

Schweickert, Rainer

Article — Digitized Version

Der Wechselkurs als Stabilisierungsinstrument: pacto (Mexiko) versus convertibility (Argentinien)

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Schweickert, Rainer (1995) : Der Wechselkurs als Stabilisierungsinstrument: pacto (Mexiko) versus convertibility (Argentinien), Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 325-339

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1655>

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.

Der Wechselkurs als Stabilisierungsinstrument – ,Pacto‘ (Mexiko) versus ,Convertibility‘ (Argentinien)

Von Rainer Schweickert

Ende der achtziger und zu Beginn der neunziger Jahre erlebte das Konzept einer Inflationsbekämpfung durch einen festen bzw. quasifesten Wechselkurs eine Renaissance. Die lateinamerikanischen Vorzeigeländer in diesem Zusammenhang waren Mexiko und Argentinien. Daß gerade lateinamerikanische Länder dieses Konzept anwenden, muß zwiespältige Gefühle hervorrufen.

- Einerseits erscheint die Idee, der nationalen geldpolitischen Behörde die Hände zu binden, indem die Geldpolitik auf das Ziel der Stabilisierung des Wechselkurses als nominalem Anker ausgerichtet wird, gerade vor dem Hintergrund des Mißbrauchs der Geldpolitik als ‚lender-of-last-resort‘ für den Staat und einflußreiche Interessengruppen geradezu zwangsläufig. Außerdem spielt der US-Dollar in Lateinamerika sowieso schon eine zentrale Rolle bei der Festlegung von Kontrakten. Warum also nicht die nationale Währung gegenüber dem US-Dollar fixieren?
- Andererseits sollten die bitteren Erfahrungen, die vor allem lateinamerikanische Länder zu Beginn der achtziger Jahre mit der Wechselkursstabilisierung gemacht haben, zur Vorsicht mahnen. Während der argentinischen ‚Tablita‘, einer festgelegten Rückführung der nominalen Abwertung auf Null (aktiver Crawl), aufgrund weitreichender Inkonsistenzen in der Wirtschaftspolitik Argentinens von vornherein geringe Chancen zugerechnet werden mußten, galt zumindest die Wechselkursfixierung Chiles als Beispiel dafür, daß das Konzept auch bei konsistenter Wirtschaftspolitik dramatisch scheitern kann (vgl. Corbo et al. 1986; Kiguel und Liviatan 1994; Schweickert 1994a).

Ziel dieses Beitrages ist es, zu untersuchen, welche Lehren aus den jüngeren Erfahrungen in Mexiko und Argentinien zu ziehen sind. Interessant ist ein solcher Vergleich aus drei Gründen. Erstens verfolgte Mexiko den Weg eines aktiven Crawls (der allerdings nicht auf Null reduziert wurde), während Argentinien den Wechselkurs zum US-Dollar fixierte. Zweitens versuchte Mexiko die Konsistenz der Wirtschaftspolitik durch Konsensfindung herzustellen, während Argentinien in erster Linie auf Marktsignale setzte. Drittens mußte die Wechselkurspolitik in Mexiko im Dezember 1994 aufgegeben werden, während der feste Wechselkurs in Argentinien immer noch gilt. Dies ist um so erstaunlicher als Argentinien aufgrund der von Mexiko ausgelösten ‚Tequila-Krise‘ unter einer allgemeinen Zurückhaltung ausländischer Investoren in Ländern mit festen Wechselkursen zu leiden hatte. Bevor die Politiken und Erfahrung Mexikos und Argentinens in den Abschnitten ‚Mexiko – warum scheiterte der ‚Pacto‘-Ansatz?‘ und ‚Argentinien – ‚Convertibility‘ um jeden Preis?‘ diskutiert werden, zeigt der folgende Abschnitt zunächst die Wirkungsketten und die zu erwartenden Probleme einer Stabilisierung durch einen festen Wechselkurs auf.

Stabilisierung durch Wechselkursfixierung

Es wird im folgenden unter der Annahme eines kleinen Landes argumentiert. Dies bedeutet, daß die Preise für handelbare Güter in ausländischer Währung extern bestimmt sind und ihre Preise in heimischer Währung nur durch Wechselkursänderungen beeinflusst werden können. Nachfrageänderungen bei fixem Wechselkurs führen dann lediglich zu Mengeneffekten. Ungleichgewichte auf dem Markt für nichthandelbare Güter können dagegen Preisänderungen dieser Güter bewirken. Bei inflexiblen Preisen erfolgt jedoch ebenfalls eine Mengenanpassung, d. h., eine zu geringe Nachfrage mündet in Unterbeschäftigung und Einkommensverlusten.

Ein Antiinflationprogramm mit Wechselkursfixierung läuft wie folgt ab.¹ In der Ausgangssituation sei der reale Wechselkurs konstant bei gegebener nominaler Abwertung und Inflationsrate. Wird der nominale Wechselkurs fixiert, ergibt sich eine reale Aufwertung, solange eine positive Inflationsdifferenz zum Ausland fortbesteht. Die Konsequenz ist eine Nachfrageverschiebung von nicht-handelbaren Gütern zu handelbaren Gütern. Es entsteht ein Überschußangebot an nicht gehandelten Gütern und ein Handelsbilanzdefizit.² Der entsprechende Devisenabfluß führt über eine monetäre Kontraktion zu einer sinkenden Absorption.³ Hierdurch kann zwar das Handelsbilanzgleichgewicht wieder hergestellt werden, die Nachfrage nach heimisch produzierten Gütern wird jedoch weiter reduziert. Das Überschußangebot führt zu einem Preissenkungsdruck auf dem Markt für nichthandelbare Güter; bei sinkenden Preisen erhöht sich die Realkasse und die Absorption, die Währung wertet real ab, und das ursprüngliche (reale) Gleichgewicht kann wieder erreicht werden – mit einer Inflationsrate, die der der Ankerwährung entspricht.

Ob die Preisanpassung im privaten Sektor überhaupt stattfindet und wie schnell dies geschieht, bestimmt sich jedoch vor allem aus den Erwartungen hinsichtlich der geldpolitischen Disziplin. Diese hängen wiederum von zwei Faktoren ab: dem Anreiz des Staates, das Programm zu ändern, und der Durchführbarkeit einer monetären Kontraktion.

