

# **Beruht die Währungsunion auf einer Fehlkonstruktion?**

## **Anmerkungen zu einer bizarren These der Linkskeynesianer**

### **Vorbemerkung**

1. Eine kleine Chronologie der Vorschläge zur Reform der Währungsunion
2. Geschichtliches: Zum Verhältnis von Währungsverträgen und Währungsrealität
  - 2.1. Die Articles of Agreement von Bretton Woods (1944)
  - 2.2. Das Europäische Währungssystem (1979)
  - 2.3. Der Vertrag von Maastricht (1990)
3. Unterstellungen der These
4. Die angeblichen Konstruktionsfehler

### **Fazit**

### **Vorbemerkung**

Es war in den siebziger Jahren, da galt die Beschäftigung mit Ordnungspolitik bei Keynesianern als das Letzte, womit sich der moderne Ökonom beschäftigen sollte. Alles Ökonomische löste sich auf in Prozesspolitik, wie es damals hieß. Dass die institutionelle Ordnung der Wirtschaft von Bedeutung sein könnte, galt schier als unvorstellbar, bestenfalls wurden darum herum angesiedelte Fragen als überflüssig und die Zeit verschwendend angesehen, schlimmstenfalls als reaktionär. Die Aufgabe der aufgeklärten Ökonomie bestand aus ökonomischen Funktionsanalysen und daraus abgeleiteten Handlungsempfehlungen für die Wirtschaftspolitik zur Steuerung der Konjunktur.

Das ist lange her und entspricht auch nicht mehr dem state of the art unter Keynesianern. Heute gehören Ordnungs- und Institutionenfragen der Wirtschaft zu den akzeptierten Beschäftigungsfeldern. Auch bei Linkskeynesianern. Ganz besonders gilt dies für die europäische Wirtschaftspolitik und ihr drängendstes Problem, die Reform der Eurozone.

Am Anfang der ordnungspolitischen Beschäftigung der Linkskeynesianer mit der Eurozonenreform findet der Leser eine erstaunliche, ja bizarre Notiz. Man liest: Die europäische

Währungsunion, so wie wir sie kennen, beruht auf einer Fehlkonstruktion. In zwei neueren Publikationen, die ansonsten sehr lesenswert sind, findet man diese Sätze:

„Sie (die Euro-Währungsunion, d. Verf.) braucht ein neues Modell, muss Strukturreformen an der fehlkonstruierten Währungsunion selbst vornehmen“ (Bibow/Flassbeck 2018, S. 207).

„Die Euro-Währungsunion ist (...) grundlegend fehlkonstruiert und in der heutigen Form nicht überlebensfähig“ (ebd., S. 221).

„Die Europäische Währungsunion weist einen fundamentalen Konstruktionsfehler auf: Wer die Rolle eines ‚lender of last resort‘ übernimmt, ist nicht geregelt“ (Schulmeister 2018, S. 259).

Die Konstruktion der Währungsunion erfolgte 1990 in Maastricht. Waren da wieder einmal – genau so lautet ja eines der verbreiteten Vorurteile von Keynesianern – ahnungslose Politiker am Werk, die nicht wussten, was für eine Fehlkonstruktion sie da ausgehandelt hatten? Mit dieser und einer Reihe anderer Fragen setzt sich der folgende Text auseinander.

Der Aufsatz arbeitet die These heraus, dass es sich beim Maastrichter Vertrag keineswegs um eine Fehlkonstruktion handelt. Hätte es die ordnungspolitische Revolte (2010-2012) deutscherseits nicht gegeben, bestünde die Währungsunion weiter, die währungspolitisch das erste Jahrzehnt gestaltet und die der Großen Finanzkrise auch hervorragend getrotzt hat. Die von den Linkskeynesianern entwickelten Ergänzungen zur Währungsunion können nicht überzeugen, sie basieren auf einem mangelhaften Verständnis, teils auf schierer Unkenntnis der europäischen Integration.

## 1. Eine kleine Chronologie der Vorschläge zur Reform der Währungsunion

Sortiert man die seit 2010 auf den Tisch gelegten Vorschläge zur Reform der Währungsunion im Sinne ihrer Weiterentwicklung ergibt sich das folgende Bild: Neoliberalen Vorschläge sind lange Zeit nur als Einzelmaßnahmen vorgebracht worden (z.B. Institutionalisierung der Staateninsolvenz), selten als Gesamtpaket. Eine Ausnahme macht hier die neuere Publikation von Becker/Fuest (2017). Allerdings ergibt das von den Autoren unterbreitete Paket keinen Sinn, da es, was im Eifer des Gefechts passieren kann, die Europäische Union mit einer Marktveranstaltung verwechselt – insofern ist die Intervention nicht ganz zeitgemäß – und letztlich einem Plädoyer zum „Rückbau der Integration“ (ebd. 137), wie die Autoren selbst einräumen, gleichkommt. Als seriöser Vorschlag scheidet diese Art von neoliberaler Europapolitik daher aus, sie wird weder in der praktischen Politik eine Rolle spielen noch in der Diskussion weiter fortbestehen, da sie sich am Ende im großen Schatten des konsequenter Marktradikalismus, der für eine Annulierung der Währungsunion eintritt, auflösen wird.

Das Feld der Vorschläge zur Weiterentwicklung der Eurozone, die halbwegs und näherungsweise im Bereich praktikabler Europapolitik liegen, wird beherrscht von institutionellen Proposita. Für die hiesige Darstellung werden sie deshalb unter dem Rubrum „europäischer Institutionalismus“, der im Übrigen die These von der Währungsunion als Fehlkonstruktion

teilt, subsumiert. Sie alle zeichnet zweierlei aus: 1.) Die Vorschläge knüpfen mehr oder weniger an bestehenden vertraglichen Institutionen an bzw. versuchen, diese weiterzuentwickeln, zu korrigieren oder zu modifizieren. 2.) Die Vorschläge kommen mit oder ohne Hinweis auf eine ökonomische Analyse der Währungsunion als Teil der europäischen Gesamtwirtschaft aus. Letzteres ist Thema in linkskeynesianischen Ansätzen, auf sie wird weiter unten eingegangen.

Geht man die Chronologie der institutionalistischen Reformmaßnahmen für eine „richtig“ konstruierte Währungsunion durch, trifft man für den Anfang (2010), als die Finanzierungsprobleme Griechenlands dringlicher wurden, auf drei Vorschläge. Ganz am Beginn stand zunächst ein Vorschlag aus dem deutschen Finanzministerium, der auf die Gründung eines **Europäischen Währungsfonds** (EWF) lautete, der aber nur kurz in der Presse aufflackerte und dann in der Versenkung verschwand. Bis auf Weiteres kann vermutet werden, dass zu diesem Zeitpunkt zwischen Kanzleramt und Finanzministerium unterschiedliche Vorstellungen über die Krisenbearbeitung, genauer: deren institutionelle Bedingungen, bestanden. Während man im Finanzministerium eine rein europäische Lösung präferierte, also eine Beteiligung des IWF ablehnte, allerdings auch der Kommission sehr kritisch gegenüberstand, wollte das Kanzleramt eine möglichst breite institutionelle Bearbeitung, insbesondere unter Einschluss des Internationalen Währungsfonds (IWF), der angeblich, so die damalige Begründung, über das beste Knowhow in der Staatensanierung verfügte. Der Konflikt löste sich, wenn man es sarkastisch beschreiben will, „biologisch“: Der Finanzminister erkrankte und die Regie für die Krisenbearbeitung übernahm, zumindest vorübergehend, das Kanzleramt. Die Troika, die schlechteste aller Lösungen, erblickte das Licht der Welt. Keine Hinweise gibt es darauf, dass die inhaltlichen Politikmaßnahmen (schockartige Austeritätspolitik mit harten Auflagen) zwischen Kanzleramt und Finanzministerium umstritten waren.

Der zweite Vorschlag teilte das Schicksal des ersten. Einem Strohfeuer gleich ging ihm bald der Sauerstoff aus und er geriet – zunächst noch – in Vergessenheit. Der damalige EZB-Präsident Jean-Claude Trichet warf den Begriff „**Finanzminister**“ in die Diskussion, ohne ihn allerdings weiter zu füllen. Die Sache blieb plakativ. Erst einige Jahre später kehrte der Begriff zurück auf die Bühne.<sup>1</sup>

Dem dritten Reformvorschlag erging es etwas anders, er blieb auf der Ebene eines mit einem gewissen Beharrungsvermögen ausgestatteten Diskussionsbeitrags. Schon in der zweiten Jahreshälfte 2010 wurde seitens der Kommission der Vorschlag von EU-Anleihen lanciert, der eine ältere Initiative von Jacques Delors, dem vormaligen Kommissionspräsidenten, aufgriff, die **Eurobonds**. In der öffentlichen Diskussion am bekanntesten wurde das Konzept von Jacques Delpla und Jakob von Weizsäcker (2011) aus dem Brüsseler Bruegel-Institut.<sup>2</sup> Das Konzept stieß eine breite europäische Debatte an, erlebte dann aber einen jähnen Absturz. Das Aus kam 2012 zunächst in einer Rede Angela Merkels vor der Bundestagsfraktion der FDP und einen Tag später in ihrer Regierungserklärung vor dem Bundestag. Eurobonds werde es nicht geben, so die Kanzlerin, solange sie am Leben sei, ein zwar höchst eigenständiges Bild, aber eine klare Ansage.

