil sich die am EWS beteiligten Zentralbanken über die Einzelheiten bei den Interventionen und die Modalitäten der transnationalen Kreditvergaben einig werden mussten. Siehe Marsh (1992) für eine ausführliche Diskussion der Unabhängigkeit der Bundesbank in Abgrenzung zur Bundesregierung.

31 Ein eindrückliches Beispiel sind die im Spiegel 39/1992, S. 144–145, wiedergegebenen europäischen Reaktionen auf die Zinsentscheidungen der Bundesbank im Vorfeld der EWS-Krise 1992/93.

Nun sind die Spannungen zwischen Regierung und Bundesbank lediglich ein Beispiel für die innenpolitische Konflikthanfälligkeit diskretionär anpassungsfähiger Wechselkursregime. Allgemein muss die Nutzung des diskretionären Handlungsspielraums vor Interessengruppen und Wählern verantwortet werden (Schmidt 1990: 233). Aus Sicht der Politiker, die dabei in das Schussfeld widerstreitender Interessen geraten, ist das ein Nachteil sowohl gegenüber gänzlich flexiblen Wechselkursregimen (in denen der nominale Wechselkurs ein Marktergebnis ist) als auch gegenüber Währungsunionen (in denen es keine veränderbaren nominalen Wechselkurse mehr gibt). Jede Intervention am Devisenmarkt und jede Wechselkursanpassung – und ebenso deren Ausbleiben – bringt Gewinner und Verlierer hervor, etwa Konsumenten und importstarke Sektoren als Nutznießer von Überbewertungskonstellationen einerseits und die Exportwirtschaft, deren Beschäftigte und gegebenenfalls mit der Exportwirtschaft verflochtene Banken als Nutznießer von Unterbewertungskonstellationen andererseits (Henning 1994; Frieden 1997, 2015; Walsh 2000). Mehr als andere Währungsordnungen sehen sich diskretionäre Wechselkursregime im „Normalbetrieb“ (in Abgrenzung von Krisensituationen) also dem Spannungsfeld widerstreitenden Lobbyings und der Notwendigkeit rechtfertigungsbedürftiger, unpopulärer Entscheidungen ausgesetzt.

Die Aushandlung der Realignments vom März 1983

Wenden wir uns nunmehr der transnationalen Dimension der Konflikte um verhandelte Wechselkursanpassungen zu. Um das Ausmaß an politischer Energie zu illustrieren, das die beteiligten Regierungen in die entsprechende Konfliktbearbeitung investieren mussten, greifen wir ein Beispiel heraus, und zwar die Auseinandersetzung um die Wechselkursanpassungen im März 1983, die in Tabelle 1 durch die Einträge zu „Runde 7“ repräsentiert wird und die sich vor allem – aber nicht nur – als Konflikt zwischen Deutschland und Frankreich manifestierte. Die Spannungen zwischen Deutschland und Frankreich sind in unserem Zusammenhang von besonderem Interesse, weil der Integrationswille dieser Länder seit den Römischen Verträgen als Motor der europäischen Integration wirkte. Gleichzeitig stehen beide Länder stellvertretend für zwei unterschiedliche Sichtweisen auf das wünschenswerte Zusammenwirken von Staat und Wirtschaft, die das EWS überdauerten und auch heute noch im Euro fortbestehen (Kauffmann/Uterwedde 2010: 13–14): Die dominierende französische Sichtweise auf dem Primat der Politik über die Wirtschaft beharrend, interventionistisch und eher binnenorientiert, die deutsche Sichtweise hingegen stabilitätsorientiert, regelbasiert, auf autonome Instanzen setzend und eher exportorientiert.³²

32 Die Unterscheidung von *government* und *governance* bringt diese Traditionen und Sichtweisen gut auf den Punkt.

Vor dem Hintergrund des zweiten Ölpreisschocks und des Versuchs der Regierung Mitterand/Mauroy, den Schwierigkeiten der französischen Ökonomie mit einer keynesianisch-expansiven Wirtschaftspolitik zu begegnen, hatte Frankreich in allen Jahren zwischen 1979 und 1982 mit zweistelligen Inflationsraten und zudem einem persistent über sechs Prozentpunkten liegenden Inflationsdifferenzial gegenüber dem deutschen Nachbarn zu kämpfen (vgl. Abschnitt 3). Daher war der Franc immer wieder unter Abwertungsdruck geraten, bereits zweimal – im Oktober 1981 und im Juni 1982 – wurde die Parität des Franc nach unten korrigiert. In einer solchen Situation befand sich Frankreich auch in den ersten Wochen des Jahres 1983.³³ Im Prinzip hatte sich die Sicht bereits durchgesetzt, dass eine erneute Wechselkursanpassung unumgänglich war.³⁴ Eine offene Frage war aber die Aufteilung der Anpassungslast zwischen den EWS-Teilnehmern (Hoffmeyer 2000: 58). Innenpolitisch wurde die französische Regierung gedrängt, auf eine Aufwertung der Währungen des DM-Blocks hinzuwirken und eher ein Verlassen des EWS anzudenken, als die eigene Wirtschaftspolitik konterkariert zu sehen oder erneut selbst abwerten zu müssen.

Wie hat man sich die Verhandlungen über die Aufteilung der Anpassungslast nun vorzustellen? Darstellungen dieser Vorgänge finden sich sowohl in den Erinnerungen des damaligen deutschen Finanzministers Stoltenberg (Amtszeit 1982 bis 1989; Stoltenberg 1997: Kap. 13) als auch in den Erinnerungen des damaligen französischen Finanz- und Wirtschaftsministers Delors (Amtszeit 1981 bis 1984; Delors 2004: Kap. 5). In der ersten Märzhälfte wollte Mitterand eine rasche DM-Aufwertung erreichen, wobei ihm eine Größenordnung von 8 bis 9 Prozent vorschwebte. Stoltenberg reiste am 17. März nach Frankreich, um dem französischen Staatspräsidenten den verhaltenen deutschen Standpunkt darzustellen. Um den Finanzmärkten keine Signale auf ein bevorstehendes Realignment zu geben, fand bereits dieser Besuch unter größter Geheimhaltung statt. Stoltenberg landete auf einem Militärflugplatz und wurde über einen normalerweise nicht benutzten Seiteneingang ins Elysée geleitet. Weil – auch dies aus Gründen der Geheimhaltung – auf einen Dolmetscher verzichtet werden sollte, übersetzte ein persönlicher Vertrauter Mitterands diesem die Ausführungen des Gastes, wie sich Stoltenberg erinnert, mit größter Mühe. Während Deutschland zu einer Aufwertung bereit war, verlangte es ein Entgegenkommen Frankreichs in Form eines eigenen Abwertungsschritts, den Mitterand vermeiden wollte.

33 Im Vorjahr 1982 hatte Frankreich ein für damalige Verhältnisse hohes Leistungsbilanzsaldo von 2,1 Prozent des BIP ausgewiesen (es handelte sich um das höchste Leistungsbilanzsaldo, das Frankreich im gesamten EWS-Zeitraum hinnehmen musste). Zum Vergleich: Deutschland wies im Jahr 1982 einen leichten Leistungsbilanzüberschuss von 0,7 Prozent des BIP aus, dieser Überschuss stieg in allen Folgejahren an, bis er 1989 4,1 Prozent des BIP erreichte (vgl. für die nachfolgende EWS-Krise Abschnitt 3).

34 Diese Ansicht ist die Essenz von verschiedenen Memos der *Conseillers techniques auprès la Présidence* Elisabeth Guigou und François Xavier Stass an Präsident Mitterrand im Zeitraum vom 10.12.1982 (unter „Primärquellen“ gekennzeichnet als Memo Nummer 42), vom 18.2.1983 (Memo 102) und vom 3.3 bis 10.3.1983 (Memos 121,122,494,129).

Noch in derselben Woche trafen sich die beteiligten Finanzminister und Notenbankpräsidenten in Brüssel, um die Modalitäten der Wechselkursanpassung zu verhandeln. Die Vertreter dreier von Stoltenberg nicht näher benannter Länder wandten sich gegen eigene Wechselkursanpassungen gegenüber der DM; Frankreich solle seinerseits abwerten und anschließend eine strikte Stabilitätspolitik verfolgen.³⁵ Hingegen lag die Hauptschuld für die Unruhen im EWS nach französischer Lesart auf deutscher Seite. Bewege sich die deutsche Seite nicht, werde Frankreich aus dem EWS austreten (Delors 2004: 180–181).³⁶ Nach Delors' Darstellung erhielt Frankreich Unterstützung von den Vertretern Belgiens und Großbritanniens. Die 48-stündigen Verhandlungen³⁷ wurden immer wieder durch bilaterale Einzelgespräche und Rücksprachen der Verhandlungspartner mit ihren Regierungen unterbrochen. Allein zweimal musste Delors die Verhandlungen unterbrechen, um zu Konsultationen nach Paris zu reisen.³⁸ Am Ende dieser Verhandlungen stand der in Tabelle 1 einsehbare Kompromiss: eine Aufwertung der DM um 5,5 Prozent, geringfügigere Aufwertungen der niederländischen, dänischen, luxemburgischen und belgischen Währungen, Abwertungen des Franc und der Lira um 2,5 Prozent und des irischen Pfunds um 3,5 Prozent.