Anreize, das Programm zu ändern, ergeben sich aus der Tatsache, daß das reale Einkommen zunächst sinkt. Dies ist bereits unmittelbar bei Wechselkursfixierung aufgrund des Nachfragerückgangs nach heimisch produzierten Gütern der Fall und wird durch den Devisenabfluß noch verschärft. Ist ein bestimmtes Einkommens- bzw. Beschäftigungsniveau in der Zielfunktion des Staates enthalten, besteht sogar ein Anreiz, eine expansive Geldpolitik zu betreiben, um

¹ Eine formale Darstellung findet sich bei Dornbusch (1980). Für eine graphische Darstellung siehe Corden (1991) und Schweickert (1993a).

² Kapitalverkehr wird zunächst nicht betrachtet, d. h., es wird angenommen, daß die Kapitalbilanz ausgeglichen ist. Diese Restriktion wird im Laufe der weiteren Diskussion aufgehoben.

³ Unter monetärer Kontraktion soll im folgenden eine abnehmende reale Geldmenge verstanden werden. Entsprechend wird als Preissenkung eine verringerte Inflationsdifferenz zum Ausland verstanden.

kurzfristig das alte Einkommensniveau wieder zu erreichen.⁴ Dadurch würde die notwendige Anpassungsrezession aufgeschoben und letztendlich noch verstärkt.

Probleme bei der Durchführbarkeit ergeben sich aus den gesamtwirtschaftlichen Restriktionen Devisenbestand und Staatshaushalt (Schweickert 1993 b). Ist der Devisenbestand (und die Kreditwürdigkeit) eines Landes gering, so könnten die Währungsreserven erschöpft sein, bevor das Handelsbilanzgleichgewicht wieder hergestellt ist. Zu erwarten wäre in diesem Fall, daß entgegen der Ankündigung doch abgewertet wird oder daß protektionistische Maßnahmen ergriffen werden (tarifäre und nichttarifäre Handelshemmnisse, Konvertibilitätsbeschränkungen), um das Handelsbilanzgleichgewicht ohne Änderung des Wechselkursregimes zu erreichen. Dies vermindert jedoch entscheidend den Druck auf die heimischen Produzenten, die Preise ihrer Produkte zu senken.

Eine monetäre Kontraktion kann sich auch nachteilig auf den Staatshaushalt auswirken. Finanziert der Staat bei externer Kreditrationierung sein Defizit großenteils durch Kreditaufnahme am heimischen Kapitalmarkt oder direkt bei der Zentralbank, so ist eine erhebliche Ausgabenbeschränkung nötig, um das Haushaltsgleichgewicht zu erhalten. Ist diese nicht möglich und die Flexibilität der Staatsausgaben und des Steuersystems kurzfristig gering, so kann die monetäre Kontraktion nicht durchgeführt werden und der Preisanpassungsdruck entfällt.

Schätzen die Privaten den Anreiz zur Änderung der Politik hoch ein und zweifeln sie die Durchführbarkeit der notwendigen Kontraktion an, so werden sie sich bei der Preisbildung eher an der Entwicklung der Vergangenheit orientieren. Dies entspricht einer rationalen Erwartungsbildung. Das gleiche Resultat wäre auch bei adaptiver Erwartungsbildung oder einer Indexierung der Wirtschaft zu erwarten. In allen Fällen wird die Volkswirtschaft unter einem stark überbewerteten Wechselkurs, steigendem Handelsbilanzdefizit und sinkendem Einkommen leiden.

Weitere Unwägbarkeiten im Verlauf des Reformprozesses ergeben sich bei Berücksichtigung von Kapitalverkehr. Es kann zu erheblichen Kapitalzuflüssen kommen, wenn

- ausländische Geschäftsbanken und Unternehmen die Reformen positiv einschätzen und Kreditlinien sowie Direktinvestitionen erhöhen,
- internationales Portfoliokapital (einschließlich Kapitalfluchtgeldern) zugunsten des heimischen Marktes umstrukturiert wird, weil höhere Profite erwartet werden und
- spekulatives Kapital durch die Wechselkursgarantie und die zunächst noch hohen Nominalzinsen angelockt wird.

Nach der Wechselkursfixierung könnte dann – trotz Handelsbilanzdefizit – ein Reservezufluß und damit eine expansive Geldpolitik erfolgen. Bei besonders starkem Kapitalzufluß erhält man das für die erste Phase vieler Stabilisierungs-

⁴ Dieses Problem wird in der Literatur als Zeitinkonsistenz beschrieben. Für eine Anwendung auf Reformprogramme siehe Funke (1993).

programme in Entwicklungsländern typische Muster einer realen Aufwertung, eines Devisenzuflusses und eines starken Anstiegs der Absorption. Bei kurzfristig gegebenem Angebot an nichthandelbaren Gütern kommt es in diesem Bereich zu Preiserhöhungen, die die reale Aufwertung noch verstärken. In dem Maße, in dem Kapitalzuflüsse temporärer Natur sind, kann die notwendige Anpassungskrise dadurch weiter verschärft werden.

Dies gilt vor allem für Portfolio- und Spekulationskapital. Bei Portfoliokapital ist zu erwarten, daß der Zufluß nach erfolgter Bestandsanpassung zurückgeht. Bei Spekulationskapital ist sogar ein späterer Kapitalabfluß zu erwarten, wenn sich die heimischen Nominalzinsen angepaßt haben und die Volkswirtschaft sich einem stabilen Gleichgewicht nähert. Schließlich hängt die Stabilität der gesamten Kapitalzuflüsse von der Erwartung der Privaten ab, ob der feste Wechselkurs auch in kritischen Phasen, d. h. bei realem Abwertungsbedarf und Devisenabflüssen, beibehalten wird. Die Erfolgsbedingungen, die für den Fall ohne Kapitalzuflüsse herausgearbeitet wurden, gelten somit auch für den Fall mit Kapitalzuflüssen.