---

<sup>1</sup> Es gibt mittlerweile einen bestimmten aus dem nationalen Kontext stammende und hoch dekorierte Typus europäischer Begriffe, die angezogen werden, um europäische Staatlichkeit zu simulieren. Manchmal lassen die Nationalstaaten die Europäer gewähren, manchmal aber auch nicht. Für den zweiten Fall erinnere man sich an den Begriff des Europäischen Außenministers aus dem Verfassungsvertrag.

<sup>2</sup> Veröffentlicht durch die Friedrich-Ebert-Stiftung: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08209.pdf>

Der Eurobond-Vorschlag hatte, einmal abgesehen von den damaligen Realisierungswahrscheinlichkeiten, einen gegenüber den späteren Vorschlägen unschätzbaren Vorzug: er blieb noch bei dem tatsächlichen Problem, das Griechenland in den ersten Monaten des Jahres 2010 heimsuchte und so aus dem Takt brachte, der Finanzierung der staatlichen Kreditaufnahme. In dem Maße, wie sich dann der gewählte Krisenbearbeitungsmodus bis zu Draghis „*Whatever it takes*“-Rede festigte, stellte sich ein drolliges Phänomen ein: Die Vorschläge für die Reform der Währungsunion entfernten sich nach und nach von dem eigentlichen Krisensymptom 2010 und verdichteten sich mehr und mehr zu Vorschlägen zur Einführung einer Wirtschaftsunion.

Um welche Vorschläge geht es? Aufgeschreckt durch die Ereignisse der Großen Finanzkrise machte sich die Union schon frühzeitig an die Errichtung einer **Bankenunion**. Man ließ sich durch den Horror des Too-big-to-fail ins Bockshorn jagen und wollte einen Auffangmechanismus für trudelnde Banken errichten, die sonst „durch Steuergelder gerettet“ werden mussten. Der andere, eher unterdrückte Horror war, dass man mitteleuropäischen Großbanken Beistand leistete, indem man Griechenland opferte. Jedenfalls war die Bankenunion das am schnellsten umgesetzte und inzwischen am weitesten gediehene Projekt der Reform der Eurozone, ohne bislang allerdings vollendet zu sein.<sup>3</sup>

In den verschiedenen Berichten (vgl. z.B. den Fünf-Präsidenten-Bericht 2015) der europäischen Präsidenten blitzten immer mal wieder die schillernden Begriffe der „*Fiskalkapazität*“ oder auch der „*Stabilisierungsfunktion*“ auf, Begriffe, denen sehr viel an Bedeutung beigemessen werden konnte. Sie vermieden es in ihrer Verquastheit, deutsche Aversionen gegen Transfers und Haftungsübernahmen zu erregen.

Mehr im Schatten erblüht seit einigen Jahren eine weitere keynesianische Pflanze, die europäische **Arbeitslosenversicherung** (vgl. Dullien/Fichtner 2012). Der Vorschlag wird mehr in Fachkreisen diskutiert, stand nie im hellen Licht der Öffentlichkeit, erhielt im Juni 2018 aber höhere Weihen, als er von Finanzminister Olaf Scholz vor dem Eurozonen-Gipfel in die Debatte geworfen wurde.

Eine Variation der Eurobonds stellen die **European Safe Bonds** (ESBies) dar (Brunnermeier u.a. 2016). Mit finanztechnischen Modifikationen, die auf eine Verringerung des Haftungsrisikos hinauslaufen sollen, versuchen ihre Vertreter das apodiktische Wort der Kanzlerin zu den Eurobonds doch noch zu erschüttern und sie und die deutsche Politik für gemeinsame europäische Anleihen wenn nicht zu begeistern, so doch freundlicher zu stimmen.

Auch dem **Europäischen Finanzminister** wurde im Nachhinein noch einmal Leben eingehaucht. In zahlreichen Beiträgen wurde er nach und nach zu einer Art Konzeption. Einen guten Überblick Funktion, Aufgaben und Einordnung des neuen Amtes verschafft man sich bei Enderlein/Haas (2015).

Ähnlich erging es dem **Europäischen Währungsfonds** (EWF). War er 2010 noch mehr ein Fassadentag, erhielt er nach und nach mehr Substanz, bis er es sogar in den Koalitionsvertrag der Großen Koalition geschafft hat (2018). Die Koalitionäre haben sich dort verpflichtet, ihn zum zentralen Ziel ihrer europapolitischen Mühen zu machen.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Von den sogenannten drei Säulen der Bankenunion – Aufsicht, Abwicklungsmechanismus und Einlagen-  
sicherung – ist die erste bereits gebaut, die zweite befindet sich im Bau und über die dritte streiten sich die Baumeister noch.

<sup>4</sup> Zum Überblick vgl. Sapir/Schoenmaker 2017.

Ihren Höhepunkt erreichte die Reformdebatte in **Macrons Sorbonne Rede** (2017). Dort selbst spitzte der französische Präsident mit dem Gewicht eines auf der Durchsetzungsebene agierenden Akteurs die Debatte noch einmal zu, indem er für die Reform der Eurozone nicht weniger als einen Finanzminister, einen Haushalt (später konkretisiert mit der imposanten Summe von 300 Milliarden EUR) und gemeinsame steuerliche Innovationen aufrief.

Gemeinsam ist den Vorschlägen, dass sie – mit der Ausnahme der Eurobonds – mit der Griechenland-Krise von 2010 und den Finanzierungsproblemen der nachfolgenden Programm-länder buchstäblich **nichts** zu tun hatten bzw. haben.<sup>5</sup> Der Nebel, der sich über die begriffliche Fassung der Krise (Staatsschuldenkrise oder Eurokrise) und ihre Ursachen legte, waberte weiter und ergriff die Reformdiskussion der Währungsunion und darüber vermittelte die Rückschau auf deren Konstruktion im Maastrichter Vertrag. Am Ende lag ein mächtiger Nebelteppich über dem Maastrichter Vertrag, über der Krisenursache in der Eurozone ab 2010 und über der Reformdiskussion zur Eurozone.

Sowohl die Krise in der Eurozone, die im Kern einer ordnungspolitischen Neuorientierung der Währungsunion gleichkam, wie auch die Rückschau auf den Maastrichter Vertrag („*Fehlkonstruktion*“) kranken daran, dass sie die Potentiale einer Währungsunion, wie sie im ersten Jahrzehnt bestand, erkennen und die Reform der europäischen Ordnung nach dem Muster der nationalen wirtschaftspolitischen Ordnung schablonenhaft angehen wollen.

Der maßgeblich durch Deutschland in den Jahren 2010-2012 herbeigeführte ordnungspolitische Systemwechsel kann so beschrieben werden: Aus einer politischen Groß-Gemeinschaft, die ihren Mitglieder hauptsächlich **Schutz** gewährt, wurde fast im Handumdrehen ein Versicherungskartell geformt, das seine Mitglieder mit differenzierten Risikoprämien belegt und im Versicherungsfall – siehe Griechenland, aber auch die anderen Programmländer – mit rüden paternalistischen Eingriffen in die nationale Wirtschaftspolitik bestraft. Symbolisch am greifbarsten wurde der Wechsel durch den kaum fassbaren Aufstieg des Begriffs der **Haftung** als zentraler Schlüsselkategorie der neoliberalen Krisenanalyse. Der aus der Mikroökonomie der Versicherungswirtschaft stammende Begriff brachte auf den Punkt, was Europa jetzt sein soll: Nicht mehr eine Schutzgemeinschaft gegenüber exogenen Schocks (wie der Großen Finanzkrise), sondern ein loser Verbund von Einzelkämpfern, die sich als Einzelne durch den Nationenwettbewerb schlagen müssen und lediglich mit schwäblichen Schutzbüchern abgesichert sind.

---

<sup>5</sup> Im Mai 2010 war Griechenland nicht einem asymmetrischen Schock ausgesetzt, die Arbeitslosenzahlen waren nicht exorbitant höher als in anderen vergleichbaren Ländern, es gab auch keine Krise um die Zahlungsbilanz herum, obwohl die aufgrund des spezifischen Wachstumsmodells mächtig im Negativen war. Es kann auch nicht die eine Zahl, die in Deutschland herumgereicht wurde, die Schuldenquote, gewesen sein, denn die war nicht urplötzlich nach oben geschnellt, eher das Gegenteil war in den Jahren zuvor der Fall. Das Adrenalin an den Finanzmärkten kam in einem ganz anderen Teil des europäischen Hauses in Umlauf.

## 2 Geschichtliches: Zum Verhältnis von Währungsverträgen und Währungsrealität

Wer einmal auch nur oberflächlich mit der Währungsgeschichte in Berührung gekommen ist, der hat schnell registriert, dass die geschriebenen *rules of the game*, die Statuten oder die Konstruktion von währungspolitischen Arrangements die währungspolitische Wirklichkeit in den seltensten Fällen so bestimmt haben, wie es sich die Regelerfinder dachten. Häufig genug ist geradezu das Gegenteil der Fall gewesen. Es gibt nicht eben viel an empirischer Basis, um diese These nachzuvollziehen. Von den drei großen währungspolitischen Verträgen, den *Articles of Agreement* (Bretton Woods), dem Europäischen Währungssystem (EWS) und dem Maastrichter Vertrag, ist diesbezüglich das Folgende bekannt:

### 2.1 Die Articles of Agreement von Bretton Woods (1944)

Um nur den Kern des Bretton-Woods-Abkommens zu erwähnen, das sogenannte Festkurssystem, ist zunächst festzuhalten, dass es bis 1958 überhaupt keine Rolle gespielt hat, da es keine Devisenmärkte gab, an denen Währungsrelationen hätten festgesetzt oder Währungen ausgetauscht werden können, denn die Währungen waren – mit der Ausnahme des Dollars – allesamt nicht konvertibel. Währungskurse für den grenzüberschreitenden Handel waren amtlich festgesetzt und wurden über den Dollar verrechnet. Und als dann in dem genannten Jahr eine Reihe von Währungen konvertibel wurden, sah man rückblickend, dass das Bretton-Woods-Abkommen mit dem Prozess, der die Konvertibilität herbeiführte, nichts zu tun hatte. Es musste eine Art Sonderinstitution gegründet werden, die die Konvertibilität erzeugte, die Europäische Zahlungsunion (EZU, 1950 - 1958). Die Konvertibilität wurde von einigen wenigen Staaten bekannt gemacht, weil man sich wirtschaftlich stark genug fühlte.

