

Herz, Bernhard

Article — Digitized Version

Die Folgen der September-Krise des EWS

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Herz, Bernhard (1993) : Die Folgen der September-Krise des EWS, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 73, Iss. 5, pp. 247-251

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137003>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Bernhard Herz*

Die Folgen der September-Krise des EWS

Die Währungsturbulenzen im Herbst 1992 machten deutlich, daß der Weg zu einer Europäischen Währungsunion noch weit und steinig ist. Wie hat sich das EWS seitdem entwickelt, und welche Konsequenzen ergeben sich hieraus für die EWU?

Der europäische Integrationsprozeß hat mit der September-Krise des Europäischen Währungssystems (EWS) und ihren noch heute spürbaren Nachbeben deutlich an Dynamik verloren. Und dabei schien der Weg in die zukünftige Europäische Währungsunion (EWU) vor gut einem Jahr noch eindeutig und klar, zumindest in der Welt der Politik. Der Europäische Rat hatte zum Ende des Jahres 1991 die Maastrichter Verträge verabschiedet, die als Kernstück die Schaffung einer Europäischen Währungsunion und die Einführung einer gemeinsamen Währung vorsehen. Das EWS soll nach einem genauen Zeitplan bis Ende dieses Jahrzehnts in die zukünftige EWU überführt werden. Im Laufe des letzten Jahres hätten die Maastrichter Verträge von allen 12 EG-Mitgliedstaaten ratifiziert werden und Anfang dieses Jahres in Kraft treten sollen.

Warum kam es anders als allgemein erwartet? Schon in den ursprünglichen Verträgen mußte Großbritannien eine Reihe von Ausnahmeregelungen zugestanden werden. Dann wurden die Verträge in der dänischen Volksabstimmung knapp abgelehnt, und in Frankreich fiel die Entscheidung zugunsten der Verträge nur hauchdünn aus. Diese Probleme im Ratifizierungsprozeß wurden zum maßgeblichen Auslöser für die Währungsturbulenzen im letzten Herbst. Die tieferen Ursachen der September-Krise sind aber letztlich in dem erheblichen Anpassungsbedarf zu suchen, der in den letzten Jahren zwischen den europäischen Währungen aufgelaufen war. Einige europäische Währungen hatten zwischen der letzten Wechselkursanpassung im EWS Anfang 1987 und dem Sommer 1992 teilweise erheblich real gegenüber der D-Mark aufgewertet, etwa die Spanische Peseta 33%, das Pfund Sterling 23%, die Italienische Lira 11% und die Schwedische Krone 23% (vgl. Schaubild 1)¹. So waren es denn nicht nur EWS-Währungen, sondern vor allem auch die skandinavischen Währungen, die von den Turbulenzen auf den Devisenmärkten erfaßt wurden.

Obwohl die Notenbanken im Verlauf der Währungskrise so massiv wie noch nie intervenierten, mußten die Leit-

kurse mehrfach angepaßt werden, und erstmals kam es zu Austritten aus dem Wechselkursmechanismus des EWS. Die Folgen der September-Krise bleiben weiterhin spürbar. Das Irische Pfund wurde Ende Januar um 10% abgewertet, und die Deutsche Bundesbank motivierte die Senkung des Diskont- und Lombardsatzes im Februar im wesentlichen währungspolitisch: Die sinkenden Zinsen sollen das EWS stabilisieren helfen. Derzeit werden in der EG die britischen und italienischen Vorschläge zur Reform des EWS-Wechselkursmechanismus diskutiert. Schließlich drängen eine Reihe von Ländern, vor allem Spanien, angesichts der Währungsunruhen auf eine beschleunigte Verwirklichung der Europäischen Währungsunion.

Was ist das Besondere an der September-Krise des EWS? Wie verhielten sich die Notenbanken, insbesondere die Deutsche Bundesbank, in dieser Zeit? Angesichts des Ausmaßes der Turbulenzen auf den Devisenmärkten überrascht es nicht, daß sich die Notenbanken ihres gesamten Instrumentenkastens bedienten, vom beruhigenden Einreden auf die Marktteilnehmer („moral suasion“) über zinspolitische Maßnahmen, Devisenmarktinterventionen, Kapitalverkehrsbeschränkungen und Änderung der Leitkurse bis hin zur Ultima ratio, dem Austritt aus dem Festkursregime.