Aus der Analyse des Anpassungsprozesses wird klar, daß feste Wechselkurse keine hinreichende Bedingung zum Erreichen eines neuen stabilen Gleichgewichts mit niedrigerer Inflationsrate darstellen. Notwendige Bedingung für einen Preissenkungsdruck im privaten Sektor ist eine monetäre Kontraktion. Ist diese glaubwürdig, so könnte es sogar zu einer unmittelbaren Preisanpassung kommen, und negative Zahlungsbilanz- und Einkommenseffekte während der Anpassung könnten vermieden werden. Damit das neue Gleichgewicht mit geringerer Inflation tatsächlich erreicht wird, ist es außerdem erforderlich, daß die Preisanpassung des privaten Sektors nicht behindert wird. Preissenkungen werden be- oder verhindert durch verzögerte Indexierung, fehlenden Wettbewerb und interne Verteilungskämpfe, die ein gleichzeitiges Senken von Preisen und Löhnen unmöglich machen. Die Erfolgsaussichten eines Stabilisierungsprogramms steigen somit bei gleichzeitiger Deindexierung der Wirtschaft, Handelsliberalisierung und verschärftem Wettbewerb durch Deregulierung sowie durch begleitende verteilungspolitische Maßnahmen.

Die Notwendigkeit einer monetären Kontraktion kann schließlich erheblich reduziert werden, wenn Angebotsbedingungen geschaffen werden, die eine Umstrukturierung der heimischen Produktion erlauben. So kann ein Devisenabfluß gebremst werden, wenn mehr handelbare Güter produziert und damit weniger importiert und mehr exportiert wird. In diesem Fall wird auch der gleichgewichtige reale Wechselkurs steigen, die Überbewertung wird reduziert und damit auch die Notwendigkeit, die Preise nichthandelbarer Güter zu senken. Bei temporären Kapitalzuflüssen wäre es deshalb wichtig, die finanziellen Ressourcen zum Ausbau der Produktion handelbarer Güter zu nutzen, um eine spätere kontraktive Phase zu vermeiden. Wesentlich für die Verbesserung der Angebotsbedingungen ist eine Fiskalpolitik, die Investitionen begünstigt, ein Finanzsektor, der eine effiziente Allokation der finanziellen Ressourcen erlaubt, ein flexibler Arbeitsmarkt sowie ein deregulierter Gütermarkt.

Im folgenden ist zu untersuchen, inwieweit die Voraussetzungen für den Erfolg der Stabilisierung durch Wechselkursfixierung in Mexiko und Argenti-

nien gegeben waren. Der unterschiedliche Ausgang beider Experimente läßt vermuten, daß dies eher in Argentinien als in Mexiko der Fall war.

Mexiko – warum scheiterte der ‚Pacto‘-Ansatz?

Die Politik

Die Wechselkurspolitik Mexikos seit 1988 kann in vier Phasen eingeteilt werden:

- von Februar bis Dezember 1988 war der Wechselkurs gegenüber dem Dollar fixiert;
- danach wurde die Parität täglich um einen festen absoluten Wert angepaßt der zunächst 1 Peso betrug, danach auf 0,4 Pesos (November 1990) bzw. auf 0,2 Pesos (November 1991) gesenkt und schließlich wieder auf 0,4 Pesos (Oktober 1992) erhöht wurde;⁵
- im November 1991 wurde außerdem ein Wechselkursband eingeführt, das durch zwei Paritäten definiert wurde: Die untere Parität wurde auf dem Stand des Wechselkurses im November 1991 eingefroren und die obere Parität wurde nach wie vor täglich wie oben beschrieben angepaßt;
- schließlich wurde die Wechselkursfixierung im Dezember 1994 aufgegeben und durch ein Floaten des Peso gegenüber dem Dollar ersetzt.

Grundsätzlich war der Peso/Dollar-Wechselkurs also zwischen Februar 1988 und Dezember 1994 entweder fixiert oder folgte einem aktiven Crawl, d. h., die Abwertungsrate lag deutlich unter der Inflationsdifferenz zwischen Mexiko und den Vereinigten Staaten. Mexiko verfolgte damit das Ziel, die heimische Inflationsrate auf das US-Niveau zu reduzieren. Unterstützt werden sollte die Preis Anpassung durch die ‚Pacto‘-Vereinbarungen zwischen Regierung, Unternehmen und Gewerkschaften, bei denen Zielgrößen für die Preisentwicklung eines Warenkorbes und für die Lohnentwicklung festgelegt wurden (vgl. hierzu Dornbusch und Werner 1994).

Die Entwicklung

Die makroökonomischen Indikatoren (Tabelle 1) zeigen deutlich, daß es Mexiko nicht gelang, den Stabilisierungsprozeß durch eine ‚weiche Landung‘ abzuschließen. So konnte zwar die Inflationsrate auf 7 vH reduziert werden, die Abnahme der Devisenreserven machte jedoch die Verteidigung des Wechselkurses zunehmend schwierig, so daß schließlich im Dezember 1994 das Wechselkursmanagement vollständig zusammenbrach – mit der Folge einer dramatischen nominalen Abwertung.

Tabelle 1 zeigt auch wie es zu einer solchen Situation kam. Der nominale Wechselkurs war als nominaler Anker weitgehend ineffektiv. Ein Vergleich der

⁵ Die Angaben gelten für alte Pesos. Am 1. Januar 1993 wurde der neue Peso mit einem Wert von 1000 alten Pesos eingeführt.

Tabelle 1 – Stabilisierung durch Wechselkursfixierung in Mexiko 1988–1995

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 1. Halbj.
	Veränderungen in vH							
Nominaler Wechselkurs (Peso/Dollar; – = Aufwertung)	3,2	15,8	11,5	4,3	1,4	–0,3	71,4	12,8 ^a
Konsumentenpreise	114,3	20,1	26,5	22,7	15,5	10,0	7,0	32,7 ^a
Realer Wechselkurs (Peso/Dollar; – = Abwertung)	107,1	–0,6	9,6	14,2	11,0	7,5	–66,9	17,6
Reallohn	5,1	13,6	4,0	6,4	2,0	–1,4	1,6	.
Bruttoinlandsprodukt (real)	1,2	3,3	4,5	3,6	2,8	0,6	3,5	–3,1 ^{a, b}
	Millionen Dollar							
Handelsbilanz	1 668	–645	–4 433	–11 329	–20 677	–18 891	–18 530	2 300 ^a
Kapitalverkehrsbilanz	–5 871	973	8 440	25 139	27 008	32 059	.	.
Direktinvestitionen	635	2 648	2 548	4 742	4 393	4 901	8 026	3 722 ^c
Portfolioinvestitionen	121	298	–3 985	–12 138	19 175	27 867	4 084	–188 ^c
Anderes Kapital	–6 627	–1 973	9 877	8 259	3 440	–709	.	.
	Veränderungen in vH							
Ausländische Aktiva (netto)	–72,2	13,8	33,6	142,8	30,4	56,3	–122,4	.
Geldmenge M1	67,8	37,3	63,1	123,9	15,1	17,7	3,8	2,7 ^a
Saldo des Staats- haushalts ^d								
insgesamt	–10,7	–4,9	–2,8	–0,5	1,6	0,7	0,0	0,7 ^a
operational	8,0	7,9	7,3	5,0	5,8	3,9	2,6	1,9 ^a

^a GFB-Schätzungen. – ^b 1995 insgesamt. – ^c Januar–Februar. – ^d In vH des Bruttoinlandsprodukts. – ^e 1. Quartal.