Auch danach hatte das Bretton-Woods-Abkommen nicht die Rolle gespielt, die ihm von manchen Währungshistorikern im Nachhinein zugeschrieben, oder sollte man besser sagen: angedichtet, wird. Der Internationale Währungsfonds (IWF) als das institutionelle Kernstück war nicht die supranationale Institution, die verfügte, dass diese oder jene Aufwertung oder Abwertung vorgenommen werden musste, so dass sich die Mitglieder danach richten müssen, weil man sich an einer sinnvollen Konstruktion orientierte. Ob auf- oder abgewertet wurde, ging letztlich auf die Initiative der Mitgliedstaaten zurück. Eichengreen: „*Dem Internationalen Währungsfonds fehlte die Macht, Einfluss auf die nationale Politik zu nehmen. Ihm fehlten auch die Mittel, um die Auswirkungen dieser Politik, das Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz, zu finanzieren*“ (2000, S. 135).

Wenn es im Großen und Ganzen zu relativ seltenen Paritätsänderungen kam (in Westeuropa nur zwei Pakete von Paritätsänderungen bis 1965), dann lag das einerseits daran, dass sich alle Länder scheuten, die Wechselkurspolitik gezielt als Wettbewerbspolitik einzusetzen, und andererseits daran, dass die entscheidenden gesamtwirtschaftlichen Daten relativ nahe beieinander lagen. Und wenn es dann doch zu gravierenderen Wettbewerbsverzerrungen kam, dann scheuten sich die potentiellen Abwertungskandidaten aus Prestigegründen den Schritt zu gehen, die Aufwertungskandidaten, wie die Bundesrepublik zu Beginn und am Ende der sechziger Jahre, zögerten den Schritt, solange es ging, hinaus, weil man es sich nicht mit der heimischen Exportwirtschaft und deren Arbeitern verderben wollte.

Das Hohelied, das heutzutage von manchen Linken und Keynesianern auf die Bretton-Woods-Ordnung intoniert wird, geht also an der währungspolitischen Realität der Nachkriegszeit vollständig vorbei. Die sinnvollen Keyneschen Vorschläge aus dem Vorfeld (1944) – gemeinhin als die Interessen eines zukünftigen Schwachwährungslandes, Großbritanniens, heruntergedeutet –, also die symmetrischen Anpassungen bei außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten, die Aufnahme von Handelsfragen in die Währungsvereinbarung und das internationale Kunstgeld Bancor, haben das Ende der Verhandlungen schon nicht mehr erlebt. Einzig die Kontrolle des internationalen Kapitalverkehrs und der Vorrang der nationalen Wirtschaftspolitik vor internationalen Anpassungen fanden sich von Keynes' Überlegungen im Abkommen wieder.

Eigentlich überationale Regeln im Sinne von Handlungsvorschriften in komplexen Situationen, die auch unangenehme Wirkungen nach sich ziehen konnten, und/oder eine mächtvolle Institution IWF<sup>6</sup>, die den Mitgliedern wirtschaftspolitische Verhaltensweisen hätte vorschreiben können, enthielten die *Articles* überhaupt nicht. Das Abkommen war weit entfernt davon, eine eigene Supranationalität zu besitzen. Bretton Woods „funktionierte“, nicht weil es eine gute Konstruktion war, sondern weil die Teilnehmerstaaten sich stillschweigend an die Übereinkunft, dass es sinnvoll ist, von festen Paritäten auszugehen, hielten und weil sie wussten, dass, wenn sie gezielte Wechselkurspolitik betrieben hätten, sie von den anderen wie Paria behandelt worden wären und mit Vergeltung hätten rechnen müssen.

Bretton Woods funktionierte also nicht, weil es eine starke Ordnung war („gute Konstruktion“), sondern weil es eine eindeutige Hegemonie, die USA, gab und ansonsten ringsherum schwache Nationalstaaten, die materiell zerstört waren, nur über im Inland verwendbare Währungen verfügten und deshalb nicht in internationalen Handel eintreten konnten. Einen Markt, den der IWF hätte regulieren können, gab es nicht. Als die Konvertibilität innerhalb der Zahlungsbilanz Ende der fünfziger Jahre hergestellt war, sollte es nur noch ein gutes Jahrzehnt dauern, bis ein Devisenmarkt (Konvertibilität außerhalb der Zahlungsbilanz), an dem mehr als eine Währung gehandelt wurde, entstand. Wie fragil die Bretton-Woods-Ordnung war, konnte dann beobachtet werden, als in den frühen siebziger Jahren sehr rasch alle Dämme brachen und die Festkursordnung durch den Devisenmarkt ersetzt wurde.<sup>7</sup>

## 2.2 Das Europäische Währungssystem (1979)

Der Vertrag zum Europäischen Währungssystem (EWS) zeigt eine ganz andere Konstellation von Vertragstext und währungspolitischer Realität. Fasst man das zusammen, was die Konstrukteure in ihren formidablen Planungen vorgesehen hatten, dann kann man die ganze Fülle, die sich dem Betrachter bietet, nur mit einem opulenten barocken Stillleben vergleichen. Die Konstrukteure richteten „kurz- und mittelfristige Kreditfazilitäten“ ein, erfanden den „Abweichungsindikator“ und die „intramarginalen Interventionen“ und sahen „unbegrenzte obligatorische Interventionen“ vor (vgl. Polster 2002, S. 183 ff.). Nimmt man die *Articles of*

<sup>6</sup> Der IWF ist heutzutage gegenüber den Entwicklungs- und Schwellenländern mit Macht ausgestattet, wenn diese in Schwierigkeiten geraten sind. In den fünfziger und sechziger Jahren war ein Papiertiger.

<sup>7</sup> Dass die Ordnung von 1944 so schwach war, mag auch daran gelegen haben, dass man erstmals in der Wirtschaftsgeschichte internationale Handels- und Währungsfragen nach dem Zusammenbruch des Goldstandards und dem Zwischenkriegschaos politisch regulieren musste. Man verfügte also über keine Erfahrungen.

*Agreement* als Maßstab, war das EWS förmlich vollgestopft mit Spielregeln. Die Konstrukteure des EWS hatten ihre Lektion aus der IWF-Ordnung, die weitgehend ohne Regeln auskam, gelernt.

Die Seele des Ganzen bestand in der Intention, eine **symmetrische** Ordnung zu schaffen, was ja auch für eine europäische Institution, die auf dem Grundprinzip der Staatengleichheit basiert, nicht anders denkbar war. In der währungspolitischen Realität machte die Bundesbank, da sie ganz andere ästhetische Vorstellungen von einer Wechselkursordnung hatte, mit all den leuchtenden Farben und den dekorativen Formen des EWS-Textes kurzen Prozess und reduzierte die ganze Pracht auf ein verhältnismäßig schlichtes Gebilde, eine Wechselkursordnung mit einem Entscheidungszentrum. Die Zeitgenossen erfanden damals für das EWS à la Bundesbank die nicht ganz treffende Metapher des Ankers, welche die D-Mark für die restlichen beteiligten europäischen Währungen bildete. Nicht ganz treffend ist die Metapher vom Anker, weil Anker nach Solidität und Statik klingt, tatsächlich aber war die neue Ordnung durchaus dynamisch und auch von einer gewissen Brutalität. Letztere bestand aus der auf europäische Empfindlichkeiten wenig Rücksicht nehmenden Konsequenz, mit der die Bundesbank einen Stabilitätsblock, inklusive unprätentiöser wirtschaftspolitischer Unterwerfungen der anderen Staaten, formte. Die Dynamik lag darin, dass man sich in Europa den deutschen Vorstellungen von Wachstum anpassen musste. Im Zweifelsfall hatte Inflationsbekämpfung in Deutschland stets Vorrang.