Die Entwicklung der Devisenreserven der Deutschen Bundesbank geben einen ersten Hinweis auf das Interventionsverhalten der Notenbanken im letzten Herbst (vgl. Schaubild 2). Die Nettodevisenreserven der Deutschen Bundesbank, die sich von Jahresbeginn 1992 bis Mitte September praktisch nicht verändert hatten, nahmen durch die Stützungskäufe während der September-Krise innerhalb weniger Tage um rund 60% auf etwa 200 Mrd. D-Mark zu. Dabei war die Deutsche Bundesbank auf zweifache Weise auf den Devisenmärkten aktiv. Zum ersten stützte sie im Rahmen der obligatorischen marginalen Interventionen vor allem den Französischen Franc, die Ita-

* Der Verfasser dankt der Fritz Thyssen Stiftung für finanzielle Unterstützung und Herrn Prof. J. Starbatty für wichtige Hinweise.

¹ Vehrkamp sieht nur einen Abwertungsbedarf für die Spanische Peseta und die Italienische Lira, da er im wesentlichen auf die aktuellen und nicht die kumulierten Inflationsdifferenzen zwischen den europäischen Ländern abhebt, vgl. Robert Vehrkamp: Die Lehren der Währungskrise, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 72. Jg. (1992), H. 12, S. 639-645.

Dr. Bernhard Herz, 36, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Volkswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftspolitik an der Universität Tübingen.

lienische Lira und das Pfund Sterling. Solche Pflichtinterventionen im EWS werden im Rahmen des Europäischen Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) verrechnet. Schaubild 2 verdeutlicht, daß die Forderungen der Bundesbank gegenüber dem EFWZ und damit indirekt gegenüber den EWS-Schwachwährungsländern Ende September 1992 ihren Höchststand erreichten, dann aber bis zum Februar 1993 schrittweise im Rahmen des Saldiermechanismus wieder zurückgezahlt wurden.

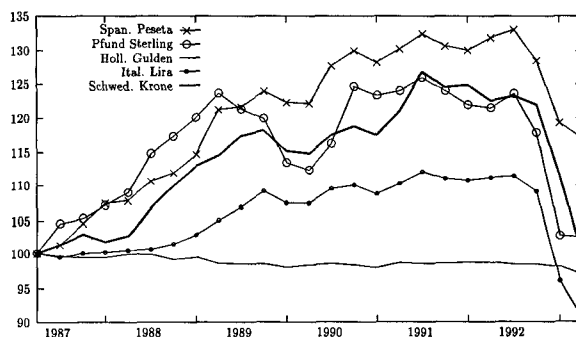
Zum zweiten intervenierte die Bundesbank im Herbst letzten Jahres erstmalig seit Bestehen des EWS freiwillig zugunsten einer Mitgliedswährung, und zwar zugunsten des Französischen Franc. Im Rahmen intramarginaler Interventionen stellte die Deutsche Bundesbank der Banque de France sowohl im September als auch bei der zweiten Franc-Krise im Dezember 1992 im Rahmen von Swap-Abkommen D-Mark für Stützungskäufe zur Verfügung. Sie reagierte von sich aus auf Wechselkursänderungen im EWS und paßte sich der Politik Frankreichs stärker an, als aufgrund der Regeln im Wechselkursmechanismus des EWS notwendig gewesen wäre. Dieses freiwillige Reagieren der Deutschen Bundesbank auf Wechselkursänderungen im EWS dürfte einer der wichtigsten Aspekte der September-Krise sein. Daraus läßt sich folgende Schlußfolgerung ableiten: Die Deutsche Bundesbank beugte sich dem (europa)politischen Druck und stellt die Erhaltung des EWS über ihr gesetzlich festgelegtes Ziel, die Sicherung der Geldwertstabilität.

Auch in der Zinspolitik zeigt sich, wie die Deutsche Bundesbank zunehmend auf Entwicklungen im EWS reagierte (vgl. Schaubild 3). Die Politik der Zinssenkungen zwischen September 1992 und Frühjahr 1993 wurden nicht als binnenwirtschaftlich und stabilitätspolitisch angemessen, sondern vor allem wechselkurspolitisch begründet. Mit der Verringerung der Geldmarktzinsen sollten die Aufwertungs-tendenzen der D-Mark gegenüber den anderen EWS-Währungen abgeschwächt und das EWS stabilisiert werden.