Quelle: IMF (a), IMF (b 1995 (3)), EIU (a; b), GFB, eigene Berechnungen.

Veränderungen des nominalen Wechselkurses, des Konsumentenpreisindex und der Löhne zeigt deutlich, daß sich die mexikanischen Preise eher an den Lohnabschlüssen orientierten als am Wechselkurs. Diese wiederum waren jedoch inkonsistent mit dem durch die Wechselkurspolitik implizit vorgegebenen Inflationsziel. Die Strategie, den nominalen Anker durch einen breiten sozialen Konsens zu stützen, muß damit als gescheitert beurteilt werden. Auf jeden Fall haben die Lohnabschlüsse über einen Kostendruck erheblich zum Beharrungsvermögen der mexikanischen Inflationsrate beigetragen.

Eine weitere Inkonsistenz offenbart die Betrachtung der Entwicklung von Währungsreserven und Geldmenge. Mit Ausnahme der Jahre 1991–1993 war die Geldpolitik insofern expansiv ausgerichtet, als die Geldmengenexpansion deutlich (vor allem 1988) über der Veränderungsrate der Reserven lag. Außerdem wurde 1991 die kräftige Zunahme der Währungsreserven nur in geringem Maße sterilisiert und somit die Chance vergeben, über eine restriktivere Geldpolitik zumindest die Reserverdeckung der heimischen Geldmenge weiter zu erhöhen. Insgesamt nutzte die mexikanische Geldpolitik ihren diskretionären Spielraum aus, der aus der Variation der Reserverdeckung folgt. Die im Zweifelsfall

expansive Geldpolitik war jedoch nicht geeignet den Desinflationsprozeß zu beschleunigen (vgl. auch Brand und Röhm 1995).

Die Inkonsistenzen der Lohn- und Geldpolitik trugen wesentlich zu der realen Aufwertung des Peso bei, die sich aus der geringen nominalen Abwertung und der langsamen Inflationsanpassung ergab. Tabelle 1 zeigt, daß die reale Aufwertung vor allem 1988 bei festem Wechselkurs erfolgte und von 1990 bis Ende 1994 kontinuierlich ausgebaut wurde. Eine Ausnahme bildet lediglich das Jahr 1989, in dem die Wechselkursanpassung (1 Peso pro Tag) für einen in Kaufkraftparitäten gemessen konstanten realen Wechselkurs sorgte. Es kann vermutet werden, daß die Beibehaltung dieses Crawls für Mexiko eher geeignet gewesen wäre, als die danach erfolgte Reduzierung des Crawls. Im Umkehrschluß machte Mexiko – bei gegebener Lohn- und Geldpolitik – exzessiven Gebrauch vom Wechselkursinstrument (Bergsten und Cline 1995).

Folge der aus der Kombination von Wechselkurs-, Lohn- und Geldpolitik folgenden realen Aufwertung war ein zunehmendes Leistungsbilanzdefizit. Getrieben wurde das Leistungsbilanzdefizit vor allem von einem Umschwung in der Handelsbilanz, die sich von einem Überschuß von 1,7 Mrd. Dollar (1988) auf ein Defizit von 18,9 Mrd. Dollar (1993) verschlechterte. Die Wahrscheinlichkeit eines wachsenden Defizits aufgrund einer realen Aufwertung begründet die Notwendigkeit komplementärer Reformmaßnahmen in den Bereichen Fiskalpolitik sowie Güter- und Faktormärkte. In diesen Bereichen wurden in Mexiko zwar gegenüber Anfang der achtziger Jahre erhebliche Fortschritte erzielt. Gemessen am ehrgeizigen Wechselkurs- bzw. Inflationsziel erwiesen sich die Maßnahmen jedoch als ungenügend (Langhammer und Schweickert 1995; OECD 1992; EIU a; World Bank unveröffentlichtes Material):

– Die beachtliche Konsolidierung des Staatshaushalts erfolgte vor allem über Ausgabenkürzungen zu Lasten der staatlichen Investitionen. Außerdem nahm die Steuerquote – bedingt durch Senkungen vor allem des Mehrwertsteuersatzes – stetig ab. Vor dem Hintergrund der Notwendigkeit, das heimische Angebot zu stärken, ist eine solche Entwicklung doppelt bedenklich: Zum einen bleiben notwendige Investitionen in Infrastruktur und Humankapitalbildung aus, weil die Finanzierung über Neuverschuldung ausgeschlossen ist, und zum anderen wird versäumt, den Konsum zu besteuern und somit die Investitionstätigkeit zu begünstigen.

– Trotz erheblicher Deregulierung verblieb im Bereich der Gütermärkte noch ein erhebliches Reformpotential, dessen Nutzung den Wettbewerbsdruck verstärkt und die Voraussetzungen für eine Umstrukturierung des Angebots verbessert hätte. Im Rahmen der Handelsliberalisierung in der Uruguay-Runde überbot Mexiko zwar andere Entwicklungsländer in bezug auf die Reduzierung bindender Zolltarife und dem prozentualen Anteil solcher Zolltarife in der Zollstruktur. Im Vergleich zu anderen OECD-Ländern, zu denen Mexiko seit 1994 gehört, besteht jedoch noch erheblicher Aufholbedarf. Dies gilt auch für die Behandlung ausländischer Direktinvestitionen. Vor allem in den Sektoren Dienstleistungen, Infrastruktur und Rohstoffe bestehen noch Einschränkungen für Auslandsbeteiligungen.

– Bei der Deregulierung des Finanzsektors genöß lediglich der Wertpapiermarkt Priorität. Hier erfolgte im Gegensatz zum Bankensektor die Öffnung gegenüber ausländischen Investoren relativ früh. Als Folge dieser Politik blieb der Finanzsektor in Mexiko im Vergleich mit asiatischen Volkswirtschaften relativ klein. Außerdem sorgte ein geringer Wettbewerb für hohe Kreditzinsen (zwischen 18 und 25 % real). Die Finanzierungsbedingungen für Investitionen in einen adäquaten Kapitalstock waren somit ungünstig.