Diese Schilderungen illustrieren die politische Energie, die in die „Pflege“ eines diskretionären Wechselkursregimes investiert werden müssen – und verdeutlichen, warum es für die beteiligten Politiker in den Neunzigerjahren eine attraktive Option war, das EWS trotz fragwürdiger Konvergenzerfolge durch eine einheitliche Währung mit multilateraler Notenbank zu ersetzen. Die Verschränkung von innen- und außenpolitischen Konfliktlinien, die durch politisch ausgehandelte Wechselkursanpassungen tangiert werden, lassen das diskretionäre Moment des EWS nicht nur als nützlichen ökonomischen Puffer, sondern gleichzeitig auch als politische Bürde erscheinen.³⁹ Hierbei kann

35 Das Verhandlungsergebnis und die Darstellungen deuten darauf hin, dass unter diesen drei Ländern Dänemark und die Niederlande waren.

36 Eine Bemerkung Delors' (2004: 281) legt nahe, dass die deutsche Seite die französische Drohung mit einem EWS-Austritt ihrerseits mit der Drohung beantwortete, die Notenbankinterventionen zugunsten des Franc einzustellen. Ein etwaiges Ausscheiden aus dem EWS wurde in der Regierung Mitterrand bei allen drei Abwertungen der Jahre 1981 bis 1983 als mögliche politische Lösung diskutiert. Auch Deutschland nutzte wiederholt die Drohung des Ausscheidens aus dem EWS, um sich Verhandlungsvorteile zu verschaffen.

37 Nach Stoltenbergs Darstellung handelte es sich um eine einzelne Marathonsitzung, nach Delors' Darstellung um eine Serie von aufeinanderfolgenden Einzelsitzungen.

38 Vom Spiegel (13/1983, 137) wurde eine dieser Konsultationsreisen wie folgt beschrieben: „Mitte in der Sitzung verabschiedete sich der Minister von seinen Kollegen. Delors: ‚Ich muss jetzt nach Hause.‘ Die in Brüssel zurückgebliebenen wussten nicht, ob Delors jemals wiederkehren würde. Am Montagmorgen kam der Franzose dann wieder zurück.“

39 Die Möglichkeit von Paketlösungen – also die Vermengung mit sachfremden Verhandlungen – steigert diese Komplexität noch zusätzlich. Mitunter wurde die Gefahr von Paketlösungen von Verfechtern strikter Stabilitätspolitik als Argument gegen das EWS in Stellung gebracht, etwa von Ludwig Poullain, der beispielsweise vor Paketlösungen aus Wechselkurs- und Fischereipolitik warnte: „Kabeljau und Stabilität der deutschen Mark“ – das gehöre nicht vermengt (Poullain 1979: 132). Als weitere Komplexitätssteigerung tritt das variable *timing* von Wechselkursanpassungen hinzu, die häufig bis nach Wahlterminen hinausgezögert werden (siehe hierzu die bei Broz/Frieden 2006: 595 zitierte Literatur).

es durchaus zu Konstellationen kommen, in denen sich innenpolitische Restriktionen in den transnationalen Verhandlungen als hilfreich erweisen. Beispielsweise konnte der deutsche Finanzminister Matthöfer die gegenüber der Bundesbank gemachte Zusage, die Interventionsverpflichtungen der deutschen Notenbank notfalls außer Kraft zu setzen, im September 1979 einsetzen, um auf die ersten Wechselkursanpassungen im EWS hinzuwirken (Bernholz 1998: 801–802). Diese Beobachtung sollte allerdings nicht zu dem Fehlschluss anleiten, die mit Wechselkursanpassungen einhergehenden Verteilungskonflikte im Innern und nach Außen würden sich im Ergebnis gewissermaßen gegenseitig neutralisieren. Die Gleichzeitigkeit und Verschränkung dieser Konflikte verdichten sich vielmehr zu einer andauernden, in diskretionäre Wechselkursregime zwangsläufig eingebauten Komplexität, deren zeitweise Beherrschung nur unter Aufwendung zermürender politischer Anstrengungen möglich erscheint.

6 Interpretation

In diesem Text haben wir die durch die Eurokrise angestoßene Debatte über die Funktionsweise diskretionärer Wechselkursregime zum Ausgangspunkt für einen Rückblick auf das Europäische Währungssystem genommen, das von 1979 bis zur unwiderruflichen Fixierung der nominalen Wechselkurse zum Jahreswechsel 1998/1999 Bestand hatte. Gegenüber seinem Vorgänger, der europäischen Währungsschlange, zielte das EWS auf verstärkte Interventionen zur Stabilisierung der nominalen Wechselkurse der teilnehmenden Länder. Gleichwohl blieb die Möglichkeit politisch verhandelter Anpassungen der nominalen Wechselkurse erhalten. Aufgrund der Schwierigkeit, die seit 1999 entstandenen realen Wechselkursverzerrungen allein durch interne Anpassungsmaßnahmen (De- und Reflationierungen) aufzulösen, haben einige Teilnehmer der Debatte den Übergang zu einem neuen diskretionären Währungsregime vorgeschlagen, dessen Kern der formal noch bestehende, aus dem EWS stammende Wechselkursmechanismus II sein könnte. Unser Rückblick erlaubt die Formulierung einiger vorsichtiger Einschätzungen zu der Frage, wie ein solches Regime in der Euro-Ära funktioniert hätte beziehungsweise wie es in Zukunft funktionieren könnte.

Zunächst fällt auf, dass das diskretionäre Moment des EWS, die Möglichkeit der Wechselkursanpassung, häufig genutzt werden musste (Abschnitt 2). Da die Herstellung einer für ein festes Wechselkursregime hinreichenden Inflationskonvergenz auch im Euro nicht gelang, spricht alles dafür, dass auch in ein EWS II, würde es heute errichtet, keine Ruhe einkehren würde. Mutmaßlich wären in regelmäßigen Abständen Notenbankinterventionen an den Devisenmärkten notwendig, um die teilnehmenden Währungen kurzfristig in den gewünschten Bandbreiten zu halten, und mutmaßlich müssten diese Bandbreiten mittelfristig immer wieder angepasst werden, um divergenten Preisauftrieben und daher verzerrten effektiven Wechselkursen Rechnung zu tragen und den Teilnehmerländern so zu einem währungsseitig möglichst unverzerrten Handel und Zah-

lungungsverkehr zu verhelfen. Dieses Szenario lässt sich im Prinzip sowohl als Schwäche als auch als Stärke verstehen: als Schwäche, weil vom Ziel der Stabilisierung der nominalen Wechselkurse Abstand genommen werden müsste, und als Stärke, weil sich kumulierende reale Über- und Unterbewertungen der teilnehmenden Währungen anders als in den Jahren seit 1999 zumindest kurzfristig durch nominale Anpassungen korrigieren lassen würden.

Die Warnungen vor mit diskretionären Wechselkursregimen einhergehenden Abwertungswettläufen (etwa Schulmeister 2013: 108; Vobruba 2013) können sich allerdings nicht auf die Erfahrungen mit dem EWS berufen. Weder in ihm noch unter dem Regime der Währungsschlange noch unter dem Regime von Bretton Woods waren Abwertungswettläufe zu beobachten,⁴⁰ und es ist unklar, warum solche in einem etwaigen EWS II ausbrechen sollten. Im EWS waren es bestimmte Länder – insbesondere die südeuropäischen Teilnehmer, Irland, und während der ersten Hälfte des EWS-Bestands zudem Frankreich –, die immer wieder Abwertungsdruck nachgeben mussten, und andere Länder – die des sogenannten DM-Blocks –, bei denen sich immer wieder Aufwertungsdruck aufstaute (Abschnitt 3). Wie wir in Abschnitt 4.2 gesehen haben, korrespondierte diese durch das EWS verlaufende Spaltungslinie mit unterschiedlichen politisch-institutionellen Merkmalen, die in der politökonomischen Literatur als strukturelle Determinanten der Inflation diskutiert wurden. Diese Unterschiede haben sich, insbesondere hinsichtlich der Modalitäten der Lohnfindung, bis heute nicht eingeebnet (Höpner/Lutter 2014). Es kann daher mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit vorausgesagt werden, dass auch ein neues EWS seine Teilnehmer mittelfristig in Ländergruppen mit Auf- und Abwertungstendenzen spalten würde, statt umfassende Abwertungswettläufe auszulösen.

Ebenso wie im EWS würden Auf- und Abwertungen in einem neuen diskretionären Wechselkursregime Ungleichgewichte stets nur zeitweise eindämmen, ohne ihre mittelfristige Neuentstehung verhindern zu können. Wenn gegen diskretionäre Währungsregime aber eingewandt wird, dass nominale Abwertungen sinnlos, ja kontraproduktiv seien, weil sie die Inflation anheizen (Hickel 2013b: 37; Schulmeister 2013: 108), dann kann sich auch diese Sichtweise nicht auf die Erfahrungen aus den Jahren 1979 bis 1998 berufen. Ganz im Gegenteil hinderten die Wechselkursanpassungen die Abwertungsländer nicht daran, am inner- und außerhalb des EWS stattfindenden Disinflationierungstrend teilzunehmen und innerhalb des EWS als entscheidende Treiber dieses Trends zu fungieren. Namentlich ließen sich in den unmittelbar auf die Abwertungen folgenden Jahren keine Inflationsschübe beobachten (und auch keine schweren konjunkturellen Einbrüche in den Aufwertungsländern, vgl. die Einzelheiten in Abschnitt 4). Das Problem war im EWS vielmehr, dass auch der übergreifende Disinflationierungstrend kei-

40 Die letzten Abwertungswettläufe (definiert als Serie wechselseitiger nominaler Abwertungen) unter den Teilnehmern des späteren EWS fanden in den frühen 1930er-Jahren statt. Die nachfolgenden Regime wurden gerade im Lichte dieser negativen Erfahrungen geschaffen.

ne Inflationskonvergenz herstellte, der den zukünftigen Verzicht auf nominale Wechselkursanpassungen gerechtfertigt hätte.