Ein Vergleich der italienischen und französischen Geldmarktzinsen zeigt exemplarisch die unterschiedlichen Reaktionen der europäischen Notenbanken in der Krise. Die französischen Geldmarktzinsen lagen bis unmittelbar vor Ausbruch der Währungskrise fast auf dem deutschen Niveau und wurden dann zur Verteidigung des Franc im September sowie Dezember jeweils stark angehoben und bis März 1993 mehr als 2 Prozentpunkte über dem deutschen Niveau gehalten. Mit dem Sieg der konservativen Parteien bei der französischen Parlamentswahl und der Ankündigung, der Banque de France die Unabhängigkeit einzuräumen, hat sich die deutsch-französische Zinsdifferenz weiter verringert. Die italienische Notenbank versuchte dagegen, die wachsende Zinsdifferenz zwischen den italienischen und deutschen Geldmarktzinsen durch den

Schaubild 1

Entwicklung des realen D-Mark-Wechselkurses ausgewählter europäischer Währungen¹



¹ Nominaler Wechselkurs korrigiert um Verbraucherpreisindizes.

Schaubild 2

Devisenbestand der Deutschen Bundesbank: Nettodevisenreserven, Forderungen an den EFWZ und sonstige Devisenreserven (in Mrd. DM; Januar 1992 – März 1993)

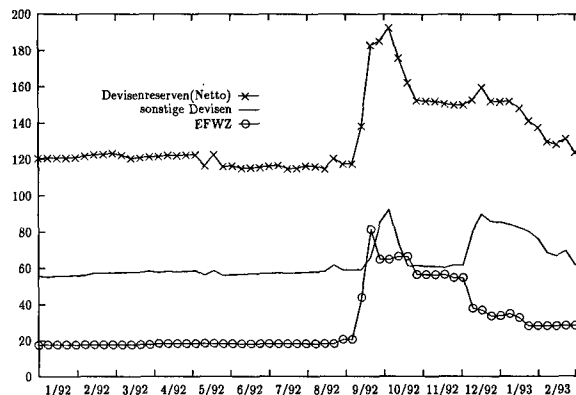
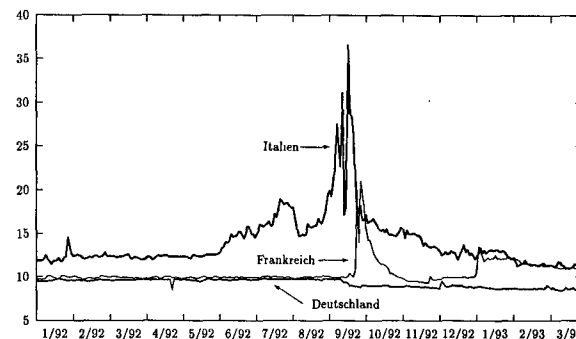


Schaubild 3

Zinssätze für Tagesgeld in Deutschland, Frankreich und Italien (Januar 1992 – März 1993)



Ausstieg aus dem Festkurssystem abzubauen. Die Lira geriet schon im Frühsommer 1992 unter Abwertungsdruck und mußte von der Banca d'Italia durch Stützungskäufe sowie durch die schrittweise Anhebung der Geldmarktsätze stabilisiert werden. In der September-Krise wurden die Tagesgeldsätze nochmals drastisch erhöht, ohne daß die Lira nachhaltig gestützt werden konnte. Nach dem Austritt Italiens aus dem EWS-Wechselkursmechanismus hat sich die Zinsdifferenz zur D-Mark wieder auf ihr Niveau zu Beginn des Jahres 1992 zurückentwickelt.