– Der Arbeitsmarkt war von Deregulierungsbemühungen weitgehend ausgeschlossen. In bezug auf eine notwendige Angebotsflexibilität sind vor allem zwei Aspekte der immer noch bestehenden Regulierungen bedenklich. Erstens sind die obligatorischen Lohnnebenkosten mit 50 vH im internationalen Vergleich sehr hoch. Sie betragen in Chile 21 vH und sind sogar in Spanien, Frankreich und Italien geringer, die innerhalb der OECD eine Spitzenreiterrolle einnehmen. Zweitens gelten hohe Zwangsabfindungen bei Entlassungen, die vom Niveau her mit denen Spaniens und Italiens vergleichbar sind – beides Länder mit sehr rigiden Arbeitsmärkten. Aus diesen Regulierungen ergeben sich erhebliche Hindernisse für die Ausweitung der Beschäftigung im formalen Sektor, eine Beeinträchtigung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und eine geringe Arbeitsmobilität.

Das durch die reale Aufwertung und die unzureichende Angebotsreaktion hervorgerufene Leistungsbilanzdefizit konnte bis 1994 durch den Zustrom von Auslandskapital finanziert werden. Tabelle 1 zeigt jedoch, daß das Defizit zunehmend von Portfoliokapital finanziert werden mußte, das durch hohe Realzinsen und eine boomende Börse angezogen wurde. Im Vergleich zu Direktinvestitionen ist solches Kapital wesentlich weniger verlässlich bei der dauerhaften Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten – ein Risiko, das sich im Dezember 1994 materialisierte, als die ausländischen Investoren ihre Risikoeinschätzung änderten, frisches Kapital ausblieb und der Wechselkurs nicht mehr zu halten war.

Bewertung

Die Einschätzung der mexikanischen Wirtschaftspolitik durch die Finanzmarktakteure wechselt traditionell zwischen Euphorie und Depression. So war ein solcher Umschwung schon bei Ausbruch der Schuldenkrise zu verzeichnen, die wie die derzeitige ‚Tequila-Krise‘ von Mexiko ausgelöst wurde. Im Falle der ‚Tequila-Krise‘ besteht dazu allerdings erheblich weniger Anlaß. Die weitreichenden Reformbemühungen Mexikos sind ausreichend dokumentiert (OECD 1992). Allerdings besteht auch kein Anlaß, den volatilen Kapitalströmen bzw. den ausländischen Investoren allein den ‚schwarzen Peter‘ zuzuschieben.

Richtig ist, daß die Krise von den sich von Mexiko abwendenden Investoren ausgelöst wurde. Spätestens zu diesem Zeitpunkt war das Leistungsbilanzdefizit nicht mehr haltbar und der reale Wechselkurs dramatisch überbewertet. Ob er es vor 1994 schon war ist offen für Interpretationen. Solange die Währungsreserven sich stabil entwickeln und die Arbeitslosenquote konstant bleibt, besteht

auch bei einer starken realen Aufwertung kein Grund, eine Überbewertung anzunehmen.

Richtig ist aber auch, daß die reale Aufwertung ein mit dem Leistungsbilanzdefizit wachsendes Risiko beinhaltet. Mitverantwortlich für die reale Aufwertung waren die inkonsistente Geld- und Lohnpolitik. Die Übersetzung der realen Aufwertung in ein zunehmendes Handelsdefizit wurde durch Reformdefizite in den Bereichen Staatshaushalt, Güter- und Faktormärkte erleichtert. Die ausländischen Investoren, die das Defizit finanzierten, wurden schließlich durch die politischen Ereignisse des Jahres 1994 verunsichert. An allen Entwicklungen trägt die mexikanische Wirtschaftspolitik zumindest eine Mitverantwortung.

Richtig ist schließlich, daß nahezu alle Bereiche der mexikanischen Wirtschaftspolitik beispielgebend für Reformen in anderen Entwicklungsländern sein können, daß jedoch bei einer Stabilisierung durch Wechselkursfixierung selbst geringe Verzögerungen im Reformtempo und geringe Inkonsistenzen zum Aufbau einer Risikoposition beitragen. Ein solches Risiko kann sich auch bei moderaten Veränderungen des externen Umfelds materialisieren. Dies bedeutet, daß – wie auch schon vom chilenischen Beispiel belegt – dieses Stabilisierungskonzept ein hohes systemimmanentes Risiko birgt.

Argentinien – ‚Convertibility‘ um jeden Preis?

Die Politik

Nach einem für die ökonomische Entwicklung verlorenen Jahrzehnt unternahm Argentinien im April 1991 einen erneuten Versuch, den Wechselkurs als Stabilisierungsinstrument einzusetzen. Dieser Versuch unterscheidet sich allerdings in seiner Radikalität nicht nur von der ‚Tablita‘ zu Beginn der achtziger Jahre, sondern auch von allen anderen Implementierungen des Konzepts der Stabilisierung durch Wechselkursfixierung.⁶ Die konstituierenden Elemente des sogenannten Konvertibilitätsplans sind

- die Fixierung des Peso/Dollar-Wechselkurses per Gesetz,
- die obligatorische vollständige Devisendeckung für die Peso-Geldmenge,
- das Verbot der Finanzierung von Staatsdefiziten durch die Zentralbank,
- die vollständige Konvertibilität des Peso für alle Leistungsbilanztransaktionen sowie
- die Einführung des US-Dollar als Parallelwährung im Finanzsystem und als legales Zahlungsmittel.

Grundsätzlich fungiert somit die argentinische Zentralbank als Currency-Board. Zum festen Wechselkurs wird jedes am Markt auftretende Überschußangebot bzw. jede auftretende Überschußnachfrage befriedigt; Devisenzuflüsse (-abflüsse) bewirken eine Erhöhung (Dämpfung) der Expansion der Peso-Geldmenge. Dies bedeutet, daß eine diskretionäre Geldpolitik weitgehend ausge-

⁶ Eine Ausnahme bildet Estland (Schweickert 1995).

schlossen ist und das Currency-Board dafür sorgt, daß die eingangs beschriebenen theoretischen Wirkungsketten voll zum Tragen kommen. Im Gegensatz zu Mexiko wurde in Argentinien eine Konsensfindung mit den gesellschaftlich relevanten Gruppen nicht angestrebt. Vielmehr ergibt sich aus der obigen Liste institutioneller Maßnahmen ein Maximum an Währungswettbewerb mit dem Ziel die Preisdisziplin durch entsprechende Marktsignale zu erzwingen.