Jedenfalls zimmerte die Bundesbank aus einer „richtigen“ symmetrischen Konstruktion auf dem Papier in der Realität eine Leitwährungsordnung, die ganz und gar auf deutsche Interessen zugeschnitten war. Aus dem schmuckvollen barocken Gemälde wurde eine sehr unprätentiöse, wenig kunstvolle und sehr eindeutige Bleistiftskizze. Wie kein anderes Währungsregime zeigt der Fall des EWS, dass es geradezu kindisch ist, an Währungsordnungen den Anspruch einer „richtigen Konstruktion“ zu stellen, ohne auf die Akteure, die die Ordnung umsetzen, zu achten. Ganz zu schweigen von den Märkten, in die die Ordnungen platziert werden.<sup>8</sup>

Bei dem EWS auf dem Vertragspapier handelte es sich um eine gute Konstruktion. Sie hätte mit den institutionellen Akteuren (Zentralbankpräsidenten), den Regeln (obligatorische beidseitige Interventionen) und dem Ziel (feste, bis zu einem gewissen Grad anpassungsfähige Paritäten) eigentlich gut funktionieren können. Dass sie dies nicht tat, lag an einer politisch ungebundenen, einem wirtschaftspolitischen Dogma gehorchnenden Institution, die in dem Schlussakkord, 1992/93, als sie durch den Maastrichter Vertrag eigentlich schon entmachtet und „abgeschafft“ war, zu einer Desperadopolitik griff. Als es in der Krisensituation 1992/93 europäisch darauf ankam, Zinssenkungen vorzunehmen, tat sie wegen der vereinigungsbedingt anziehenden Inflation das Gegenteil und erhöhte in schroffem Maße den Leitzins, zerstörte das EWS – die Bandbreiten wurden auf plus/minus 15 Prozent gedehnt –, vermochte aber den Maastricht-Prozess dennoch nicht, wie vielleicht gehofft, zu torpedieren.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Bei all dem war an dieser Stelle noch gar nicht die Rede davon, dass aus dem EWS noch etwas viel Glorioseres werden sollte. Um in der Metaphorik zu bleiben: Es sollte ein die europäische Integration zierendes Wandgemälde entstehen, ein eigentliches Währungssystem mit symmetrischen und wirtschaftspolitisch steuernden Ambitionen und als Vorstufe einer Währungsunion in die Geschichtsbücher eingehen.

<sup>9</sup> Wirklichkeitsentrückte Formen nimmt die währungsgeschichtliche Mythenbildung seit einiger Zeit um das EWS an. Das Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, mittlerweile ein Hort von nationalgesinnten europafeindlichen Gegnern der Währungsunion, strickt an einer ganz eigenen Legende um das EWS. Als Alternative zur Währungsunion offeriert es das EWS, von dem gerühmt wird, dass es einen Schutz gegen unkontrollierte Kapitalbewegungen geboten habe. Die Realität war eine andere, das EWS hielt einigermaßen, so lange

## 2.3 Der Vertrag von Maastricht (1990)

Das dritte große währungspolitische Vertragsdokument, eigentlich auch der Gegenstand der Erörterungen um die Fehlkonstruktion der Währungsunion, ist der Vertrag von Maastricht. Dass er in einer konkreten historischen Situation mit bestimmten Vorgaben, Zielen und Begrenzungen, mit bestimmten Interessen und in bestimmten Verhandlungskonstellationen ausgehandelt wurde und nicht am Reißbrett von Experten in Fragen der Währungsunion entworfen wurde, ist nur ein winziger Aspekt, der die These von der Fehlkonstruktion schon relativiert. Die Experten in Fragen der Konzeptionierung einer Währungsunion gab und gibt es bis heute nicht. Wir kommen darauf zurück. An dieser Stelle soll aber ein Aspekt an der Fehlkonstruktionsthese beleuchtet werden, der meisthin unbeachtet bleibt.

Es gibt ein einziges granum salis – genau: zwei grana – an der These von der Fehlkonstruktion der Währungsunion. Das einzige Symptom, das eine Krise der Währungsunion indizierte, war 2010 der Zinsanstieg bei den griechischen Staatspapieren im Frühjahr und die spätere epidemische Ausbreitung auf andere Länder (Irland, Portugal, Spanien, Italien, Zypern). Damit vollzog sich ein Bruch innerhalb der Maastrichter Konstruktion und der erzwang eine andere ordnungspolitische Architektur. Der Bruch realisierte sich entlang zweier Dimensionen. Die eine Dimension betraf die Vergangenheit und die mit ihr verbundenen Akteure an den Finanzmärkten, die andere den Zusammenhang von Binnenmarkt und Währungsunion in der Gegenwart und der Zukunft.

Der Vergangenheitsaspekt hängt mit dem Übergangsprozess in die Währungsunion und seiner Konzeption zusammen. **Kein** Thema mit Aussicht auf Verhandlungserfolg war in Maastricht eine Politische Union und auch nicht eine Währungsunion mit einer wie immer gearteten Wirtschaftsunion. Auch wurde bereits im Delors-Plan auf eine realwirtschaftliche Konvergenz der Teilnehmerstaaten verzichtet, so dass als Qualifikationskriterien für die potentiellen Teilnehmer der Währungsunion ausschließlich monetär-finanzielle Kriterien in Frage kamen. Von den damals gekürten vier Kriterien ist für den an dieser Stelle interessierenden Zusammenhang zuvörderst das Zinskriterium von Bedeutung. Die Vorgabe lautete, dass der langfristige nominale Kapitalmarktzins 1997 nicht mehr als zwei Prozentpunkte über dem Zins der drei preis stabilsten Länder liegen sollte. Das war die Zielgröße und als Zinsgröße – und das ist von entscheidender Bedeutung – wurden öffentliche Anleihen mit einer Restlaufzeit von rund zehn Jahren genommen. Man wählte also nicht Kapitalmarktzinsen von Unternehmenspapieren und auch nicht den Zins der jeweiligen Zentralbanken. Unverkennbar war, dass man für die Währungsunion von einem konvergenten Zins bei den Staatspapieren ausging.

1997 erfüllten dieses Kriterium alle späteren Teilnehmer an der Währungsunion mit Ausnahme von Griechenland, das folgerichtig auch nicht zu den Startern zählte. Die Akteure an den Kapitalmärkten ihrerseits durften aus diesem Kriterium die Information ablesen, dass die Währungsunion auf der Basis des gleichen bzw. konvergenten Zinses für den öffentlichen

---

der Kapitalverkehr reguliert war, es flog in Fetzen als der letzte Schritt zur Liberalisierung Ende der achtziger Jahre getan war. In ihrer Eiferei für das EWS unterschlagen die Forscher ansonsten gänzlich, dass es sich beim EWS um eine ziemlich rücksichtslose Hegemonialordnung handelte. Sie qualifizieren das EWS – man glaubt es nicht – als **diskretionäre** Ordnung, die allen Beteiligten Handlungsspielräume gelassen habe (Höpner/Spielau 2016).

Kredit funktionieren sollte. Der in diesem Zusammenhang häufig erfolgende Hinweis auf den Artikel 125 AEUV, den sogenannten No-bail-out-Artikel, der angeblich eine Logik differenzierter Zinsniveaus erzwinge, kann nicht überzeugen. Der Artikel bezieht sich auf die Vergangenheit der Kreditaufnahme und darauf, dass die Teilnehmer nicht gezwungen sind, für die **Altkredite** von Partnerländern geradezustehen. Über ein differenziertes Zinsniveau für Rentenpapiere, gestuft nach Risikoprämien, sagt der Artikel als solcher nichts aus. Bis zum Frühjahr 2010 funktionierte die Währungsunion auch tatsächlich auf der Basis eines einheitlichen Zinses aller Staatspapiere in der Eurozone. Die Kapitalmärkte gingen – zu Recht – davon aus, dass der einheitliche Zins die Geschäftsgrundlage für das Funktionieren der Währungsunion sein würde, da ihnen ja bei den Konvergenzkriterien ein solches auch signalisiert wurde.<sup>10</sup>

Damit kommen wir zu dem zweiten Salzkörnchen. Der Zins auf zehnjährige Staatsanleihen wurde bei den Konvergenzkriterien nicht zufällig ausgewählt. Er spielt eine zentrale Rolle bei der Zinsbildung auf den Märkten für Hypothekenkredite, Unternehmenskredite und Konsumentenkredite und dürfte für die Zinsbildung neben dem amtlichen Zins der wichtigste Zins sein. Der Kernbereich der europäischen Integration ist bekanntlich die Herstellung eines einheitlichen Marktes. Güter, Dienstleistungen, Arbeitskräfte und Kapital sollen sich in diesem Markt nicht nur frei bewegen können, sondern ihre Preise auf mehr oder weniger einheitlichen Niveaus ausgleichen. Unternehmen in einem einheitlichen Wirtschaftsraum müssen, **unabhängig von ihrer Nationalität** davon ausgehen können, dass sie bei der Finanzierung ihrer Investition auf gleiche Bedingungen treffen. Es darf in einem Binnenmarkt keine nationalitätsbedingte Diskriminierung durch unterschiedlich hohe Zinsen geben. In einem einheitlichen Wirtschaftsraum oder Binnenmarkt **müssen** sich die Zinsen deshalb nivellieren. Wenn sie dies nicht über die Märkte tun, muss die Zentralbank oder die Politik nachhelfen, ansonsten wird der Binnenmarkt unglaublich. Mit anderen Worten: Nach Nationalität oder Standort differenzierte Zinsen und Binnenmarkt sind **inkompatibel**. Das Funktionieren eines einheitlichen Binnenmarktes setzt den einheitlichen Zins auf Staatspapiere als Teil der Zinsbildung für Unternehmensinvestitionen voraus.<sup>11</sup>

Im Jahr 2012 ist einigen Akteuren dieser Zusammenhang schlagend ins Bewusstsein getreten. Nachdem Mario Draghi Ende Juli in seiner Londoner Rede die faktische Garantie für den Erhalt der Währungsunion übernommen hatte, begann die Umsetzung derselben im September mit der Ankündigung des OMT-Programms (Outright Monetary Transactions). Die Begründung für das Programm lief genau auf die inhärente Notwendigkeit eines einheitlichen Zinses in einem Binnenmarkt hinaus. Der Zinskanal sei in bestimmten Ländern, z.B. Italien und Spanien, verstopft, so dass die EZB mit ihrer Geldpolitik nicht mehr zu den Banken vordringe. Die auf Investitionskredite angewiesenen Unternehmen in diesen Ländern würden

---

<sup>10</sup> Dass die Kapitalmärkte die mögliche Intention des Vertrags, einen Spread bei den Staatspapieren zu sichern, ignorierten, war eine Art historischer Kompromiss, den sie mit der Währungsunion geschlossen hatten. Der einheitliche Zins stellt für die großen Akteure an den Kapitalmärkten schließlich eine erhebliche Vereinfachung für die Anlagestrategien dar. Für sie war es gerade der Vorteil der Währungsunion, dass sie sich bei ihren Portfolio-Entscheidungen nicht mehr mit einem zerfaserten europäischen Markt beschäftigen mussten. Dass es eine andere Spezies von Kapitalmarktakteuren gibt, die auf Spekulation setzt und dem differenzierten Zins etwas abgewinnen kann, steht auf einem anderen Blatt, muss aber politisch nicht unbedingt hingenommen werden.