Gleichwohl waren die nominalen Wechselkursanpassungen nicht nutzlos. Wenn Hassel (2014: 9) vermutet, dass sich die im Euro zu beobachtenden Leistungsbilanzungleichgewichte auch unter den Bedingungen des EWS aufgebaut hätten, stimmt das nur bedingt. Korrekt ist, dass auch im EWS Länder über längere Zeiträume in Defizitpositionen verharrten, so Frankreich in den Jahren 1980 bis 1991 und Italien von 1980 bis 1992 (einzelne Jahre ausgenommen), während Deutschland von 1982 bis zum Wiedervereinigungsboom (bis einschließlich 1990) Leistungsbilanzüberschüsse generierte. Aber es gelang, diese Defizite und Überschüsse in vergleichsweise engen Grenzen zu halten. Für die genannten Länder und Jahre betragen sie durchschnittlich $-0,6$ Prozent (Frankreich), $-1,2$ Prozent (Italien) und $+2,5$ Prozent (Deutschland). Im Vergleich zu den Leistungsbilanzungleichgewichten in der Eurozone erscheinen die Zustände im EWS vorbildlich. Namentlich hat es eine Konstellation, in der ein einzelnes Land – Deutschland – elf Jahre in Folge (2004 bis 2014) einen Leistungsbilanzüberschuss von über 4 Prozent erzielt hätte (in acht dieser elf Jahre sogar über 6 Prozent), im EWS nicht gegeben. Auch zweistellige Leistungsbilanzdefizite (fünf Eurojahre in Griechenland und sieben in Portugal) kamen im EWS niemals vor. Wenn also Hickel (2013b) in der Diskussion um diskretionäre Wechselkursregime vor einem „zurück ins Chaos“ warnt, können jedenfalls nicht die in den Leistungsbilanzen zum Ausdruck kommenden transnationalen realwirtschaftlichen Ungleichgewichte gemeint sein. Hinsichtlich der Fähigkeit, solche Ungleichgewichte in Grenzen zu halten, sprechen die verfügbaren Daten klar dafür, dass das diskretionäre Regime des EWS der Währungsunion überlegen war.

Hält man sich diesen Sachverhalt vor Augen, erscheint im Nachhinein rätselhaft, warum sich die EWS-Teilnehmer in den Neunzigerjahren entschlossen, das diskretionäre Wechselkursregime zugunsten einer Währungsunion abzuschaffen (einen guten Überblick bieten Sadeh/Verdun 2009, siehe auch Frieden 2014). Nachvollziehbar wird diese Entscheidung nur unter Vergegenwärtigung der zeitlichen Abläufe im EWS (Abschnitt 3): Der Abschluss der Maastrichter Verträge koinzidierte mit dem Ende der fünfjährigen Ruhephase im EWS, in der mit gewisser Berechtigung vermutet werden konnte, die Notwendigkeit nominaler Wechselkursanpassungen gehöre der Vergangenheit an. Warum aber, so müsste man im Anschluss fragen, revidierte man die Beschlüsse von Maastricht nicht, nachdem doch offensichtlich geworden war, dass die beteiligten Länder keinen Grad an Inflationskonvergenz erreicht hatten, der die unwiderrufliche Fixierung der Wechselkurse rechtfertigen konnte?

Gewiss, die politischen Kosten einer Abwicklung des Maastrichter Vertrags wären hoch gewesen, der Gesichtsverlust der beteiligten Politikerinnen und Politiker erheblich und die symbolische Wirkung für das europäische Projekt potenziell verheerend. Unseres Erachtens ist die im Nachhinein offensichtlich erscheinende Fehlentscheidung aber letztlich nur verstehbar, wenn man sich vergegenwärtigt, wie die damaligen Expertinnen und Experten über Inflation dachten. Die betreffenden Ereignisse fielen in das

(kurze) Zeitfenster, in dem der Monetarismus hegemonial war und man Inflation daher für ein ausschließlich monetäres Phänomen hielt.⁴¹ Man glaubte, eine gemeinsame, unabhängige Geldpolitik werde in der Lage sein, auf eine niedrige und vor allem *einheitliche* Inflationsrate hinzuwirken, und man könne es darüber hinaus den nationalen Sozialpartnern überlassen, mehr oder weniger arbeitsmarkträumende Lohnniveaus zu finden. Und wenn mit inflationsbedingten Verzerrungen der realen effektiven Wechselkurse nicht zu rechnen war, dann war folgerichtig auch kein Anlass für die etwaige Sorge auszumachen, die Gründung einer gemeinsamen, multilateralen Zentralbank könne zwar die Macht der Bundesbank brechen, die deutsche Wirtschaft im Gegenzug aber wegen sich aufkumulierender Kostenvorteile zum europäischen Hegemon aufsteigen lassen.⁴² Heute steht außer Frage, dass dies Irrtümer waren.

Eine naheliegende Schlussfolgerung lautet, dass man sich die rationale Strategie- und Prognosefähigkeit der Architekten des Euro nicht zu ausgeprägt vorstellen darf (vgl. Walter/Willett 2010). Interessanterweise wird aber gerade dies von Debattenteilnehmern wie Moravcsik heftig bestritten. Dieser Interpretation zufolge verfügten die Eurogründer im Süden und Norden Europas sowohl über eine ausgeprägte Prognosefähigkeit als auch über rationale Handlungskapazität – und „both groups got what they wanted out of the euro“:⁴³ Der Süden wollte nicht nur eine multilaterale Notenbank anstelle der Bundesbank, sondern auch die Gelegenheit zu günstiger privater und öffentlicher Verschuldung, der Norden freie Bahn für dauerhafte reale Unterbewertungen und daraus folgende Wettbewerbsvorteile auf den Exportmärkten (siehe auch Walther 2012: 221).⁴⁴ Wenn aber diese Effekte vorhergesehen wurden, warum nicht auch die Verwerfungen, die letztlich aus dieser Konstellation folgten? Wie realistisch ist eine Position, die die Eurogründung erklärt, indem sie unterstellt, die beteiligten Akteure hätten *ex ante* vorausgesehen oder auch nur ahnen können, was durch die unwiderrufliche Fixierung der Wechselkurse in Gang gesetzt werden würde? Kurz, wäre der Euro wirklich gegründet worden, wenn man seine mittelfristigen Effekte vorhergesehen hätte?

41 Flassbeck/Spiecker (2014) datieren die Hochphase des Monetarismus auf die Achtziger- und Neunzigerjahre, verweisen aber auch auf erhebliche Ungleichzeitigkeiten im internationalen Vergleich: Während der Abstieg des Monetarismus in den USA bereits in den späten Achtzigerjahren einsetzte, blieb er in Deutschland bis zum Übergang in den Euro dominant.

42 Siehe für diese Fehleinschätzung, insbesondere aufseiten Frankreichs, beispielsweise Spiegel 36/1992, S. 149.

43 Zitiert nach: <www.debatingeurope.eu/2012/07/13/does-the-eu-have-a-democratic-deficit>.

44 Im Einzelnen hätten die Betroffenen hierfür voraussehen müssen, dass die Kapitalmarktteilnehmer das Fehlen eines *lenders of last resort* in der Währungsunion zunächst ignorieren und folglich eine Konvergenz der Risikoaufschläge auf Staatsanleihen herbeiführen würden (öffentliche Verschuldungsmöglichkeiten); dass sich die Konjunkturen im Euroraum stark unterscheiden würden und die EZB daher einen nominalen Zins setzen müsste, der für die Länder des Südens zu niedrig sein würde (private Verschuldungsmöglichkeiten); und dass sich in der Währungsunion keine Inflationskonvergenz einstellen würde, sodass die fehlende Korrekturmöglichkeit über den nominalen Wechselkurs für den Norden wie eine umfangreiche, dauerhafte Exportsubvention wirken würde (reale effektive Unterbewertungen). Die entsprechende Prognosefähigkeit der späteren Euroteilnehmer muss zweifellos mit einem großen Fragezeichen versehen werden.

Auf Grundlage unseres Rückblicks auf das EWS scheint uns, dass man einer realistischen Antwort durch den Verweis auf die Unzufriedenheit mit dem *status quo ante* näher kommt als mit der Annahme ausgeprägter Prognosekapazitäten der beteiligten Akteure. Diese Unzufriedenheit war nicht zuletzt ein Unbehagen an der stetigen politischen Konfliktaufladung, die mit der Pflege des diskretionären Regimes unweigerlich einhergehen musste – und die mutmaßlich auch mit der Errichtung eines etwaigen EWS II einhergehen würde. Diese Konflikttintensität haben wir in Abschnitt 5 anhand eines empirischen Beispiels illustriert. Die beteiligten Regierungschefs, Finanzminister und Notenbankpräsidenten hatten allen Grund, die Aussicht auf eine niemals endende Serie an politisch verhandelten Wechselkursanpassungen als Albtraum zu empfinden, und hatten deshalb einen guten Punkt, als sie entschieden, sich dieser Aussicht durch die unwiderrufliche Fixierung der Wechselkurse und den Übergang in eine gemeinsame Währung zu entledigen.

Diese Einsichten verdeutlichen, dass das ideale Wechselkursregime für das heterogene Europa nicht existiert. Alle drei Optionen – flexibel, diskretionär und fest – entfalten spezifische Vorteile und Nachteile.⁴⁵ Angesichts der damals wie heute nicht erreichten Inflationskonvergenz war die in das EWS eingebaute Möglichkeit der Wechselkurskorrektur der „ökonomischen Basis“ Europas der Jahre 1979 bis 1998 angemessener als feste Wechselkurse, und alles spricht dafür, dass dies auch heute noch so ist. Die politisch zermürbende Prozedur, die notwendig war, um Anpassungen zu erreichen, konnte und kann jedoch damals wie heute kaum attraktiv erscheinen. Ein etwaiges, aus dem heutigen Wechselkursmechanismus II hervorgehendes neues EWS müsste sich hinsichtlich seiner politischen „Pflegeanfälligkeit“ daher vom EWS der Jahre 1979 bis 1998 unterscheiden, um Chancen auf Realisierung zu haben.