Die Entwicklung

Tabelle 2 zeigt, daß das argentinische Currency-Board sehr viel effektiver bei der Inflationsbekämpfung war als der mexikanische aktive Crawl. Ausgehend von einer Situation der Hyperinflation und ökonomischer Stagnation im Jahr 1990 sank die Inflationsrate auf 4 vH im Jahr 1994. Dadurch war es möglich, den realen Aufwertungstrend zu brechen und 1994 sogar umzukehren ohne vom

Tabelle 2 – Stabilisierung durch Wechselkursfixierung in Argentinien 1990–1995

	1990	1991	1992	1993	1994	1995 1. Halbj.
	Veränderungen in vH					
Konsumentenpreise	1 344,0	84,0	17,5	7,3	3,9	2,6 ^a
Reallohn	-8,9	-11,2	-5,0	-1,6	0,7	.
Realer Wechselkurs (Peso/Währungskorb; - = Abwertung)	-	63,9	15,1	8,2	-3,9	-9,1 ^b
Bruttoinlandsprodukt (real)	0,4	9,0	8,7	6,0	6,5	-1,6 ^b
	Millionen Dollar					
Handelsbilanz	8 628	4 419	-1 450	-2 428	-4 360	0 ^a
Kapitalverkehrsbilanz	-1 854	3 593	10 980	9 919	4 725	.
Direktinvestitionen	1 836	2 439	4 179	6 305	930 ^a	.
Portfolio	-1 346	-34	-680	-9 035	-371 ^a	.
Anderes Kapital	-2 344	1 191	7 481	12 649	4 166	.
Veränderung der Währungsreserven	3 075	1 377	4 081	3 801	544 ^a	.
Währungsreserven der Zentralbank						
insgesamt	4 432	6 599	10 558	17 144	17 830	13 602 ^b
liquide	1 725	3 595	7 953	13 619	14 221	10 189 ^b
Geldbasis	3 614	5 726	9 260	16 162	16 267	12 382 ^b
Saldo des Staatshaushalts insgesamt ^c	.	-0,8	0,7	2,1	0,1	1,5 ^d

^a EIU-Schätzung. - ^b März. - ^c In vH des Bruttoinlandsprodukts. - ^d Geplant.

Quelle: EIU (c), IMF (a), IMF (b 1995 (8)), FM, FIEL, eigene Berechnungen.

festen Wechselkurs abzuweichen. Dieser Prozeß war mit Wachstumsraten verbunden, die durchaus asiatischen Standards genügen. Der Wechselkurs zeigte während der meisten Zeit eher Aufwertungs- als Abwertungstendenzen. Dies bedeutet, daß die Zentralbank ständig Dollars kaufte und sich die Peso-Geldmenge von 1990 bis 1993 real mehr als verdreifachte.

Der argentinische Erfolg, der in der jüngeren Entwicklungsländergeschichte ohne Beispiel ist, zeigt, daß nur eine radikale Implementierung des Konzepts der Stabilisierung durch Wechselkursfixierung zu einer raschen Anpassung der Inflationsrate an das Niveau der Ankerwährung führt. Dazu war allerdings erforderlich, die Preissignale, auf deren Wirkung der Konvertibilitätsansatz beruht, zu entzerren. Hierzu wurden radikale komplementäre Reformmaßnahmen durchgeführt (Schweickert 1994 a; 1994 b).

Zentrales Element war – wie schon in Mexiko – die Konsolidierung der Staatsfinanzen. Schon im zweiten Jahr des Konvertibilitätsprogramms wurde ein Haushaltsdefizit in einen Überschuß umgewandelt. Verantwortlich dafür waren allerdings – im Gegensatz zu Mexiko – Veränderungen auf der Einnahmenseite. Dies betrifft in erster Linie die Mehrwertsteuer, die durch Erhöhungen des Steuersatzes, Rationalisierung und Verbreiterung der Steuerbasis und die Wiederbelebung der für die Steuereintreibung zuständigen Behörde, zur dominierenden Steuer ausgebaut wurde und wesentlich zur Verbesserung der Steuerbasis beigetragen hat. Die Erlöse aus der Privatisierung der staatlichen Betriebe und Unternehmen trugen während der Jahre 1991 und 1992 noch zur Konsolidierung bei, wurden jedoch schon 1993 als Einnahmenquelle unbedeutend.

Bemerkenswert ist, daß die Konsolidierung trotz der Wiederaufnahme des externen und internen Schuldendienstes gelang. So fiel die Reduzierung der Verschuldung im Rahmen eines Brady-Abkommens eher moderat aus, weil die meisten Gläubiger für den sogenannten Par-Bond ohne Schuldenreduzierung aber mit niedrigen Zinsen optierten. Intern hatte der argentinische Staat Schulden gegenüber den Rentnern akkumuliert, indem er seinen Transferverpflichtungen gegenüber der chronisch defizitären Rentenkasse nicht nachgekommen war. Diese implizite Verschuldung wurde durch die Ausgabe von Wertpapieren explizit gemacht, und die Renten wurden auf das gesetzlich vorgeschriebene Niveau angehoben. Seit 1994 existieren in Argentinien private Rentenkassen, so daß der Staat nur noch die Grundrente bereitstellt und ansonsten ein Wahlrecht zwischen öffentlicher und privater Rente besteht. Es ist zu erwarten, daß die Belastungen des Staatshaushaltes dadurch mittel- bis langfristig sinkt. Sowohl die Anhebung der aktuellen Renten als auch der Verlust von Nettozahlern im staatlichen Rentensystem führen allerdings kurzfristig zu einem Anstieg der Transfers an die Rentenkasse.