<sup>11</sup> Die EU-Institutionen, aber auch alle wissenschaftlichen Beobachter der Währungsunion, hatten sich im ersten Jahrzehnt der Währungsunion außerordentlich indifferent gegenüber dem konvergenten Zins gezeigt. Mir ist kein Aufsatz, kein Kommentar bekannt, der expressis verbis den konvergenten Zins als Fehlregulation und/oder Widerspruch zum Artikel 125 thematisiert hätte. Erst danach wurde, wie sollte es anders sein, von „*Marktversagen*“ gesprochen.

aufgrund ihrer nationalen Zugehörigkeit im Wettbewerb mit anderen Unternehmen des Nordens benachteiligt.<sup>12</sup>

Die Kommission blieb damals in dieser für ihr genuines Betätigungsfeld zentralen Auseinandersetzung eigentlich still. Normalerweise tritt sie immer dann am rigorosesten und nachhaltigsten auf, wenn es um die Verteidigung des Binnenmarktes und seiner Errungenschaften geht. Zuletzt geschah dies bei den Brexit-Verhandlungen, bei denen sie strikt auf dem Prinzip der Unteilbarkeit der freien Beweglichkeit von Waren, Dienstleistungen, Arbeitskräften und Kapital beharrte. Ihren assoziierten Partnern, der Schweiz und Norwegen, hat sie diese Einheitlichkeit auch auferlegt. Dass sie das Prinzip der Einheitlichkeit der Fundamentaldaten an den Märkten in der Zeit des ersten Aufflackerns von Krisensymptomen, dem Rendite-Anstieg für griechische Anleihen im Frühjahr 2010, nicht tat, gehört zu den großen Versäumnissen der Kommission als Siegelbewahrer des Binnenmarktes.

Wenn also ein Konstruktionsfehler des Maastrichter Vertrages vorliegt, dann liegt er in dem Versäumnis, den einheitlichen Zinssatz für den Binnenmarkt und die Währungsunion eindeutig festzuhalten. Nur der einheitliche Zins fügt sich in das Kernstück der europäischen Integration, den Binnenmarkt, ein.

Die Linkskeynesianer denken bei dem oder den Konstruktionsfehlern von Maastricht an andere Dinge, wir kommen darauf zurück. Die Rechtskeynesianer plädieren für die Auflösung der Währungsordnung und ein Zurück in die Steinzeit der nationalen Wechselkurse. Die europäischen Institutionalisten trachten danach, neue Ämter zu schaffen, um der Krise Herr zu werden, ohne die makroökonomischen Grundlagen, innerhalb derer eine Währungsunion funktioniert, zu beachten.

---

<sup>12</sup> Vgl. für diesen zentralen Zusammenhang Polster 2014, S. 265-274. Es gab damals eine scharfe Auseinandersetzung zwischen den Europäern in der EZB und dem Bundesbankpräsidenten Jens Weidmann, der in einem „Geheimpapier“ die Gegenthese vertrat: „Grundsätzlich sollten unterschiedliche wirtschaftliche Fundamentaldaten dazu führen, dass das gleichgewichtete Niveau der Marktzinssätze im Euro-Währungsgebiet von Land zu Land verschieden ist“ (Weidmann zitiert nach ebd., S. 269).

### 3. Unterstellungen der These

Bevor wir auf von den Linkskeynesianern ausgemachten Konstruktionsfehler kommen, sollen noch drei – allesamt unhaltbare – Unterstellungen, die in der These enthalten sind, erörtert werden.

Die These von der Fehlkonstruktion der Währungsunion von 1990 bedeutet **erstens**, dass das politische Feld, auf dem solche Verhandlungen stattfinden, völlig ausgeblendet und eine Art politisches Vakuum unterstellt wird, in dem um die sachlich besten Lösungen gerungen wird. Das ist natürlich blander Unsinn. Wenn es hochkommt, verweisen die Autoren auf Monographien, in denen der Maastricht-Prozess analysiert wird, ansonsten gehen sie auf den historischen Kontext nur marginal ein.

Den heutigen Linkskeynesianern geht es wie vormals dem Meister. 1919 in Versailles war Keynes offensichtlich nicht einmal in Ansätzen nachvollziehbar, in welchem Maße die alliierten Vertreter bei den Friedensverhandlungen – insbesondere Frankreich angesichts der Verwüstungen und Schäden – von Rache, Revanche und Gerechtigkeitsgefühlen geprägt waren, als sie um die Frage der Reparationen rangen. Diese Gefühlslagen waren keine Schrulligkeiten der beteiligten Politiker, sondern spiegelten nur die Gefühlslagen der jeweiligen Länder wider, die sie repräsentierten.

Keynes hatte sich auch 1944 getäuscht. In New Hampshire unterlag er wieder einer politischen Fehleinschätzung. Ihm war das Ausmaß der Dominanz der USA und die Konsequenz, mit der die USA eigene Positionen und Interessen durchsetzten, entgangen, so dass die „ausgehandelte“ Ordnung von Bretton Woods nur noch wenige Berührungspunkte mit seinen eingebrachten Vorschlägen zu tun hatte.

Die heutigen Keynesianer, die von der fehlkonstruierten Währungsunion berichten, haben wohl keinen leisen Schimmer davon, was den politischen Rahmen von 1989/90 für die Aushandlung der Währungsunion ausmachte, sonst sprächen sie nicht so leichtfertig von den missratenen Verhandlungen. Das Verhandlungsthema von Maastricht war zwar ein großer, doch auch begrenzter Integrationsschritt, der spätestens seit den frühen siebziger Jahren in Europa anstand, nämlich die Dominanz der Bundesrepublik, der Bundesbank und der D-Mark wirtschaftspolitisch nicht nur einzudämmen, sondern zu brechen und in einen europäischen Kontext zu überführen. Genau das war der „Preis“, den Deutschland für die Vereinigung europäisch zu entrichten hatte.

Als die Verhandlungen begannen, war die deutsche Einheit schon in trockenen Tüchern, so dass sich die deutsche Seite – nicht unbedingt erwartungsgemäß – in einer robusten Verhandlungsposition wiederfand. Wären die Verhandlungen zur Herstellung der Einheit und die Einführung der Währungsunion uno actu verlaufen, hätte die Sache anders ausgesehen. So aber konnten bspw. französische Forderungen nach einer Wirtschaftsregierung von der deutschen Delegation locker auspariert werden und – dem damaligen Zeitgeist gemäß – mit der Europäischen Zentralbank (EZB) als Klon der Bundesbank<sup>13</sup> eine „reine“ Währungsunion ausgehandelt

---

<sup>13</sup> Das Bild stimmt nicht ganz, wie gerade dieser Tage wieder deutlich wird. Wäre die EZB eine „richtige“ Zentralbank, reduzierte dies die Bundesbank auf den Status, der früher Landeszentralbanken als reinen Verwaltungseinheiten in der Bundesrepublik zukam. Zwei Beispiele: Die Bundesbank ist meilenweit davon entfernt, eine Landeszentralbank zu sein. Persistent formiert sie unter dem Dach der EZB-Konstruktion eine Art Daueropposition gegen die offizielle EZB-Politik. Zweites Beispiel: Die Target-2-Problematik gäbe es nicht, wenn die Bundesbank eine Art Landeszentralbank wäre.

werden, die mit der Fixierung auf Preisstabilität als Ziel und Unabhängigkeit als Konstruktion ganz und gar deutschen Vorstellungen entgegenkam.<sup>14</sup>

Dass später, in der europäischen Krise (2010-12) aus der D-Mark-Hegemonie eine deutsche Hegemonie wurde, lag nicht an der Konstruktion der Währungsunion, die 1990 ausgehandelt wurde, sondern, wie wir sehen werden, an Regulierungsinterventionen der Politik. Dass man – wohl auf allen Seiten – in Maastricht dachte, ein neutrales Geldwesen ausgehandelt zu haben, war, so weiß man heute, eine Täuschung. – Das ist die politisch-historische Dimension der These von der Fehlkonstruktion.

Die These von der Fehlkonstruktion der Währungsunion arbeitet **zweitens** mit der Unterstellung, dass es eine Theorie oder eine Blaupause von einer richtig konstruierten Währungsunion gibt. Auch hierbei handelt es sich um einen groben Unfug. Nimmt man den Begriff „Währungsunion“ ernst, dann ist damit immer gemeint, ein einheitliches Geldwesen für eine Gruppe souveräner Staaten. Das zu betonen ist wichtig, weil nämlich eine Reihe von Vertretern der Fehlkonstruktions-These entweder stillschweigend ein nationales Wirtschafts- und Geldwesen auf die Staatengruppe übertragen oder schlicht unterschlagen, dass die Staatengruppe aus souveränen Staaten besteht. Um es klar zu formulieren: Eine allgemeine große Theorie einer Währungsunion, auf die man sich berufen könnte, also eine Währungsunion ohne Wirtschaftsunion, liegt nicht vor.