Trotz der umfangreichen Stützungsaktionen der Notenbanken wurden einige Währungen im Herbst 1992 deutlich abgewertet. Gemessen an der Entwicklung des D-Mark-Wechselkurses lassen sich die europäischen Währungen in drei Gruppen einteilen, für die in Schaubild 4 exemplarisch der Holländische Gulden, der Französische Franc und die Italienische Lira ausgewählt wurden. Die Währungen der ersten Gruppe – der Holländische Gulden und der Österreichische Schilling – blieben von den Währungsturbulenzen weitgehend unberührt². Der D-Mark-Wechselkurs dieser Währungen wird von den Marktteilnehmern offensichtlich als glaubwürdig eingeschätzt, es kam teilweise sogar zu Kapitalimporten. Diese Währungen bilden mit der D-Mark einen Festkursblock mit weitgehend als unwiderrufbar eingestuftem Wechselkursen.

Die Währungen der zweiten Gruppe – der Französische und der Belgische Franc sowie die Dänische Krone – gerieten im letzten Herbst zwar unter Abwertungsdruck, der Wechselkurs gegenüber der D-Mark konnte aber mit Hilfe von Notenbankinterventionen innerhalb der EWS-Bandbreiten gehalten werden. In der dritten Gruppe werden die Währungen zusammengefaßt, die trotz teilweise erheblicher Interventionen der Notenbanken – Stützungskäufe, Zinserhöhungen und teilweise auch Kapitalverkehrsbeschränkungen – nicht stabilisiert werden konnten. Innerhalb des EWS wurden die Leitkurse der Peseta, des Escudo und des Irischen Pfund herabgesetzt; Italien und Großbritannien verließen sogar den Wechselkursmechanismus des EWS „vorübergehend“. Finnland, Schweden und Norwegen, die Anfang der 90er Jahre ihre Währungen an die ECU gebunden hatten und faktisch „passive“ EWS-Mitglieder geworden waren, traten ebenfalls aus diesem (informellen) Festkursregime aus und lösten wieder die ECU-Bindung ihrer Währungen.

Eine systematische Betrachtungsweise

Wie wirken sich die dramatischen Entwicklungen auf den Devisenmärkten längerfristig auf das EWS und auf

² Zu dieser Gruppe ist mit Einschränkungen auch der Schweizer Franken zu rechnen, der während der September-Krise ebenfalls nicht unter Abwertungsdruck geriet. Der Schweizer Franken ist allerdings nicht ganz so stabil gegenüber der D-Mark wie der Holländische Gulden und der Österreichische Schilling.

den in den Maastrichter Verträgen angelegten Weg in die EWU aus? Offensichtlich ist mit dem Übergang in die EWU eine Änderung des währungspolitischen Ordnungsrahmens in Europa verbunden: Ein konventionelles Wechselkurssystem, das EWS, soll in eine Währungsunion mit einer gemeinsamen Währung überführt werden, faktisch also ein symmetrisches Festkurssystem, in dem die Wechselkurse unwiderruflich fixiert sind.

Was macht den speziellen Charakter solcher Wechselkurssysteme aus? In wechselkurspolitischen Vereinbarungen wie dem EWS legen die Teilnehmerstaaten fest,

□ wie stark sich die Wechselkurse zwischen den beteiligten Währungen höchstens noch verändern dürfen (Wechselkursflexibilität) und

□ in welchem Maße die einzelnen Länder für die Einhaltung des Wechselkurszieles verantwortlich sind, speziell in welchem Maße sich die einzelnen Länder an Interventionen zur Stabilisierung der Wechselkurse beteiligen müssen (währungspolitische Symmetrie).

Wechselkurspolitische Vereinbarungen wie das EWS bestimmen somit, wie sich die Notenbanken im Falle von Wechselkursänderungen verhalten sollen. Sie beinhalten somit letztendlich Feedback-Regeln, die eine Rückkopplung zwischen der Wechselkursentwicklung und den Geldpolitiken der beteiligten Länder herstellen.

Das wechselkurspolitische Handlungsspektrum einer Notenbank, also ihr Feedback-Verhalten, reicht offensichtlich vom Extrem eines völligen Verzichts auf währungspolitische Aktivitäten bis zum Grenzfall eines unendlich großen währungspolitischen Feedbacks, wenn jeder noch so kleinen Änderung des Wechselkurses gegensteuert wird. Eine Notenbank erhöht ihr währungspolitisches Feedback, wenn sie – wie die Deutsche Bundesbank im letzten Herbst gegenüber dem Französischen Franc – stärker interveniert oder zinspolitisch reagiert und damit den Wechselkurs stabilisiert. Sie verringert ihr währungspolitisches Feedback, wenn sie – wie die spanische Notenbank – ihre Interventionspflicht durch breitere Wechselkursbänder, Kapitalverkehrskontrollen oder Abwertung mindert oder sich – wie die italienische Notenbank – der Interventionspflicht durch Austritt aus dem EWS ganz entledigt.