Die Liberalisierung des Außenhandels, die Argentinien seit 1991 durchgeführt hat, ist ebenfalls beachtlich, wenn man bedenkt, daß die argentinische Volkswirtschaft de facto geschlossen war, d. h., Importe und Exporte waren soweit reguliert, daß kein entscheidender externer Wettbewerbsdruck spürbar war. Inzwischen wurden die Importsteuern vereinfacht und auf 0 (Kapitalgüter) bis 20 Prozent (Fertigprodukte) gesenkt. Die Exportbesteuerung sowie alle nicht-tarifären Handelshemmnisse wurden abgeschafft. Letzteres betrifft auch die

Anpassung von Normen und Standards an Weltmarktbedingungen, um Wettbewerbswirkungen zu maximieren.

Über einen weitreichenden Privatisierungsprozeß wurde außerdem versucht, die ‚argentinischen Kosten‘ zu senken und die heimische Produktion effizienter zu gestalten. Die Liste der in der ersten Reformphase privatisierten Unternehmen zeigt, daß auch vor sensiblen Bereichen nicht halt gemacht wurde. Privatisiert wurden die Telephongesellschaft, die Fluglinie, TV-Kanäle, petrochemische Firmen, Elektrizitäts-, Gas und Wasserwerke, ein Stahlwalzwerk, ein Hafen, Hotels, Gebäude, Ölfelder und schließlich Konzessionen für Straßen und Autobahnen.

Wie schon Mexiko, so war auch Argentinien mit der Liberalisierung und Deregulierung von Faktormärkten wesentlich vorsichtiger als bei den Gütermärkten. Allerdings dürften Reformverzögerungen in Argentinien weniger ins Gewicht gefallen sein als in Mexiko. Erstens besteht in Argentinien die Möglichkeit der Substitution von Peso-Konten und Dollar-Konten, die für eine zügige Anpassung der Nominalzinsen sorgte. Zweitens ist die Macht der argentinischen Gewerkschaften de facto dadurch begrenzt, daß sie vom argentinischen Staatspräsidenten innerhalb der peronistischen Partei praktisch kaltgestellt wurden und daß das Konvertibilitätsmodell durch einen weitreichenden Konsens in der Bevölkerung gestützt wird, der nicht ausgehandelt wurde, sondern sich durch die unbestreitbaren Erfolge eingestellt hat. So zeigt Tabelle 2 auch, daß die Lohnentwicklung – anders als in Mexiko – deutlich hinter dem Anstieg der Konsumentenpreise zurückblieb.

Die Erfahrungen, die Argentinien während der ‚Tequila-Krise‘ Anfang 1995 gemacht hat, haben diese Einschätzung eher erhärtet. Die internationalen Anleger, aufgeschreckt durch negative Erfahrungen mit einem (quasi) fixierten Wechselkurs und einem hohen Leistungsbilanzdefizit, hielten sich nun auch in anderen Ländern mit ähnlichen Charakteristika deutlich zurück. Dies betraf auch Argentinien (Tabelle 2). Wie in Mexiko hatte die reale Aufwertung zu einem Umschwung in der Handels- und Kapitalverkehrsbilanz geführt. Dabei half es Argentinien auch nicht, daß dieser Umschwung wesentlich moderater ausgefallen war und daß Portfoliokapitalzuflüsse praktisch keine Rolle spielten.⁷

Das Versickern des Kapitalzuflusses im ersten Quartal 1995 hatte die aufgrund des Currency-Boards zu erwartenden Konsequenzen für die Geldpolitik. Im ersten Quartal verminderte sich die Geldbasis nominal um nahezu 25 vH (M1: fast 10 vH). Hierbei nutzte die argentinische Zentralbank ihren diskretionären Spielraum um die Kontraktion der Peso-Geldmenge zu beschleunigen, indem sie mit Hilfe ihrer Überschußreserve die bei der Zentralbank gehaltenen Peso-Reserven der Geschäftsbanken in Dollar-Reserven transferierte. Die argentinischen Preise zeigten daraufhin ein hohes Maß an Flexibilität. Trotz einer Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes um 3 Prozentpunkte im April, blieben die Konsumentenpreise im Zeitraum zwischen Februar (Beginn der Krise) und Mai

⁷ Portfolioinvestitionen haben eine Rolle gespielt, obwohl Tabelle 2 durchweg ein negatives Vorzeichen ausweist. Vor allem der negative Wert für 1993 hat seine Ursache in den Umschuldungsvereinbarungen und der damit verbundenen Bereitstellung von Sicherheiten.

konstant. Dadurch wurde die bereits 1994 eingeleitete reale Abwertung zusätzlich verstärkt. Seit dem Wahlsieg von Menem im Mai steigen auch die Einlagen im Bankensystem wieder deutlich an, und die Zinsen für kurzfristige Anlagen sind bereits wieder deutlich gefallen. Die Kosten der Anpassung fallen sowohl im realen Sektor als auch im Finanzsektor an. So wird für 1995 mit einem Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,6 vH gerechnet, und im Bankensektor wird eine weitgehende Konsolidierung mit zahlreichen Zusammenschlüssen erwartet.

Bewertung

Argentinien ist eindeutig als erster Erfolgsfall einer Stabilisierung durch Wechselkursfixierung in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte der Entwicklungsländer zu bewerten. Das gilt in zweierlei Hinsicht. Zum einen wurde die Inflationsrate von über 1 000 vH auf das Niveau einer stabilen Ankerwährung reduziert und so der reale Aufwertungstrend umgekehrt. Zum anderen führte ein dramatischer externer Schock nicht zur Aufgabe der Wechselkursfixierung, sondern zu einer beschleunigten Anpassung. Dies bedeutet, daß zum ersten Mal ein fester Wechselkurs den eigentlichen Härtestest bestanden hat. Es zeigt allerdings auch das hohe systemimmanente Risiko durch die Abhängigkeit der Entwicklung der Geldmenge von der Stabilität der Kapitalzuflüsse. War Ende 1994 ein Szenario mit stabilen Preisen und hohem realem Wachstum noch am wahrscheinlichsten, so ist als Folge der ‚Tequila-Krise‘ nun eine Rezession zu erwarten.

Ein Vergleich der Situation Argentiniens und Mexikos ist nur bedingt möglich, da 1994 das Leistungsbilanzdefizit Argentiniens lediglich 3,9 vH des Bruttoinlandsprodukts betrug im Vergleich zu 8,2 vH in Mexiko. Das Ausbleiben frischen Kapitals mußte Mexiko deshalb schwerer treffen als Argentinien. Andererseits profitierte Mexiko von einer – in dieser Höhe – beispiellosen internationalen finanziellen Unterstützung.