Die Spezifizierung dieser Unterschiede wäre aber der zweite Schritt vor dem ersten, gälte es doch zunächst die Frage zu klären, ob der Übergang in ein diskretionäres Wechselkursregime überhaupt wünschenswert oder auch nur diskussionswürdig wäre. Unsere Betrachtung führte zu dem Ergebnis, dass die Option eines solchen Übergangs angesichts der Schwierigkeiten makroökonomischer Anpassung im Euro in der Tat sorgsam bedacht werden sollte. Als ein *Plädoyer* für einen solchen Übergang ist dieses

45 Wobei die Vorzüge und Nachteile gänzlich flexibler Wechselkurse (*free floating*) gegenüber den diskretionären und den festen Regimen nicht Gegenstand der vorliegenden Betrachtungen waren. Da unsere Betrachtungen uns zu dem Ergebnis führten, dass Wechselkursanpassungen helfen können, transnationale wirtschaftliche Ungleichgewichte zu minimieren (wenn auch nicht: sie dauerhaft zu beseitigen), muss die grundsätzliche Beweglichkeit der nominalen Wechselkurse zu den Vorzügen flexibler Regime gerechnet werden. Diesem Vorzug stehen aber seinerseits Schwachstellen gegenüber. Erstens ist die Fähigkeit der Finanzmärkte, den „fairen“ Wert von Währungen zu finden und beizubehalten, angesichts eines überbordenden, immer wieder Instabilitäten hervorbringenden *carry tradings* zweifelhaft. Zweitens ist zu bedenken, dass freie, ungestörte Devisenmärkte in der Praxis ohnehin nicht existieren, weil Zentralbanken stets strategisch intervenieren, um *gegen die Märkte* auf die Wechselkurse Einfluss zu nehmen („schmutziges“ Floating – siehe Schäfer 1981: 117). Die Mehrzahl der nominell als flexibel firmierenden Wechselkursregime dürfte daher faktisch dem Typus des *managed floatings* zuzuordnen sein.

Papier gleichwohl nicht zu lesen. Denn ein solches Plädoyer hätte Gesichtspunkte in Rechnung zu stellen, die außerhalb der Fragestellungen dieses Textes lagen. Drei von ihnen seien beispielhaft genannt. Erstens tragen unsere Überlegungen nichts zur Bezifferung der Übergangskosten von einem Regime in das andere bei. Alles spricht dafür, dass Währungsunionen schwerer aufzulösen als zu gründen und Beitritte zu ihnen einfacher zu bewerkstelligen sind als Austritte. Zweitens wäre es naiv, die geopolitischen Dimensionen der Zugehörigkeiten zu Währungsunionen außer Acht zu lassen. Diese können im Zweifel schwerer wiegen als etwaige ökonomische Dysfunktionen. Erinnerung sei beispielsweise an das Motiv der baltischen Staaten, sich durch einen Beitritt zum Euro unwiderruflich nach Westen zu orientieren, oder an den Wunsch, Griechenland im Euro zu halten, um eine etwaige Annäherung des Landes an Russland zu unterbinden.⁴⁶ Außer Acht gelassen haben wir in diesem Papier auch Fragen der globalen Währungspolitik und den Wunsch der Architekten des Euros, neben dem Dollar eine zweite Weltreservewährung zu etablieren.

Die Gesichtspunkte, anhand derer die Vor- und Nachteile diskretionärer und fixer Wechselkursregime evaluiert werden sollten, sind also reichhaltiger als jene, die in diesem Papier behandelt werden konnten. Die Gesamtheit dieser Gesichtspunkte sollte ohne Tabus und unter Rückgriff auf den verfügbaren historischen Erfahrungsschatz diskutiert werden.

46 Siehe etwa FAZ vom 28.5.2015, S. 15.

Anhang

Tabelle A1 Variablen: Definitionen und Quellen

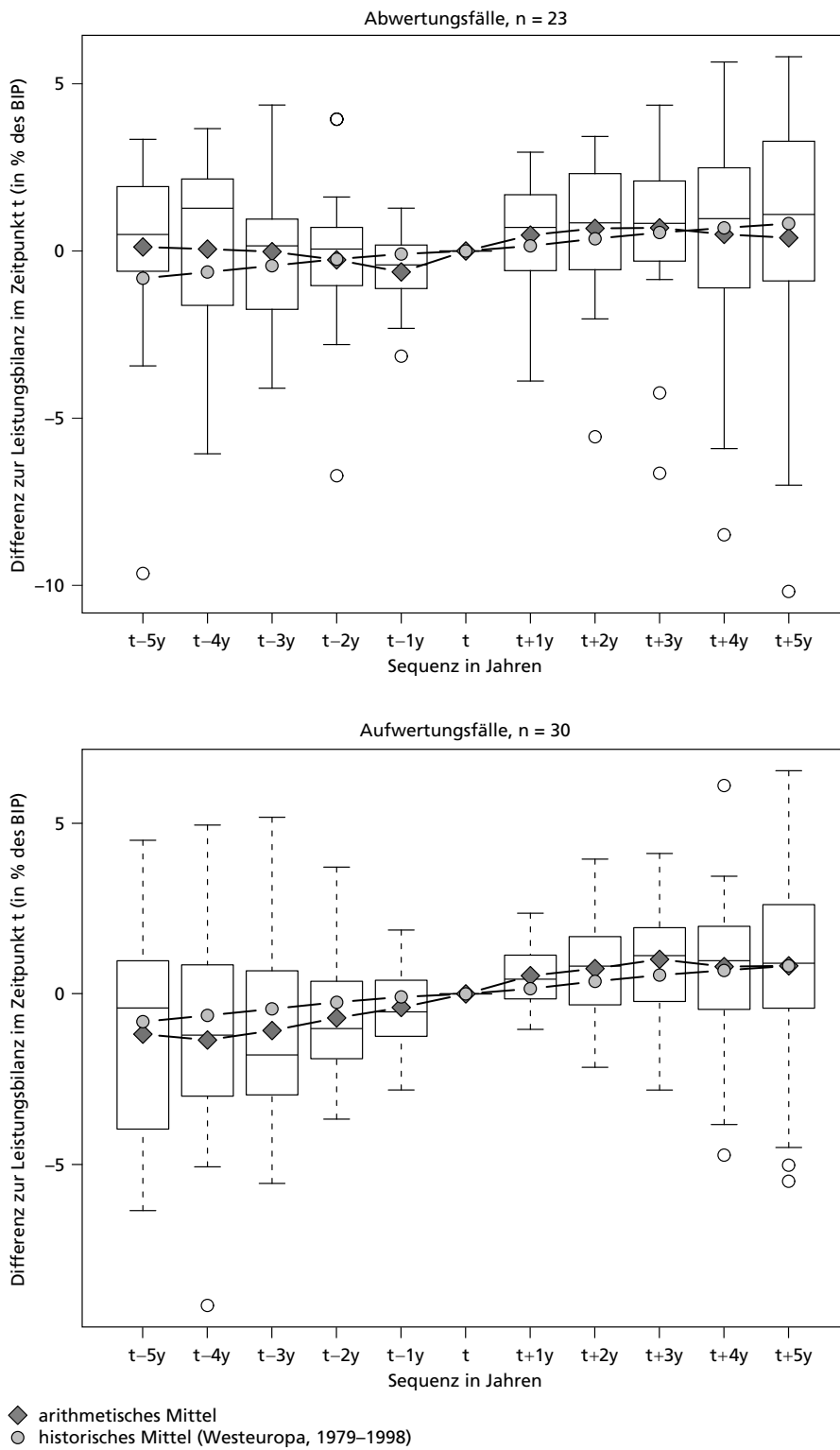
Variable	Definition	Quellen
Arbeitslosenquoten	Prozentualer Anteil der Arbeitslosen an der zivilen Erwerbsbevölkerung	Comparative Political Data Set I (Armingeon et al. 2013); auf Basis von OECD-Datensätzen
Beschäftigungsquoten	Prozentualer Anteil der Erwerbstätigen an der gesamten erwerbsfähigen Bevölkerung (i. S. der Nettoerwerbstätigenquote)	Comparative Political Data Set I (Armingeon et al. 2013); auf Basis von OECD-Datensätzen
Föderalismus	Föderalismusindex nach Lijphart (2012: 305–309); 1 = kein Föderalismus, 5 = starker Föderalismus	Comparative Political Data Set I (Armingeon et al. 2013); auf Basis von Lijphart (2012)
Inflationsraten	Preissteigerungsrate, gemessen als prozentuale Veränderung zum Vorjahr	Comparative Political Data Set I (Armingeon et al. 2013); auf Basis von OECD-Datensätzen
Leistungsbilanzsalden	Jährliche nationale Leistungsbilanzsalden in Prozent des BIP. Die Werte für Belgien und Luxemburg liegen nur als aggregierte, gemeinsame Werte vor.	IMF (2015) Statistik, Balance of Payments dataset; und World Bank (2015) Statistik (Datencode: BN.CAB.XOKA.CD)
Lohnkoordination und Korporatismus	Kombinierter Index für acht Indikatoren von Lohnkoordination, Korporatismus und Sozialpartnerschaft. 1 = geringe Koordination, 5 = starke Koordination. Der Index liegt für die Zeitpunkte 1970, 1980, 1990 und 1995 vor.	Comparative Political Data Set I (Armingeon et al. 2013); auf Basis von Siaroff (1999)
Parteipolitische Zusammensetzung der Regierung	Kabinettsorientierung nach Schmidt (1992) auf jährlicher Basis; 1 = konservative Regierung, 5 = linke Regierung	Comparative Political Data Set I (Armingeon et al. 2013); auf Basis von Schmidt (1992)
Reale effektive Wechselkurse	Der Index (Referenzjahr = 100) misst die internationale Wettbewerbsfähigkeit einer Ökonomie gegenüber deren Handelspartnern auf Basis der Entwicklung von Konsumentenpreisindex (CPI).	World Bank (2015) Statistik (Datencode: PX.REX.REER)
Realignment	Diskretionäre Veränderung der nationalen Paritäten zum ECU von am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Staaten im Europäischen Währungssystem, 1979–1998	European Commission (2005)
Wachstumsraten	Wachstum des realen BIP, gemessen als prozentuale Veränderung zum Vorjahr	Comparative Political Data Set I (Armingeon et al. 2013); auf Basis von OECD-Datensätzen
Zentralbank-unabhängigkeit	Index der Zentralbankunabhängigkeit nach Cukierman et al. (1992); 0 = geringe Unabhängigkeit, 1 = volle Unabhängigkeit für den Zeitraum 1979 bis 1994 (Werte von 1994 wurden nach Prüfung für 1995 angewandt)	Comparative Political Data Set I (Armingeon et al. 2013)