Werden die wechselkurspolitischen Handlungsalternativen zweier Notenbanken, etwa der Banque de France und der Deutschen Bundesbank kombiniert, so ergeben sich die im Schaubild 5 dargestellten Typen von Wechselkurssystemen.

Auf den Koordinatenachsen ist der Grad des währungspolitischen Feedbacks der Notenbanken abgetragen, der jeweils von Null (völliger Verzicht auf eine aktive Währungspolitik) bis unendlich (die Notenbank neutralisiert schon marginale Wechselkursänderungen) reicht. Ver-

zichten die zwei Notenbanken auf währungspolitische Maßnahmen, besteht zwischen beiden Ländern offensichtlich ein System flexibler Wechselkurse. Im anderen Extrem eines unendlich großen währungspolitischen Feedbacks beider Notenbanken halten die zwei Währungsbehörden den Wechselkurs durch gemeinsame Interventionen völlig konstant; beide Länder befinden sich dann in einer (symmetrischen) Währungsunion wie der angestrebten EWU.

Stabilisiert nur die Banque de France den Franc-Mark-Wechselkurs durch einseitige Interventionen, während die Deutsche Bundesbank währungspolitisch nicht aktiv ist, resultiert eine D-Mark-Zone mit Deutschland als dem Reserveland. Paßt sich im umgekehrten Fall die deutsche Geldpolitik einseitig an die französische an, entsteht eine Franc-Zone mit dem Französischen Franc als der Reservewährung bzw. dem nominellen Anker.

Generell gilt, daß erstens der Wechselkurs um so stabiler ist, je stärker das währungspolitische Feedback der Notenbanken ist. Je weiter somit ein Wechselkurssystem im Schaubild 5 vom Koordinatenursprung entfernt liegt, desto stabiler ist der Wechselkurs. Ein Wechselkurssystem ist zweitens um so asymmetrischer, je mehr sich das währungspolitische Feedback der beiden Notenbanken unterscheidet. In Schaubild 5 liegen die symmetrischen Wechselkurssysteme auf der Winkelhalbierenden, während sich die völlig asymmetrischen Wechselkurssysteme auf den Koordinatenachsen befinden.

Das „alte“ EWS

Welche Struktur hatte das „alte“ EWS im Sommer letzten Jahres vor Ausbruch der Währungskrise? Wie waren die Feedback-Regeln der beteiligten Notenbanken? In der Literatur wird die Frage der Struktur des EWS kontrovers diskutiert. Nach einer „kooperativen“ Interpretation wird das EWS als ein Arrangement gesehen, innerhalb dessen die beteiligten Länder über die Stabilisierung der Wechselkurse ihre Politiken angesichts gemeinsamer externer Schocks koordinieren³. Nach einer zweiten Sichtweise läßt sich das EWS als ein Instrument zur „Selbstdisziplinierung“ der nationalen Geldpolitiken interpretieren. Notenbanken können ihre stabilitätspolitische Reputation verbessern und die Kosten einer Anti-Inflationspolitik senken, indem sie ihre Währungen im Rahmen des EWS an die D-Mark binden. Nach dieser Interpretation ist das EWS ein asymmetrisches Festkurssystem mit Deutschland als Reserveland, also eine D-Mark-Zone⁴.

³ Vgl. etwa Michele Fratianni und Jürgen von Hagen: The European Monetary System and European Monetary Union, Boulder u. a. 1992.

⁴ Vgl. etwa Francesco Giavazzi und Marco Pagano: The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility, in: European Economic Review, Vol. 5, 1988, S. 133-171.