Ganz deutlich zu unterscheiden von einer solchen Theorie ist die (kleine) Theorie optimaler Währungsräume. Diese gibt lediglich an, unter welchen Bedingungen in einem wirtschaftstheoretischen Marktmodell eine Währungsunion am ehesten funktionieren könnte. Die Bedingungen sind, wenig überraschend, Faktormobilität, Handelsdichte u.ä.

Die ganze Sache wäre einfacher, wenn es historische Beispiele für (funktionierende) Währungsunionen gäbe. Aber auch hier gilt: Historische Blaupausen für eine Währungsunion liegen nicht vor. Die vor einem viertel Jahrhundert in diesem Zusammenhang häufig referierten Lateinische und Skandinavische Münzunion können als solche Modelle nicht ernsthaft in Erwägung gezogen werden, da sie auf fundamental anderen politischen, ökonomischen und monetären Grundlagen ruhten.

Die einfache Wahrheit lautet also, dass man nicht weiß, wie eine Währungsunion souveräner Staaten auf dem vertraglichen Papier widerspruchsfrei funktionieren könnte. – Das ist die theoretische Dimension der These von der Fehlkonstruktion.

Die **dritte** Unterstellung, mit der die These der Fehlkonstruktion der Währungsunion handelt, macht die Sache richtig vertrackt. Schon die Sprache verrät ja, dass offensichtlich die Vorstellung von einem Baukasten unterliegt, aus dem man sich bedient, um mit der richtigen Kombination der Bauelemente die funktionierende Währungsunion zu treffen. Gibt es identifizierbare Elemente für eine gut konstruierte Währungsunion? Der Blick zurück in die jüngste Geschichte muss in diesem Zusammenhang für die Keynesianer mehr Verwirrung stiften als Klarheit herbeiführen.

Um 1990 herum war die größte Befürchtung der Keynesianer, dass die Maastrichter Währungsunion mit der prioritären Orientierung auf die Preisstabilität und die Unabhängigkeit der EZB, den beiden Kernelementen der Währungsunion, eine allzu problematische deflatorische

---

<sup>14</sup> Die beste, wenngleich in den Schlussfolgerungen und Einordnungen nicht durchgehend überzeugende Analyse der Maastrichter Verhandlungen kann bei Moravcsik (1998) nachgelesen werden.

wirtschaftspolitische Richtung einschlage. 25 Jahre später bietet sich ein Bild, in dem diese beiden *rules of the game* gerade auch aus keynesianischer Perspektive zu den Pluspunkten der Währungsunion gehören. Es war die unabhängige EZB, die die Währungsunion 2012 vor ihrem Scheitern gerettet hat, es war die unabhängige EZB, die mit ihrer Zinspolitik als einzige wirtschaftspolitische Institution in der Eurozone Wachstumssignale gesetzt hat und die konsequent anti-deflatorische Politik betrieben hat. Und es ist die unabhängige EZB, die – zusammen mit anderen europäischen Institutionen – versucht, den Reformprozess in der Eurozone voranzutreiben. Verkehrte Welt könnte man sagen, vergleicht man dies mit dem – durchaus berechtigten – Argwohn vor fünfundzwanzig Jahren. Mit den falschen Bauteilen kann man also auch ein sinnvolles Gebäude bauen. – Das ist die Dimension der vertrackten Spielregeln, die soziale Konstruktionen ausmachen.

Was lernt man daraus? Die Regeln, die Konstruktionselemente, insgesamt die Verträge, die Institutionen sollten nie unabhängig von den Umweltbedingungen, den agierenden Personen und historisch-politischen Konstellationen betrachtet werden. Es käme einer absurd Regelläubigkeit gleich zu denken, Regeln ließen sich gegen die sie anwendenden Personen durchsetzen. Umgekehrt gilt gerade auf dem Gebiet der Währungspolitik, wie gesehen, dass der tatsächliche Charakter der Regel bzw. des Vertrags erst in der Praxisphase hervortritt, so dass sie auf dem Papier nicht ohne weiteres verstanden werden können.

## 4. Die angeblichen Konstruktionsfehler

Die Stärke der Linkskeynesianer liegt immer noch auf dem Gebiet der ökonomischen Funktionsgrößen. Das institutionelle Design ist eher fremdes Gelände. Wir beginnen die Erörterung der Konstruktionsfehler-These mit einer institutionellen Frage.

Das am wenigsten überzeugende Argument in der Diskussion um die Fehlkonstruktion der Währungsunion reklamiert, dass bei der Konstruktion vergessen oder versäumt wurde, der EZB die Funktion des *lender of last resort* zuzuweisen, so nachzulesen bei Schulmeister (2018, S. 259 ff.). Warum kann das Argument nicht überzeugen?

**Erstens:** Die ganze Philosophie des Maastrichter Entwurfs beruhte auf einer entstaatlichten, entpolitisierten Bank. Das konnte vertragssystematisch auch gar nicht anders sein, da ja mit der im Vertrag gleichzeitig geschaffenen Union kein konventionelles staatliches Gebilde geschaffen wurde, dem die Zentralbank hätte gegenüberstehen können.<sup>15</sup> Schon von daher hätte die Funktion des letzten Kreditgebers überhaupt nicht in das Design der Währungsunion gepasst. Für wen auch hätte das gelten sollen, wenn man im Artikel 125 die Schuldenübernahme von einzelnen Staaten in Hinblick auf die Altschulden ausschloss?

**Zweitens:** Es ist durchaus umstritten, ob die Funktion des letzten Kreditgebers zwingend in den Vertragstext einer Zentralbank gehört. Das Bundesbankgesetz (1957) kam ohne eine solche Spielregel aus. Wichtig ist, ob die Akteure die Bereitschaft entwickeln, im Fall der Fälle als letzter Kreditgeber einzutreten. Tatsächlich ist es auch so, dass sich die EZB mit der Draghi-Ankündigung von 2012 (*whatever it takes*) in die Rolle des Garanten der Währungsunion begeben hat. In Hinblick auf die Staaten der Eurozone teilt sie sich diese Aufgabe seither mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Der letzte Kreditgeber für die Finanzinstitutionen wird im Rahmen der Bankenunion von dem Single Resolution Mechanism (SRB) bzw. in Zukunft dem EWF – falls es bei diesem Begriff bleiben sollte – übernommen.

**Drittens:** Für die Bewältigung der Griechenland-Krise 2010 hätte es eines so gewaltigen Geschützes wie des *Lenders* gar nicht bedurft. Oben wurde bereits angedeutet, dass das Liquiditätsproblem durch die bestehenden EU-Institutionen von Rat, EZB und Kommission überbrückbar gewesen wäre. Von den drei genannten Institutionen fielen zwei allerdings aus. Der damalige Kommissionspräsident, José Manuel Barroso, galt als wenig durchsetzungskraftig und war – schon durch die Art und Weise, wie er ins Amt kam (Ruf durch den Rat) – kaum zu eigenständigen Entscheidungen in der Lage. Der EZB-Präsident Trichet, obwohl ein Franzose, war in seinen währungspolitischen Überzeugungen deutscher als die Deutschen, was man an den viel zu frühen Zinsanhebungen von 2008 und 2011 erkennen konnte, aber auch an dem halbherzigen Programm vom Mai 2010 (Security Markets Programme, SMP). Alles lief bei ihm auf eine totale Verkennung der Dimensionen der Finanzkrise und ihrer Bedrohungspotentiale für die europäische Integration hinaus. In Bezug auf Europa war Trichet auch mehr ein Spielball des Rates, sonst hätte er unter Hinweis auf das Mandat der EZB diese nicht in die Troika-Struktur einbeziehen lassen. Im Rat, der dritten Institution, machte sich aber eine der am Spiel beteiligten Parteien ihre ganz eigenen Gedanken über die anstehenden Operationen an und in der Währungsunion.

---

<sup>15</sup> Das Gebilde, das entstand, nannte man Europäische Union. Über die politikwissenschaftlichen und integrationstheoretischen Implikationen dieser Konstruktion kann man sich gut bei Middelaar (2016) informieren.

Das Spezifikum der linkskeynesianischen Vorschläge zur Reform der Eurozone liegt darin, dass sie die Währungsunion aus dem idealistischen Olymp der „reinen Währungsunion“ herausholen und ordnungspolitisch in eine auf die Realwirtschaft bezogene makroökonomische Steuerung einbauen wollen. Zwei Regeln werden dazu vorgeschlagen: 1.) Anzuwenden wäre in einer richtig konstruierten Währungsunion die „*goldene Regel der Lohnpolitik*“ (Schulmeister 2018, S. 265), nach der die Löhne in den Eurozonenstaaten in einem gemeinsamen Korridor in Höhe der Zielinflationsrate plus der Produktivität steigen sollen, wobei in einem Übergangszeitraum Deutschland hier überproportionale Anhebungen vornehmen müsste (Bibow/Flassbeck 2018, S. 222). 2.) Das Austeritätsdogma müsste aufgebrochen werden und ein nachhaltiger Anstieg öffentlicher Investitionen vorgenommen werden. Nach der „*goldenene Regel der Fiskalpolitik*“ sollten die Defizite des Staates den Überschüssen des Unternehmenssektors entsprechen (Schulmeister ebd.). Vorgeschlagen wird auch, das „*gemeinsame Schuldensachen*“, mit dem öffentliche Investitionen finanziert würden, koordiniert durch ein „*Euro-Schatzamt*“ (Bibow/Flassbeck 2018, S. 217 ff.) durchzuführen.