Tabelle A2 Periodische Indexentwicklung des realen, effektiven Wechselkurses für die Mitgliedsländer des EWS
(Referenzjahre [= 100] 1979, 1983, 1987 und 1993)

	AUT	BEL	DEN	ESP	FIN	FRA	GER	GRE	IRL	ITA	LUX	NED	POR	UK
1979	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1980	100,1	95,6	93,3	97,3	103,6	92,5	94,6	88,7	108,9	111,7	105,0	96,6	101,6	144,4
1981	96,7	88,8	88,8	91,7	107,0	88,2	86,3	92,0	108,1	109,1	102,2	89,6	107,4	148,8
1982	98,0	81,0	87,1	91,5	110,1	84,2	87,9	95,9	116,6	110,4	96,1	92,3	106,8	143,5
1983	98,0	80,1	87,8	80,3	106,8	81,1	88,4	88,8	118,3	116,4	96,2	91,0	99,1	131,8
1983	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1984	100,9	99,4	98,3	103,0	103,3	98,3	95,6	96,9	100,1	100,9	99,8	96,6	101,5	95,6
1985	100,5	100,6	99,5	104,9	104,7	100,8	93,0	93,8	101,5	100,5	100,2	94,4	102,7	97,5
1986	104,9	104,8	105,9	111,7	104,7	104,4	98,5	87,8	108,9	107,6	101,0	99,8	101,7	90,7
1987	107,8	108,1	110,7	116,2	106,9	105,7	101,7	89,8	107,5	110,7	100,7	101,7	100,4	90,6
1987	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1988	99,4	97,3	99,5	104,3	102,3	97,8	97,5	102,6	96,5	98,8	99,3	97,6	100,7	108,0
1989	98,1	96,0	97,6	110,6	108,2	95,7	95,2	103,7	94,3	101,1	99,0	93,8	105,2	108,4
1990	99,8	99,9	101,8	118,0	110,8	99,0	97,9	109,5	98,5	105,9	100,9	95,7	111,8	112,1
1991	97,9	98,6	97,9	118,9	105,4	95,5	96,3	110,7	95,4	106,1	100,6	93,5	118,9	114,2
1992	99,7	99,6	99,0	118,5	91,1	96,9	100,9	114,2	98,0	104,4	101,0	95,1	128,9	110,1
1993	102,4	99,6	99,1	105,6	77,7	98,0	104,9	114,9	90,9	87,9	101,2	96,7	125,2	98,6
1993	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1994	100,7	101,6	99,9	95,4	106,4	99,8	100,7	101,1	100,2	97,5	100,9	100,7	98,8	100,2
1995	104,5	105,3	104,1	97,0	116,0	102,4	105,2	104,5	100,8	90,9	102,8	104,9	101,7	96,6
1996	102,0	102,6	103,1	99,0	110,9	102,0	101,3	109,1	103,4	100,9	99,9	102,5	102,6	98,4
1997	97,6	96,4	99,7	94,6	105,9	97,0	95,5	108,7	95,6	100,4	95,4	96,8	100,6	115,1
1998	97,2	96,0	101,3	95,0	106,3	97,1	95,5	105,4	92,4	100,7	95,0	98,1	101,0	122,5

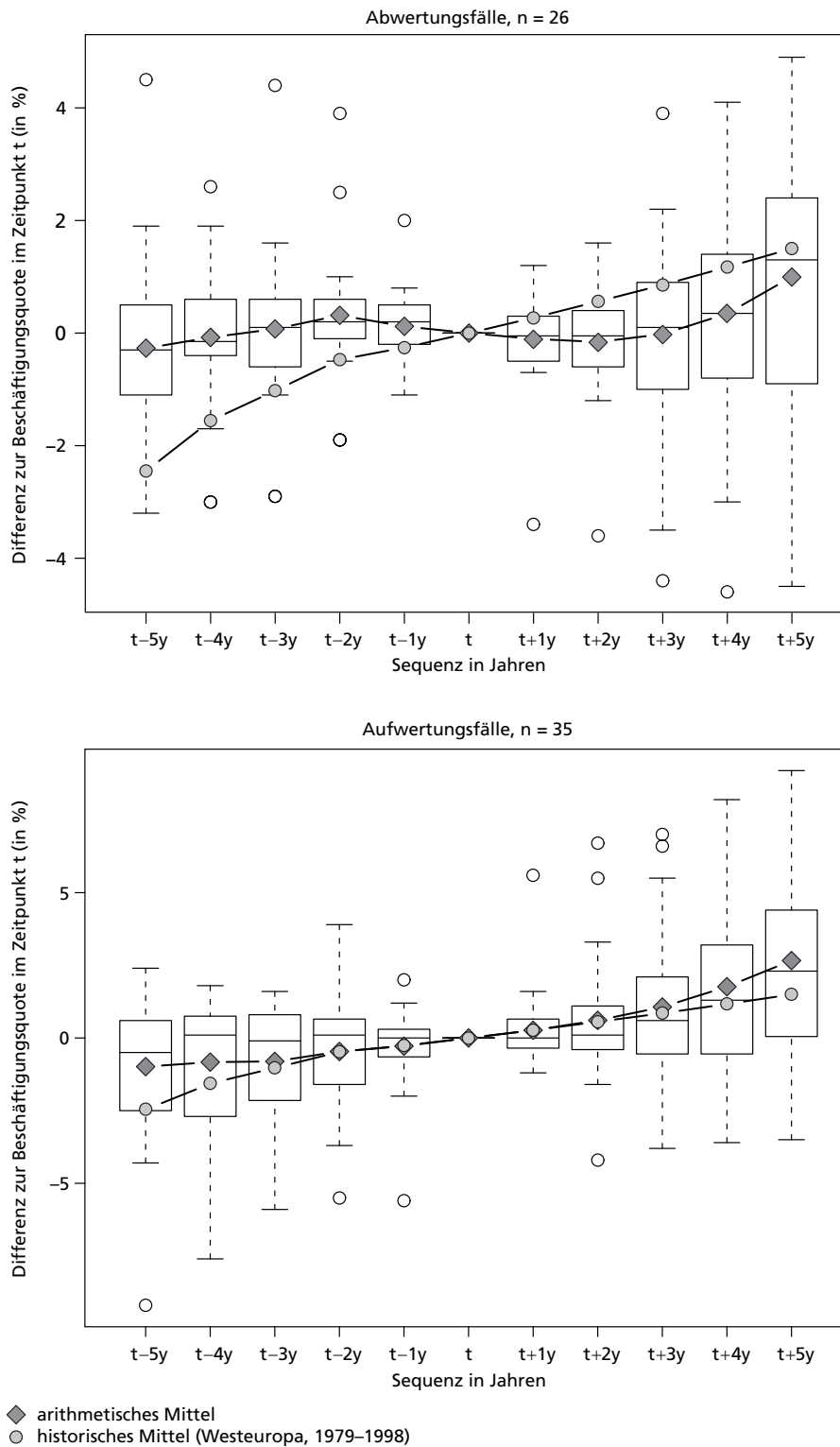
Definitionen und Quellen der Variablen: Siehe Anhang A1. Länderkürzel: AUT = Österreich, BEL = Belgien, DEN = Dänemark, ESP = Spanien, FIN = Finnland, FRA = Frankreich, GER = Deutschland, GRE = Griechenland, IRL = Irland, ITA = Italien, LUX = Luxemburg, NED = Niederlande, POR = Portugal, UK = Großbritannien.