Schaubild 4

D-Mark-Wechselkurse
(September – Dezember 1992)

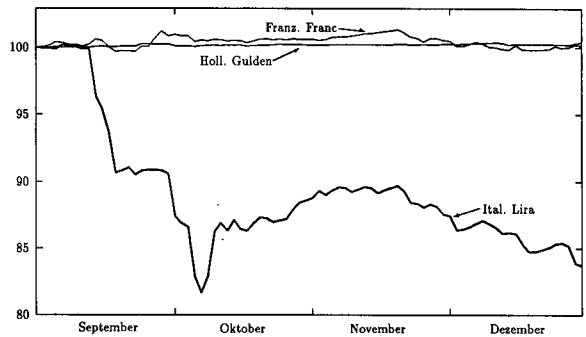


Schaubild 5

Währungspolitisches Feedback und Wechselkurssysteme

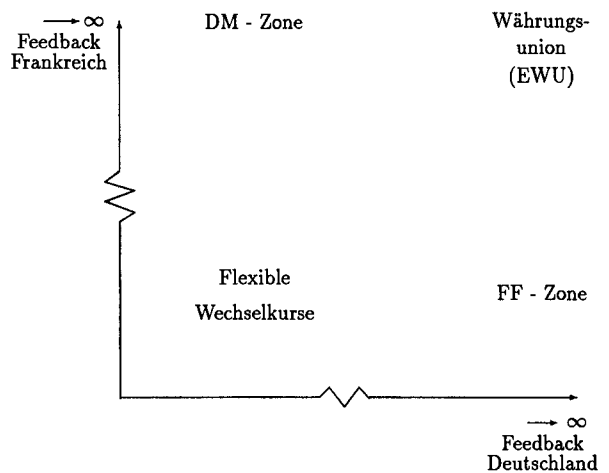
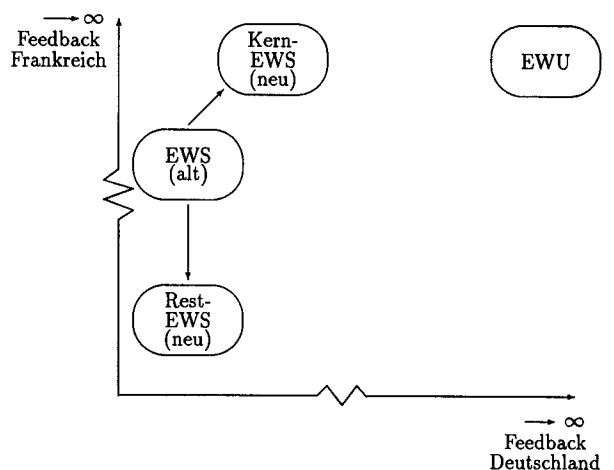


Schaubild 6

Das „alte“ und das „neue“ EWS



Die Ergebnisse einer empirischen Analyse der EWS-Struktur deuten genau in diese Richtung⁵. Die Deutsche Bundesbank reagierte in ihrer Politik bisher nicht auf wirtschaftliche Entwicklungen im EWS- und EFTA-Raum, während diese Länder sich in ihrer Geld- und Währungspolitik fast ausschließlich am jeweiligen D-Mark-Wechselkurs orientierten (vgl. Schaubild 6).

Das „neue“ EWS

Wie hat sich das EWS durch die September-Krise verändert? Während der September-Krise traten deutliche Unterschiede im Verhalten der Notenbanken zutage. Drei Ländergruppen lassen sich unterscheiden:

- das Reserveland Deutschland, in dem die Bundesbank erstmals ein währungspolitisches Feedback gegenüber EWS-Währungen, vor allem zugunsten des Französischen Franc, in Form von intramarginalen Interventionen, Zinssenkungen und Beistandserklärungen praktizierte,
- die europäischen Hartwährungsländer, die ihre Währungspolitik entweder schon ausschließlich auf die Stabilisierung des D-Mark-Wechselkurses ausrichten oder ihr Feedback über Stützungskäufe und Zinserhöhungen verstärkten, als ihre Währungen unter Abwertungsdruck gerieten,
- die Schwachwährungsländer, die ihr währungspolitisches Feedback über Kapitalverkehrskontrollen und Abwertungen abschwächten oder durch Austritt aus dem EWS bzw. dem Ende der ECU-Bindung ganz aufgaben.