Einmal abgesehen davon, dass diese große Transformation vom Neoliberalismus zum Keynesianismus wohl kaum auf supranationaler europäischer Ebene ansetzen könnte, sondern, wenn überhaupt, den Weg über viele kleine intergouvernementale Transformationen in den Mitgliedstaaten der Eurozone nehmen müsste, stellt sich die Frage, wie die Autoren auf die Idee verfallen, dass eine solche Wirtschaftsregierung, und auf nichts weniger als das laufen ihre Vorschläge hinaus, ohne Politische Union, also einen qualitativen Sprung in der Integrationshierarchie in Richtung Staatlichkeit, bewerkstelligt werden soll. Das aber wird in den genannten Publikationen nicht einmal angesprochen. Wahrscheinlich, weil es nicht zur ökonomischen Analyse gehört. Aber was soll der Bau von supranationalen Luftschlössern? Welche europäische Institution soll den Nationalstaaten diesen makroökonomischen Zugang vorschreiben? Der Hebel wird an der falschen Stelle angesetzt.

Die obigen Ausführungen dürften deutlichen gemacht haben, dass der Verfasser diese Sichtweise nicht teilt. Die Währungsunion, wie sie vor der ordnungspolitischen Revolte existierte, hatte nicht nur der Großen Finanzkrise standgehalten, sie hatte umgekehrt ihren Mitgliedern, bei allen disproportionalen realwirtschaftlichen Entwicklungen, einen beachtlichen Schutzraum geboten. Die makroökonomischen Probleme, die ohne Zweifel bestehen, bedürfen keiner – ohnehin unrealistischen – ordnungspolitischen Supranationalisierung. Die notwendigen Veränderungen werden auf einzelstaatlicher Ebene ansetzen und in Paketlösungen auf intergouvernementaler Ebene erzwungen. Oder es wird bleiben, wie es ist.

Im Hochgebirge der makroökonomischen Sanierung der Eurozone angelangt, verlässt die Linkskeynesianer dann doch der Mut. Oder sollte man sagen, sie sind doch zu sehr Prozesspolitiker, als dass sie es für wichtig hielten, dem Leser mitzuteilen, wer denn wie die vorgeschlagenen Reformmaßnahmen durchsetzen sollte. Die neue europäische Kreditpolitik und die neue europäische Lohnpolitik müssen schließlich institutionell eingebettet und vermittelt werden. Oder sollte man sagen, die Euroreformer lassen die Finger davon, hier präzise zu werden, weil sie ahnen, auf welch unwegsamem Gelände sie sich dann bewegen?

Das unwegsame Gelände tritt vors Auge, wenn man einen anderen linkskeynesianischen Vorschlag zur Hand nimmt. Koll/Watt (2018) empfehlen in ihrer Studie, die im Grundsatz auf vergleichbare makroökonomische Politikempfehlungen hinausläuft, eine Reform der Eurozone in der Weise, dass ein „*Beratender Ausschuss für makroökonomische Konvergenz*“, in dem Szenarien und Optionen für einen gleichgewichtigen europäischen Stabilitäts- und

Wachstumsprozess erörtert werden, und ein „*Makroökonomischen Dialog*“ mit Vertretern der Fiskalpolitik und der Sozialpartner eingerichtet werden.

Die Autoren des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung haben wenigstens begriffen, dass europäische Integration immer auch etwas mit Institutionalisierungen zu tun hat. Aber ein „*Beratender Ausschuss*“ und ein neuer „*Dialog*“ sollen der Eurozone eine neue Perspektive geben? Wo soll das ganze angelagert sein? Bei dem Ecofin, der Kommission, dem EWF? Keine Beschlüsse, keine Bindung? Welche Sozialpartner sind gemeint? Der Europäische Gewerkschaftsbund (EGB), der auch in der Vergangenheit schon mit so vielen produktiven Vorschlägen in der Öffentlichkeit vertreten war?

Ein Moment der Ruhe und einmal Zurücklehnen im Stuhl wird den Linkskeynesianern die Erleuchtung bringen, dass die Sache nicht zu Ende gedacht ist. Sowohl was die makroökonomischen Ziele als auch was die Institutionen auf europäischer Ebene angeht, offenbaren die Überlegungen eine völlige Verständnislosigkeit von europäischer Integration. Die Vorschläge im nationalen deutschen Rahmen unterbreitet, ließe die Eurozonenreformer schon nicht unverletzt vom Platz gehen. Wie kommt man dann auf die Idee, solche Gremien und solche wirtschaftspolitischen Ziele auf europäischer Ebene einzurichten? Rätselhaft.

Den Linkskeynesianern ergeht es hier wie allen anderen Ökonomen, den Rechtskeynesianern, den gemäßigten und den radikalen Neoliberalen – sie verstehen nichts von europäischer Integration. Ihnen bietet sich ein Bild von Europa, das der konventionellen Dichotomie von Nationalem und Supranationalem entspricht. Was auch immer sie geritten haben mag, wirtschaftspolitische Ziele und Institutionen, die schon auf nationaler Ebene den Akteuren nicht einmal ein müdes Lächeln entlocken würden, unvermittelt auf die europäische Ebene zu übertragen, der Vorschlag endet in schierer Sinnlosigkeit.

Seit dem Maastrichter Vertrag geht Europa den Weg **national-europäischer Integration**. Die Währungsunion ist übrigens ein Ausdruck davon. Es sind nationale Politiker, die Europa formen, es sind die Nationalstaaten in ihren intergouvernementalen Gremien, den Räten, in denen sie Europa Gestalt geben.<sup>16</sup> Auf absehbare Zeit scheint ziemlich ausgeschlossen, dass von den supranationalen Gremien entschiedene Integrationsfortschritte ausgehen werden. Und aus genau diesem Grund ist es auch so abwegig, die Eurozonenreform über zentralistische Institutionen und Zielvorgaben angehen zu wollen.

Und überdies, wie bereits angedeutet: Alle der heute vorgeschlagenen Regeln und Instrumente für die richtig konstruierte Währungsunion hätten auf die Griechenland-Krise im Mai 2010 nicht gepasst. Griechenland hatte kein akutes Problem am Arbeitsmarkt, eher das Gegen teil war der Fall. Es lag kein asymmetrischer Schock vor. Was vorlag, war ein Liquiditätsproblem des Staates in der Weise, dass die Kreditfinanzierung laufender Ausgaben nur zu Wucherzinsen möglich gewesen wäre. Die adäquate europäische Lösung hätte aus einem Dreierpaket bestanden, das mit den damals gegebenen konstruktiven Bedingungen konform gewesen wäre. a) Uneindeutige Signale aus der Politik, dass ein Übergang zur Bonitätsverzinsung des griechischen Staates nicht toleriert würde. Ein Jahr zuvor gab es diese Signale auch schon. Das wäre

---

<sup>16</sup> Middelaar (2018) spricht von drei Sphären: der Außensphäre, der Mittelsphäre und der Innensphäre. Die Außensphäre entspricht in etwa dem Intergouvernementalen, die Innensphäre ziemlich exakt dem Supranationalen. Die Mittelsphäre ist die eigentliche Europagestaltungssphäre, nicht das Zusammenspiel zwischen Intergouvernementalen und Supranationalem, wie in den meisten Laienbeschäftigungen mit dem Thema Europa unterstellt.

Sache des Rats gewesen. b) Die EZB hätte auf den Sekundärmarkten für griechische Anleihen intervenieren können, ebenfalls unter Hinweis auf die Einheitlichkeit der Zinspolitik, später tat sie das ja, wie wir gesehen haben. c) Vervollständigt hätte dieses Maßnahmenpaket der zentralen europäischen Instanzen durch die Kommission werden müssen, die den Binnenmarkt durch das sich spaltende Zinsniveau für gefährdet hätte deklarieren müssen.

Wenn man jetzt eine Weiterentwicklung der Eurozone zu einer Wirtschaftsunion fordert, entweder in toto oder in Teilen, wird unterstellt, dass die politischen Bedingungen dafür gut ein Viertel Jahrhundert nach Maastricht günstiger als damals sind. Aufgeworfen ist damit auch die Frage, was denn die Akteure damals dazu bewogen hat, die Finger von Wirtschaftsunion wegzulassen.

Den meisten Ökonomen ist wahrscheinlich gar nicht klar, was sie für einen Unfug reden, wenn sie die These formulieren, die Währungsunion beruhe auf einer Fehlkonstruktion. Dass nur ein **begrenzter** Integrationsschritt vorgenommen werden sollte, war eine der selbstverständlichssten Verhandlungsvoraussetzungen der zwölf Akteure von 1990. Eine Politische Union, die letztlich auf die Gründung eines europäischen Staates hinausgelaufen wäre, wurde von keinem verlangt. Eine Politische Union ist aber die **Voraussetzung** einer Wirtschaftsunion, die jetzt allenthalben gefordert wird. Vor dem Hintergrund dieses einfachen Zusammenhangs wird schlagartig deutlich, wie absurd die jetzt formulierten Petitionen auf eine Wirtschaftsunion sind. Und von wieviel Unkenntnis der europäischen Integration die Ökonomen sind. Noch viel weniger als Anfang der neunziger Jahre sind die in Frage kommenden Akteure der Eurozone in der Gegenwart bereit, einen solchen politischen Kontrakt einzugehen. Die maßgeblich durch die deutsche Politik forcierte Spaltung in Nordländer und Südländer wird für unabsehbare Zeit ein solch ambitioniertes Projekt in den Orbit der belanglosen Modelle übergeben.