Folgende Gründe sprechen dennoch für eine positivere Bewertung Argentiniens:

- Während Argentinien durch die Beibehaltung der Wechselkursfixierung die heimischen Preise weiter stabilisiert, mußte Mexiko die Stabilisierungserfolge der letzten sechs Jahre abschreiben, ohne eine Rezession vermeiden zu können.
- Während die Glaubwürdigkeit der argentinischen Wirtschaftspolitik durch die Beibehaltung der Regelbindung für die Geldpolitik gestiegen sein dürfte, muß sie in Mexiko neu gewonnen werden.

Schlußfolgerungen

Die Diskussion der Erfahrungen Mexikos und Argentiniens hat die oben aufgestellte Behauptung bestätigt, daß die Glaubwürdigkeit der Wechselkursfixierung von den Erwartungen der Privaten abhängt, ob eine kontraktive Phase realer Abwertung ohne Aufgabe des festen Wechselkurses bewältigt werden

kann. Voraussetzungen hierfür sind die Möglichkeit einer monetären Kontraktion, die Flexibilität der Preise und eine rasche Angebotsreaktion. Die Wirtschaftspolitik muß darauf ausgerichtet sein, diese Voraussetzungen so rasch wie möglich, spätestens jedoch vor einem signifikanten negativen Schock, zu schaffen. Sowohl die unterschiedliche Entwicklung während der Stabilisierungsphase als auch der unterschiedliche Ausgang der ‚Tequila-Krise‘ für Argentinien und Mexiko unterstreicht die deutlichen Vorteile der argentinischen Strategie, d. h. von voller Devisendeckung statt diskretionärer Geldpolitik und von Wettbewerbsdruck statt sozialer Konsensfindung.

Die folgenden grundsätzlichen Ergebnisse lassen sich festhalten:

- Die Wechselkursfixierung erfordert eine hohe Reformbereitschaft in den Bereichen Fiskal-, Gütermarkt- und Faktormarktpolitik. Diesem Reformbedarf muß ein entsprechendes Reformpotential gegenüberstehen.
- Für kleine offene Volkswirtschaften, die sich für einen festen Wechselkurs entscheiden, empfiehlt sich die radikale Implementierung: Currency-Board und volle Konvertibilität.
- Der Härtestest für eine Wechselkursfixierung ist die Bewältigung eines realen Abwertungsbedarfs. Die Aufgabe des festen Wechselkurses in einer solchen Situation verschärft die Krise.
- Selbst bei erfolgreicher Stabilisierung besteht die Gefahr, zunehmend an Wettbewerbsfähigkeit zu verlieren und von ausländischem Kapital abzuhängen. Eine Destabilisierung des Kapitalverkehrs führt dann zwangsläufig zu einer Destabilisierung der heimischen Liquidität.

Die jüngsten Erfahrungen Argentiniens zeigen, welche Chancen das Konzept der Stabilisierung durch einen festen Wechselkurs bei gegebenem Risiko bieten kann. Mexiko ist dagegen ein weiteres Beispiel in einer langen Reihe von Mißerfolgen, die die hohen Anforderungen an den Reformprozeß und das hohe systemimmanente Risiko des Konzepts verdeutlichen.

Literaturverzeichnis

- Bergsten, C. F., und W. R. Cline (1995). The Peso Crisis and Financial Support for Mexico. Statement before the Committee on International Relations, US House of Representatives. 1. Februar, Washington D. C.
- Brand, D., und T. Röhm (1995). Ursachen und Konsequenzen der mexikanischen Währungs- und Inflationsschnelldienst, 48 (7): 20-29.
- Corbo, V., J. deMelo und J. Tybout (1986). What Went Wrong with the Recent Reforms in the Southern Cone. *Economic Development and Cultural Change*, 34: 607-640.
- Corden, W. M. (1991). Exchange Rate Policy in Developing Countries. In J. deMelo und A. Sapir (Hrsg.), *Trade Theory and Economic Reform*. Cambridge/Oxford.
- Dornbusch, R. (1980). *Open Economy Macroeconomics*. New York.
- Dornbusch, R., und A. Werner (1994). Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, (1): 253-315.

- EIU (Economic Intelligence Unit) (a) (verschiedene Ausgaben). *Country Profile Mexico*. London.
- (b) (verschiedene Ausgaben). *Country Report Mexico*. London.
- (c) (verschiedene Ausgaben). *Country Report Argentina*. London.
- FIEL (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas) (verschiedene Ausgaben). *Indicadores de Coyuntura*. Buenos Aires.
- FM (Fundación Mediterránea) (verschiedene Ausgaben). *Newsletter*. Córdoba.
- Funke, N. (1993). Credibility of Government Policy: Lessons for Economies in Transition. *Intereconomics*, 28 (2): 73-78.
- GFB (Grupo Financiero Bancomer) (verschiedene Ausgaben). *Informe Económico*. Mexico, D. F.
- IMF (International Monetary Fund) (a) (verschiedene Ausgaben). *International Financial Statistics*. Washington, D. C.
- (b) (verschiedene Ausgaben). *IMF Surveys*. Washington, D. C.
- Kiguel, M. A., und N. Liviatan (1994). Exchange-Rate-Based Stabilizations in Argentina and Chile: A Fresh Look. In T. J. T. Balino (Hrsg.), *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*. Washington D. C.
- Langhammer, R. J., und R. Schweickert (1995). The Mexican Reform Process: Improving Long-Run Perspectives Mastering Short-Run Turbulences. Kieler Diskussionsbeiträge, 255. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- OECD (1992). *OECD Economic Surveys – Mexico*. Paris.
- Schweickert, R. (1993 a). Implikationen alternativer geld- und wechsellkurspolitischer Regeln im Transformationsprozeß. *Kredit & Kapital*, 26 (2): 205-229.
- (1993 b). Alternative Strategies for Real Devaluation and the Sequencing of Economic Reforms in Developing Countries. *Kyklos*, 46: 65-85.
- (1994 a). Stabilization and Real Adjustment in Emerging Market Economies – What Can be Learned from Macroeconomic Reforms in the Southern Cone? *Intereconomics*, 29 (5): 244-252.
- (1994 b). Exchange Rate Based Stabilization – Lessons from a Radical Implementation in Argentina. *The World Economy*, 17: 171-189.
- (1995). Searching for Credible Exchange Rate Regimes in the Former Soviet Union. *Intereconomics*, 30 (3): 126-132.