Als Folge dieser Verhaltensänderungen entstehen in Europa unterschiedliche Währungszonen (vgl. Schaubild 6):

- Ein EWS-Kern bestehend aus den Benelux-Ländern, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Österreich und – mit Einschränkungen – der Schweiz mit (unwiderruflich) fixierten Wechselkursen und zunehmender währungspolitischer Symmetrie, sowie
- ein Rest-EWS bestehend aus den übrigen Ländern, die sich aus dem bis zum Sommer letzten Jahres bestehenden europäischen Festkursverbund zurückgezogen haben. Diese EWS- und EFTA-Länder wollen oder können im Moment nicht der Bundesbankpolitik folgen und entscheiden sich im Falle eines Konflikts zwischen außen- und binnenwirtschaftlichen Zielen gegen eine weitere Stabilisierung des D-Mark-Wechselkurses.

Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für den weiteren Übergang zu einer Europäischen Währungsunion? Im EWS war in den fünf Jahren seit dem letzten Realignment im Januar 1987 ein erheblicher Anpassungs-

bedarf aufgelaufen, der durch die Wechselkursänderungen seit September letzten Jahres weitgehend abgebaut wurde (vgl. Schaubild 1). Das EWS ist durch die Paritätsänderungen insgesamt flexibler geworden; die währungspolitische Zusammenarbeit im EWS sowie der weitere Integrationsprozeß in Europa haben heute eine realistischere Ausgangsbasis.

Durch die unterschiedlichen Reaktionen der einzelnen Länder auf die Währungskrise kristallisierte sich der Kern einer zukünftigen EWU heraus, und es wurde noch deutlicher, welche Länder noch nicht bereit sind, ihre Geldpolitik den Erfordernissen eines Festkursverbundes zu unterstellen. Faktisch besteht schon heute in Europa ein Kern von Hartwährungen, deren Wechselkurse unwiderruflich fixiert sind. Von einer Europäischen Währungsunion unterscheidet sich dieser Währungsblock nur durch die Führungsrolle der Bundesbank (Asymmetrie). Mit der wachsenden Rücksichtnahme der Bundesbank auf die anderen europäischen Länder nimmt aber die Symmetrie in diesem Hartwährungsblock zu, und der Währungsverbund entwickelt sich in Richtung einer symmetrischen EWU.

Diese zunehmende Ausrichtung der Bundesbankpolitik an der Wechselkursentwicklung im EWS ist die wahrscheinlich wichtigste und zugleich auch beunruhigendste Entwicklung seit Herbst letzten Jahres. Die Bundesbank hat aufgrund des wachsenden in- und ausländischen Drucks ihre Politikausrichtung geändert: Das Ziel der Geldwertstabilität wird weniger wichtig, außenwirtschaftliche Ziele, wie die Stabilität des Franc-Mark-Wechselkurses oder allgemein die Stabilität des Kern-EWS gewinnen an Bedeutung. Die Bundesbank nähert sich der Politik dieser Länder an, die D-Mark verliert ihre Ankerfunktion. Dies kann weder im Interesse Deutschlands noch im längerfristigen Interesse der anderen EWS-Länder sein.

Die übrigen europäischen Länder wollen oder können derzeit der Geld- und Währungspolitik dieser kleinen Währungsunion nicht folgen. Es zeichnet sich somit eine EWU der (mindestens) zwei Geschwindigkeiten ab.

Die September-Krise brachte das Ende der Illusion, Wechselkurse ließen sich nach politischen Vorstellungen entgegen ökonomischen Erfordernissen manipulieren. Insgesamt hat die Währungskrise einen deutlichen Beleg gegen die Grundstein- und für die Krönungs-These einer Europäischen Währungsunion geliefert. Länder, deren Wirtschaftspolitiken stark konvergierten, hatten keine Währungsprobleme im letzten Herbst, während Länder, deren Geldpolitiken relativ stark von der Politik der Deutschen Bundesbank abwichen, ihre Währungen abwerten mußten oder ganz aus dem Festkurssystem austraten. Es ist zu hoffen, daß diese Lektion im weiteren Verlauf des montänen Integrationsprozesses in Europa nicht vergessen wird.

⁵ Vgl. Bernhard Herz: Währungspolitische Asymmetrie im Europäischen Währungssystem, Tübingen 1993 (Manuskript). Für eine symmetrische Sicht des EWS vgl. Michele Fratianni und Jürgen von Hagen: The European Monetary System and European Monetary Union, Boulder u. a. 1992.