## Fazit

Die These von der fehlkonstruierten Währungsunion ist ein einziger Murks, gut gemeint, mehr nicht. Sie stimmt, wie wir gesehen haben, historisch nicht, weil 1990 nicht mehr erreichbar war als das, was vorliegt. Sie liegt bei der Krisendiagnose völlig daneben, weil sie den „Spatz“ eines Liquiditätsproblems eines kleinen Landes in der Eurozone mit institutionellen Kanonen beschließen will. Und sie geht an den gegenwärtigen Konstellationen der europäischen Integration in mehrfacher Hinsicht vorbei, weil sie die neuen Spaltungen, die Schwierigkeiten einer Vertragsrevision und die politischen Restriktionen nicht zur Kenntnis nimmt.

Die These lenkt also das Interesse auf institutionelle Reformen die 1990 unrealistisch waren und 2018 angesichts der derzeitigen Spaltungen in der Union noch viel unrealistischer sind. Es hilft auch nicht, den „**Zusammenbruch**“ (Bibow/Flassbeck 2018, S. 221), den „**Kollaps**“ oder den „**Untergang**“ (Flassbeck/Steinhardt 2018, S. 198) zu beschwören. Auch Keynes neigte zu einem solchen Fundamentalismus und lag am Ende falsch.<sup>17</sup>

Auch der Hinweis auf den „**Paradigmenwechsel**“ (Schulmeister 2018, S. 264), den die linkskeynesianische Reform der Eurozone erforderlich machte, ist wenig hilfreich. Beim Paradigmenwechsel handelt es sich um eine steile These aus dem Bereich der Naturwissenschaften, auf dem Gebiet der Gesellschaftswissenschaften bedeutete ein solcher Vorgang wohl eine Revolution, wenn nicht eine soziale, dann doch eine ideologische. Dazu wird es weder auf europäischer noch auf nationaler Ebene kommen.

Die alte Arroganz der Keynesianer gegenüber der Ordnungspolitik aus den siebziger Jahren ist einem Kinderglauben an Institutionen und Regeln gewichen. Der Kinderglaube bezieht sich einerseits auf die völlig abwegigen Annahmen über die Genese europäischer Politik, andererseits – vor dem Hintergrund der historischen Ausführungen zum Verhältnis von währungspolitischen Verträgen und ihrer Realisierung – auf ein naives Regel- und Institutionenverständnis.

Statt die Aufmerksamkeit auf wenig realistische zentralistische institutionelle Reformen auf europäischer Ebene und/oder abrupte gesellschaftliche Umbruchprozesse und/oder Untergangsszenarien zu lenken, sollte auf der Analyseebene der Weg weitergegangen werden, der Auswege aus der restlos verfahrenen und verkorksten Wirtschaftspolitik Deutschlands eröffnet. Beispiel: Wenn sich die „Schuldenbremse“ und die damit verbundene Investitionsschwäche als fatale Sackgasse zeigen, dann werden sich auch wieder optimistischere europäische Perspektiven eröffnen. Wir leben in einer Zeit, in der jede zweite Nachricht im deutschen Fernsehen davon handelt, dass sich der deutsche Staat in den vergangenen zwei Jahrzehnten kaputtgespart hat.

Ein jeder hegt und pflegt seine Vorurteile. Während die Neoliberalen Europa mit einer Marktveranstaltung verwechseln, sehen die Linkskeynesianer in Europa einen grünen Elefanten, den man, wenn er richtig gefüttert und dressiert wird, schon in die richtige Richtung lenken kann. Europa wird weder aus dem Orbit noch aus Brüssel gemacht, Europa ist das Produkt je spezifischer nationaler Vorstellungen auf den einzelnen Politikfeldern. Es ist nicht mehr als

---

<sup>17</sup> Der Untergang der Weimarer Republik ging nur zu einem minimalen Teil auf die Reparationsfrage zurück. In der faktischen Entwicklung setzte sich ohnehin der Realismus durch, so hat sich die anfänglich utopisch hohe Zahl fast von selbst minimiert, um am Ende dann bei Null zu landen. Und Bretton Woods funktionierte auch in der eingedampften Variante des White-Plans. Ob der Keynes-Plan die Liberalisierung des Kapitalverkehrs gegen die Interessen und Ziele einzelner Staaten aufgehalten hätte, ist fraglich.

eine schöne Illusion zu denken, dass Europa auf supranationalem Weg entsteht. All die von den Linkskeynesianern unterbreiteten extravaganten makroökonomischen Überlegungen und Zielgrößen für eine Wirtschaftspolitik der Eurozone sind nicht mehr als putzige Überlegungen für einen Bastelkasten. Der Reformhebel muss auf nationaler Ebene angesetzt werden. Die von den Linkskeynesianern – mit Recht – beklagten europäischen Defizite liegen vor, nicht weil es an supranationalen Koordinationsregeln für die Lohnpolitik und die Kreditaufnahme fehlt, sondern weil die nationalen Europagestalter im Norden der Eurozone spezifische Politikziele verfolgen.

Mit den Politikzielen wären wir, am Ende angekommen, bei der auf europäischer Ebene entscheidenden Frage der nächsten Zeit. Die durch Deutschland federführend gestaltete „*Rettungspolitik*“ basiert auf dem Leitbild von Europa (bzw. der Währungsunion) als Nationenwettbewerb. Es gibt in der Zwischenzeit Anzeichen, dass man in Deutschland diesbezüglich nachdenklicher geworden ist. Diese Nachdenklichkeit weiter zuzuspitzen in Richtung eines Leitbildes des Europas (und der Währungsunion) als Schutzraum wäre die vielversprechendste Aufgabe der nächsten Analysen.

## Literatur

Becker, Johannes/Fuest, Clemens, 2017: Der Odysseus-Komplex. Ein pragmatischer Vorschlag zur Lösung der Eurokrise, München.

Bibow, Jörg/Flassbeck, Heiner, Das Euro-Desaster. Wie die deutsche Wirtschaftspolitik die Eurozone in den Abgrund treibt, Frankfurt a.M.

Brunnermeier, Markus u.a., 2016: Esbies. Safety in the tranches.  
<https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/wp/esrbwp21.en.pdf>

Delpla, Jacques/Weizsäcker, 2011: Eurobonds. Das Blue Bond-Konzept und seine Implikationen.

<http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08209.pdf>

Dullien, Sebastian/Fichtner, Ferdinand, 2012: Eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung für den Euroraum. In: DIW Wochenbericht Nr. 43 (open access).

Eichengreen, Barry, 2000: Vom Goldstandard zum Euro. Die Geschichte des internationalen Währungssystems, Berlin.

Enderlein, Hartmut/Haas, Jörg, 2015: Was würde ein Europäischer Finanzminister tun?  
Ein Vorschlag.  
[https://www.delorsinstitut.de/2015/wp-content/uploads/2015/10/EuropaischerFinanzminister\\_JDI-B\\_DE1.pdf](https://www.delorsinstitut.de/2015/wp-content/uploads/2015/10/EuropaischerFinanzminister_JDI-B_DE1.pdf)

Flassbeck, Heiner/Steinhardt, Paul, 2018: Gescheiterte Globalisierung. Ungleichheit, Geld und die Renaissance des Staates, Berlin.

Höpner, Martin/Spielau, Alexander, 2016: Besser als der Euro? Das Europäische Währungssystem, 1979-1998.  
[http://www.mpifg.de/people/mh/paper/Martin%20Hoepner,%20Alexander%20Spielau%20\(2016\)%20Besser%20als%20der%20Euro%20Das%20Europaeische%20Waehrungssystem%20\(EWS\),%201979-1998.pdf](http://www.mpifg.de/people/mh/paper/Martin%20Hoepner,%20Alexander%20Spielau%20(2016)%20Besser%20als%20der%20Euro%20Das%20Europaeische%20Waehrungssystem%20(EWS),%201979-1998.pdf)

Juncker, Jean-Claude/Tusk, Donald/Dijsselbloem, Jeroen/Draghi, Mario/Schulz, Martin, 2015: Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden.  
[https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_de\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_de_0.pdf)

Koll, Willi/Watt, Andrew, 2018: Vertiefung und Konvergenz der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion durch konzeptionelle und institutionelle Reformen der makroökonomischen Koordinierung. In: IMK Study, Nr. 61 (open access).

Middelaar, Luuk van 2016: Vom Kontinent zur Union: Gegenwart und Geschichte des vereinten Europa, Berlin.

Mitchell, William, 2015/17: Dystopie Eurozone. Gruppendenken und Leugnung im großen Stil, Berlin.

Moravcsik, Andrew, 1998: The Choice for Europe. Social Purpose and State Power from Messina to Maastricht, Ithaka, New York.

Polster, Werner, 2002: Europäische Währungsintegration. Von der Zahlungsunion zur Währungsunion, Marburg.

Polster, Werner, 2014: Die Krise der europäischen Währungsunion. Eine ordnungspolitische Analyse, Marburg.

Sapir, André/Schoenmaker, Dirk, 2017: The time is right for a European Monetary Fund. In: Bruegel Policy Brief (open access).

Schulmeister, Stephan, 2018: Der Weg zur Prosperität, Salzburg.