Abbildung A1 Leistungsbilanzen für Abwertungs- und Aufwertungsländer



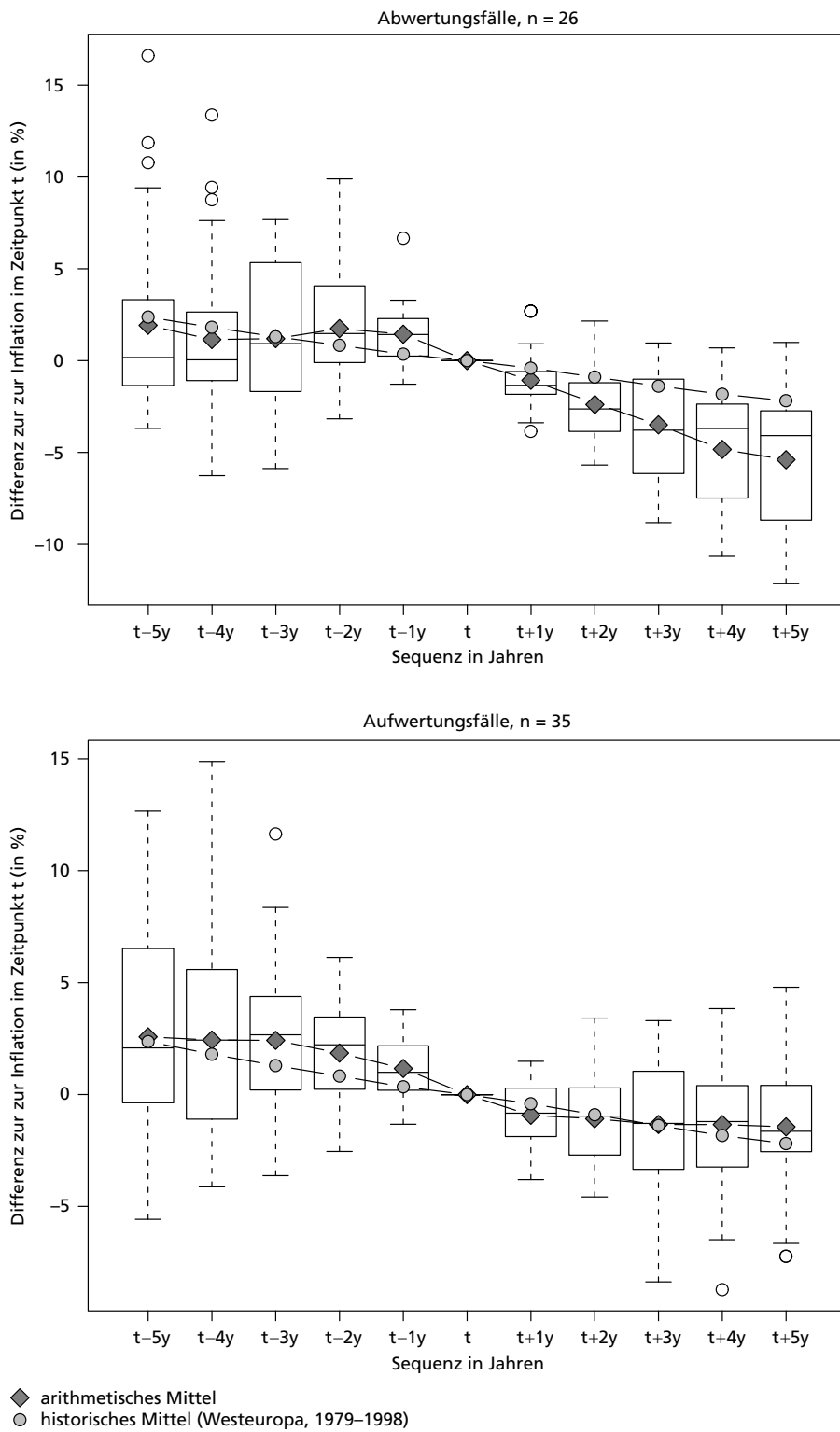
Die Realignments vom 14. und 17. September 1992 werden als ein Event zusammengefasst, das heißt, Spanien hat statt einer separaten Ab- und Aufwertung nur eine aggregierte Abwertung durchgeführt. Definitionen und Quellen der Variablen: Siehe Anhang A1.

Abbildung A2 Beschäftigungsquote in Prozent der arbeitsfähigen Bevölkerung für Abwertungs- und Aufwertungsländer



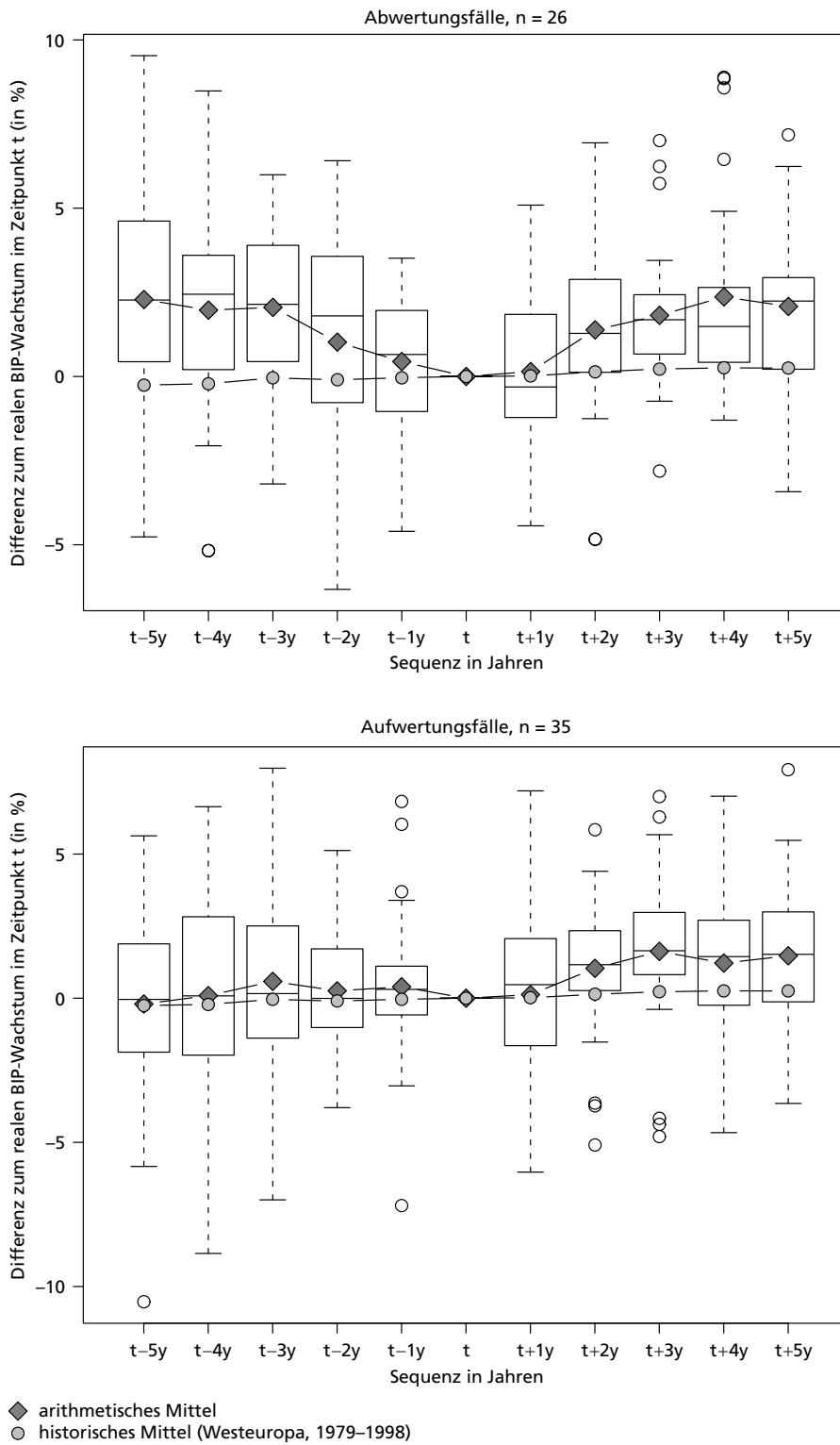
Die Realignments vom 14. und 17. September 1992 werden als ein Event zusammengefasst, das heißt, Spanien hat statt einer separaten Ab- und Aufwertung nur eine aggregierte Abwertung durchgeführt. Definitionen und Quellen der Variablen: Siehe Anhang A1.

Abbildung A3 Inflation für Abwertungs- und Aufwertungsländer



Die Realignments vom 14. und 17. September 1992 werden als ein Event zusammengefasst, das heißt, Spanien hat statt einer separaten Ab- und Aufwertung nur eine aggregierte Abwertung durchgeführt. Definitionen und Quellen der Variablen: Siehe Anhang A1.

Abbildung A4 Reales BIP-Wachstum für Abwertungs- und Aufwertungsländer



Die Realignments vom 14. und 17. September 1992 werden als ein Event zusammengefasst, das heißt, Spanien hat statt einer separaten Ab- und Aufwertung nur eine aggregierte Abwertung durchgeführt. Definitionen und Quellen der Variablen: Siehe Anhang A1.

Literatur

- Abelshäuser, Werner, 2009: *Nach dem Wirtschaftswunder: Der Gewerkschafter, Politiker und Unternehmer Hans Matthöfer*. Bonn: Dietz.
- , 2011: „Austritt aus Eurozone vorbereiten“. Bielefelder Wirtschaftshistoriker wirbt für neues Währungssystem. Interview mit Werner Abelshäuser. In: *Neue Westfälische*, 19.7.2011, 5.
- Altvater, Elmar, 2013: Der politische Euro: Eine Gemeinschaftswährung ohne Gemeinschaft hat keine Zukunft. In: *Blätter für deutsche und internationale Politik* (Hg.), *Demokratie oder Kapitalismus? Europa in der Krise*. Berlin: Blätter Verlagsgesellschaft, 31–39.
- Armingeon, Klaus, et al., 2013: *Comparative Political Data Set I, 1960–2011*. Bern: Universität Bern, Institut für Politikwissenschaft.
- Baccaro, Lucio/Jonas Pontusson, 2015: *Rethinking Comparative Political Economy: The Growth Model Perspective*. Unpublished Manuscript.
- Baltensperger, Ernst, 1998: Geldpolitik bei wachsender Integration (1979–1996). In: Deutsche Bundesbank (Hg.), *Fünfzig Jahre Deutsche Mark: Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*. München: Beck, 475–606.
- Bernholz, Peter, 1998: Die Bundesbank und die Währungsintegration in Europa. In: Deutsche Bundesbank (Hg.), *Fünfzig Jahre Deutsche Mark: Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*. München: Beck, 773–833.
- Broz, J. Kawnce/Jeffrey A. Frieden, 2006: The Political Economy of Exchange Rates. In: Barry Weingast/Donald Wittman (Hg.), *Oxford Handbook of Political Economy*. Oxford: Oxford University Press, 587–597.
- Busch, Andreas, 1995: *Preisstabilitätspolitik: Politik und Inflationsraten im internationalen Vergleich*. Opladen: Leske + Budrich.
- , 1996: Inflation in Industrieländern: Der Einfluss politisch-institutioneller Faktoren auf die Preisstabilität. In: *Politische Vierteljahresschrift* 37(2), 298–318.
- Busch, Klaus, 1993: Maastrichter Vertrag, EWS-Krise und optimaler Währungsraum. In: *Gewerkschaftliche Monatshefte* 44, 532–543.
- Candeias, Mario, 2013: *No Exit: Wrong Oppositions in the Euro Debate*. <<http://rosalux-europa.info/publications/articles/no-exit-candeias-2013/>>
- Collignon, Stefan, 1994: *Europe's Monetary Future*. Madison, NJ: Fairleigh Dickinson UP.
- Cukierman, Alex/Steven B. Webb/Bilin Neyapti, 1992: Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. In: *World Bank Economic Review* 6, 353–398.
- de Grauwe, Paul, 1990: The Cost of Disinflation and the European Monetary System. In: *Open Economies Review* 1(2), 147–173.
- Delors, Jacques, 2004: *Erinnerungen eines Europäers: Aus dem Französischen von Karl-Udo Bigott und Annette Casasus*. Berlin: Parthas.
- Emminger, Otmar, 1986: *D-Mark, Dollar, Währungskrisen: Erinnerungen eines ehemaligen Bundesbankpräsidenten*. Stuttgart: Deutsche Verlags-Anstalt.
- European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2005: *Towards Economic and Monetary Union (EMU): A Chronology of Major Decisions, Recommendations or Declarations in This Field*. Occasional Papers No. 13. Brüssel: Europäische Kommission, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen.
- European Commission, Secretariat-General, 1990: *Bulletin of the European Communities: Commission*, No 1/2, 1990, Vol. 23.
- Feldstein, Martin, 2011: *After the Greek Default*. <www.project-syndicate.org/commentary/after-the-greek-default>
- Flassbeck, Heiner/Costas Lapavistas, 2015: *Against the Troika: Crisis and Austerity in the Eurozone*. London: Verso.
- Flassbeck, Heiner/Friederike Spiecker, 2014: Unser Geldsystem VII – Die nachfragelastige Angebotspolitik der achtziger Jahre und der Beginn vom Ende des Monetarismus. In: *Flassbeck Economics*, 12.3.2014. <www.flassbeck-economics.de/abo-preview-unser-geldsystem-vii-die-nachfragelastige-angebotspolitik-der-achtziger-jahre-und-der-beginn-vom-ende-des-monetarismus/>

- Frieden, Jeffrey A., 1997: The Politics of Exchange Rates. In: Sebastian Edwards/Moises Naim (Hg.), *Mexico, 1994: Anatomy of an Emerging Market Crash*. Washington, DC: Carnegie Endowment for International Peace, 81–94.
- , 2014: *The Political Economy of Adjustment and Rebalancing*. Konferenzbeitrag. JIMF-USC Conference on Financial Adjustment in the Aftermath of the Global Crisis, Los Angeles, 18.–19.4.2014.
- , 2015: *Currency Politics: The Political Economy of Exchange Rate Policy*. Princeton: Princeton University Press.
- Giavazzi, Francesco/Alberto Giovanni, 1989: *Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Grözinger, Gerd, 2014: Austritt einzelner Länder aus der Währungsunion: Ein Szenario. In: *Wirtschaftsdienst* 94(4), 294–298.
- Hall, Peter A., 1986: *Governing the Economy: The Politics of State Intervention in Britain and France*. Cambridge: Polity.
- Hall, Peter A./Robert J. Franzese, 1998: Mixed Signals: Central Bank Independence, Coordinated Wage Bargaining, and Monetary Union. In: *International Organization* 52(3), 505–536.
- Hall, Peter A./David Soskice, 2001: An Introduction to Varieties of Capitalism. In: Peter A. Hall/David Soskice (Hg.), *Varieties of Capitalism: Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 1–68.
- Hancké, Bob, 2013: *Unions, Central Banks, and EMU: Labour Market Institutions and Monetary Integration in Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Hankel, Wilhelm, 2013: *Die Euro-Bombe wird entschärft*. Wien: Universitas.
- Hassel, Anke, 2014: Jenseits der Euro-Rettung – für einen Perspektivenwechsel in der Europadiskussion. In: *der moderne staat* 7(1), 7–15.
- Henning, C. Randall, 1994: *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*. Washington, DC: Institute for International Economics.
- Hickel, Rudolf, 2013a: Euroland bald abgebrannt? Die Währungsunion am Scheideweg. In: *Blätter für deutsche und internationale Politik* (Hg.), *Demokratie oder Kapitalismus? Europa in der Krise*. Berlin: Blätter Verlagsgesellschaft, 139–148.
- , 2013b: Raus aus dem Euro, zurück ins Chaos. In: *Blätter für deutsche und internationale Politik* 58(7), 35–39.
- Higgins, Bryon, 1993: Was the ERM Crisis Inevitable? In: *Economic Review* 78(4), 27–40.
- Hoffmeyer, Erik, 2000: *Decisionmaking for European Economic and Monetary Union*. Occasional Paper No 62. Washington, DC: Group of Thirty.
- Höpner, Martin, 2014a: Transnationale Lohnkoordination in einem System fester Wechselkurse. In: *WSI-Mitteilungen* 67(4), 317–319.
- , 2014b: Europe Would Be Better off without the Euro. In: *Labour History* 55(5), 661–666.
- Höpner, Martin/Mark Lutter, 2014: *One Currency and Many Modes of Wage Formation: Why the Eurozone Is Too Heterogeneous for the Euro*. MPIfG Discussion Paper 14/14. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- IMF (International Monetary Fund), 2015: *IMF Elibrary, Current Account, Net (BPM5)*. <<http://elibrary-data.imf.org/>>
- Kauffmann, Pascal/Henrik Uterwedde, 2010: Deutschland, Frankreich und die Euro-Krise. In: *Aus Politik und Zeitgeschichte* 43/2010, 13–19.
- Lijphart, Arend, 2012: *Patterns of Democracy: Government Forms and Performance in Thirty-Six Countries*. 2. Aufl. Yale: Yale University Press.
- Marsh, David, 1992: *The Bundesbank: The Bank that Rules Europe*. London: Heineman.
- McNamara, Kathleen R./Erik Jones, 1996: The Clash of Institutions: Germany in European Monetary Affairs. In: *German Politics and Society* 14, 5–30.
- Mitchell, William, 2015: *Eurozone Dystopia: Groupthink and Denial on a Grand Scale*. Northampton: Edward Elgar.
- Münchau, Wolfgang, 2015: Why Smoke and Mirrors Are Safer than Cold Turkey. In: *Financial Times*, 16.3.2015, 9.

- Nölke, Andreas, 2015: Abschied vom Euro? Europas Linke nach der Griechenlandkrise. In: *Blätter für deutsche und internationale Politik* 60(9), 68–76.
- Poullain, Ludwig, 1979: *Tätigkeitsbericht*. Stuttgart: Seewald.
- Sadeh, Tal/Amy Verdun, 2009: Explaining Europe's Monetary Union: A Survey of the Literature. In: *International Studies Review* 11, 277–301.
- Schäfer, Wolf, 1981: *Währungen und Wechselkurse*. Würzburg: Physika.
- Scharpf, Fritz W., 1987: *Sozialdemokratische Krisenpolitik in Europa*. Frankfurt a.M.: Campus.
- , 2010: Solidarität statt Nibelungentreue. In: *Berliner Republik* 12(3), 90–92.
- , 2013: *Political Legitimacy in a Non-optimal Currency Area*. MPIfG Discussion Paper 13/15. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Schmidt, Helmut, 1990: *Die Deutschen und ihre Nachbarn: Menschen und Mächte II*. Berlin: Siedler.
- Schmidt, Manfred G., 1992: Regierungen: Parteipolitische Zusammensetzung. In: Manfred G. Schmidt (Hg.), *Lexikon der Politik*, Bd. 3: *Die westlichen Länder*. München: C.H. Beck, 393–400.
- Schulmeister, Stephan, 2013: Euroabwicklung: Der finale Schritt in den Wirtschaftskrieg. In: *Blätter für deutsche und internationale Politik* (Hg.), *Demokratie oder Kapitalismus? Europa in der Krise*. Berlin: Blätter Verlagsgesellschaft, 105–115.
- Siaroff, Alan, 1999: Corporatism in 24 Industrial Democracies: Meaning and Measurement. In: *European Journal of Political Research* 36, 175–205.
- Sinn, Hans-Werner, 2014: *The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford: Oxford University Press.
- , 2015: *Der Euro: Von der Friedensidee zum Zankapfel*. München: Hanser.
- Soell, Hartmut, 2008: *Helmut Schmidt: Macht und Verantwortung – 1969 bis heute*. München: DVA.
- Steinhardt, Paul, 2015: *Warum der Grexit kein Tabu sein darf*. <www.flassbeck-economics.de/warum-der-grexit-kein-tabu-sein-darf/>
- Stoltenberg, Gerhard, 1997: *Wendepunkte: Stationen deutscher Politik 1947–1990*. München: Siedler.
- Streeck, Wolfgang, 2013: Auf den Ruinen der alten Welt: Von der Demokratie zur Marktgesellschaft. In: *Blätter für deutsche und internationale Politik* (Hg.), *Demokratie oder Kapitalismus? Europa in der Krise*. Berlin: Blätter Verlagsgesellschaft, 63–74.
- , 2014: *Buying Time: The Delayed Crisis of Democratic Capitalism*. Translated by Patrick Camiller. New York: Verso Books, 2014.
- Streeck, Wolfgang/Lane Kenworthy, 2005: Theories and Practices of Neocorporatism. In: Robert R. Alford/Alexander M. Hicks/Mildred A. Schwartz (Hg.), *The Handbook of Political Sociology: States, Civil Societies, and Globalization*. Cambridge: Cambridge University Press, 441–460.
- Stützle, Ingo, 2013: *Austerität als politisches Projekt: Von der monetären Integration Europas zur Eurokrise*. Münster: Westfälisches Dampfboot.
- Urban, Scott, 2014: Policy Options for the Euro: Heterodoxy Ahead. In: *Journal of Common Market Studies* 52(4), 742–757.
- Vobruba, Georg, 2013: The Eurozone Crisis: No Way Back. In: *Open Democracy Online*, 15.5.2013. <<https://www.opendemocracy.net/georg-vobruba/eurozone-crisis-no-way-back>>
- von Hagen, Jürgen/Michele Fratianni, 1990: German Dominance in the EMS: Evidence from Interest Rates. In: *Journal of International Money and Finance* 9, 358–375.
- Wagener, Hans-Jürgen/Thomas Eger, 2014: *Europäische Integration: Wirtschaft und Recht, Geschichte und Politik*. 3., vollst. überarb. Aufl. München: Vahlen.
- Wahl, Peter, 2015: Linke Sakralisierung von Euro und EU. In: *Sozialismus* 42(10), 32–25.
- Walsh, James I., 2000: *European Monetary Integration and Domestic Politics: Britain, France, and Italy*. Boulder: Lynne Rienner.
- Walter, Norbert, 1979: Europäische Konjunktur- und Währungsprobleme an der Jahreswende 1978/79. In: Norbert Walter et al., *Europa in der weltwirtschaftlichen Entwicklung: Beiträge zu einer Vortragsveranstaltung des Instituts für Weltwirtschaft*. Kieler Diskussionsbeiträge No. 61. Kiel: Institut für Weltwirtschaft, 3–9.
- Walter, Stefanie/Thomas D. Willett, 2010: Delaying the Inevitable: A Political Economy Approach to Currency Defenses and Depreciation. In: *Review of International Political Economy* 19, 114–139.

- Walther, Herbert, 2012: Einige Gedanken zur Eurokrise aus keynesianischer Sicht. In: *Wirtschaft und Gesellschaft* 38(2), 211–230.
- World Bank, 2015: *Current account Balance (BoP, current US\$)*. <<http://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD>>
- Xouridas, Stergios, 2012: Ein differenzierter Blick auf einen Euro-Austritt Griechenlands. In: *Wirtschaftsdienst* 92(6), 378–383.

Primärquellen

- Archives Nationales in Pierfette-sur-Seine (Paris, Frankreich), AG/5(4)/2140, Memo von Elisabeth Guigou an den Président de la République vom 10.12.1982, Nummer 42, taux de change du Franc et politique économique au cours des prochains mois.
- Archives Nationales in Pierfette-sur-Seine (Paris, Frankreich), AG/5(4)/6135, Memo von Elisabeth Guigou an den Président de la République vom 18.2.1983, Nummer 102, conséquences économique d'une sortie du SME.
- Archives Nationales in Pierfette-sur-Seine (Paris, Frankreich), AG/5(4)/6135, Memo von Francois Xavier Stass und Elisabeth Guigou an den Président de la République vom 3.3.1983, Nummer 122, Scenarios de politique économique.
- Archives Nationales in Pierfette-sur-Seine (Paris, Frankreich), AG/5(4)/6135, Memo von Elisabeth Guigou an den Président de la République vom 3.3.1983, Nummer 121, mesure de sauvegarde.
- Archives Nationales in Pierfette-sur-Seine (Paris, Frankreich), AG/5(4)/6135, Memo von Francois Xavier Stass und Elisabeth Guigou an den Président de la République vom 8.3.1983, Nummer 494, Mise en œuvre économique d'une sortie du SME.
- Archives Nationales in Pierfette-sur-Seine (Paris, Frankreich), AG/5(4)/6135, Memo von Elisabeth Guigou an den Président de la République vom 10.3.1983, Nummer 129, réévaluation du Deutschmark.

Recent Titles in the Publication Series of the MPIfG

MPIfG Discussion Papers

DP 15/10
A. Maatsch
Empowered or Disempowered?
The Role of National
Parliaments during the
Reform of European Economic
Governance

DP 15/9
E. Carter
Constructing Quality: Producer
Power, Market Organization,
and the Politics of High Value-
Added Markets

DP 15/8
P. Korom, M. Lutter, and
J. Beckert
**The Enduring Importance of
Family Wealth:** Evidence from
the *Forbes 400*, 1982 to 2013

DP 15/7
A. Leendertz
Das Komplexitätssyndrom:
Gesellschaftliche „Komplexität“
als intellektuelle und politische
Herausforderung in den
1970er-Jahren

DP 15/6
M. Höpner, B. Jurczyk
**How the Eurobarometer Blurs
the Line between Research and
Propaganda**

DP 15/5
A. Daoud, B. Halleröd,
D. Guha Sapir
**Quality of Government and the
Relationship between Natural
Disasters and Child Poverty:** A
Comparative Analysis

DP 15/4
B. Fulda
Culture's Influence: Regionally
Differing Social Milieus and
Variations in Fertility Rates

DP 15/3
T. Paster
Bringing Power Back In: A
Review of the Literature on
the Role of Business in Welfare
State Politics

DP 15/2
S. Svallfors
Politics as Organized Combat:
New Players and New Rules of
the Game in Sweden

DP 15/1
W. Streeck
**The Rise of the European
Consolidation State**

DP 14/21
F.W. Scharpf
After the Crash: A Perspective
on Multilevel European
Democracy

DP 14/20
F. Wehinger
Falsche Werte: Nachfrage nach
Modeplagiaten

DP 14/19
M. Lutter, M. Schröder
**Who Becomes a Tenured
Professor, and Why?**
Panel Data Evidence from
German Sociology, 1980–2013

MPIfG Books

P. Aspers
Märkte
Springer VS, 2015

M. R. Busemeyer
Skills and Inequality: Partisan
Politics and the Political
Economy of Education Reforms
in Western Welfare States
Cambridge University Press,
2015

T. Ergen
**Große Hoffnungen und
brüchige Koalitionen:** Industrie,
Politik und die schwierige
Durchsetzung der Photovoltaik
Campus, 2015

P. Mader
**The Political Economy of
Microfinance:** Financializing
Poverty
Palgrave Macmillan, 2015

R. Mayntz (ed.)
Negotiated Reform: The
Multilevel Governance of
Financial Regulation
Campus, 2015

D. Mertens
Erst sparen, dann kaufen?
Privatverschuldung in
Deutschland
Campus, 2015

A. Schäfer
**Der Verlust politischer
Gleichheit:** Warum die
sinkende Wahlbeteiligung
der Demokratie schadet
Campus, 2015

Ordering Information

MPIfG Discussion Papers

Order printed copies from the MPIfG (you will be billed) or download PDF files from the MPIfG website (free).

MPIfG Books

At bookstores; abstracts on the MPIfG website.

www.mpifg.de
Go to *Publications*.

New Titles

Consult our website for the most complete and up-to-date information about MPIfG publications and publications by MPIfG researchers. To sign up for newsletters and mailings, please go to *Service* on the MPIfG website. Upon request to info@mpifg.de, we will be happy to send you our Recent Publications brochure.

ERPA

MPIfG Discussion Papers in the field of European integration research are included in the *European Research Papers Archive (ERPA)*, which offers full-text search options: <http://eiop.or.at/erpa>.

Das Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung ist eine Einrichtung der Spitzenforschung in den Sozialwissenschaften. Es betreibt anwendungsorientierte Grundlagenforschung mit dem Ziel einer empirisch fundierten Theorie der sozialen und politischen Grundlagen moderner Wirtschaftsordnungen. Im Mittelpunkt steht die Untersuchung der Zusammenhänge zwischen ökonomischem, sozialem und politischem Handeln. Mit einem vornehmlich institutionellen Ansatz wird erforscht, wie Märkte und Wirtschaftsorganisationen in historische, politische und kulturelle Zusammenhänge eingebettet sind, wie sie entstehen und wie sich ihre gesellschaftlichen Kontexte verändern. Das Institut schlägt eine Brücke zwischen Theorie und Politik und leistet einen Beitrag zur politischen Diskussion über zentrale Fragen moderner Gesellschaften.

The Max Planck Institute for the Study of Societies conducts advanced basic research on the governance of modern societies. It aims to develop an empirically based theory of the social and political foundations of modern economies by investigating the interrelation between economic, social and political action. Using primarily an institutional approach, it examines how markets and business organizations are embedded in historical, political and cultural frameworks, how they develop, and how their social contexts change over time. The institute seeks to build a bridge between theory and policy and to contribute to political debate on major challenges facing modern societies.

