

Kapitalmarktintegration
und
Wechselkurssysteme
während und nach der
mexikanischen Pesokrise

Inauguraldissertation

zur Erlangung des Grades eines Doktors der Philosophie
im Fachbereich Politikwissenschaften
der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität
zu Frankfurt am Main

vorgelegt von

Stefan Brill
Bielefeld

Gutachter

Prof. Lothar Brock
Dr. Marianne Braig

Datum der mündlichen Prüfung
22. November 2001

Abstract

Im Kontext wirtschaftlicher Entwicklungsbemühungen läßt sich mit dem Auftreten von Währungskrisen in den Emerging Markets in den 90er Jahren ein deutlich zu Tage tretender struktureller Wandel erkennen. Kennzeichnend für diese Entwicklung waren zum einen eine zunehmende Vulnerabilität der Volkswirtschaften und zum anderen eine steigende Volatilität internationaler Finanzanlagen. Diesen Phänomenen lagen im wesentlichen zwei Faktoren zu Grunde. Erstens waren die Währungssysteme, die in den 80er Jahren als Mittel der Inflationsbekämpfung und der wirtschaftlichen Stabilisierung etabliert wurden, aufgrund systeminhärenter Probleme und einer fortschreitenden Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte den neuen Herausforderungen nicht mehr gewachsen. Zweitens führte die Öffnung der Kapitalmärkte in Verbindung mit einer weitreichenden Liberalisierung, Deregulierung und Privatisierung zu neuen Formen investiven privaten Kapitals, daß grundlegend anderen Investitionsentscheidungen unterlag als noch die Kapitalzuflüsse der 80er Jahre. Beide Faktoren führten im Verlauf der 90er Jahre zu einer Reihe spekulativer Währungsattacken in den Emerging Markets und einem grundlegenden Wandel in der Währungspolitik dieser Länder. Dieser Prozess ist auch in der heutigen Zeit noch nicht abgeschlossen. Somit können die Krisenszenarien der 90er Jahre auch als logische Konsequenz und Ausdruck einer notwendigen und teilweise überfälligen Reaktion auf strukturelle Veränderungen gewertet werden. In der vorliegenden Arbeit wird dieser Prozeß anhand der Erfahrungen Mexikos und der Pesokrise von 1994, die oftmals als erste Finanzkrise des 21. Jahrhunderts bezeichnet wurde, nachvollzogen und unter Berücksichtigung nachfolgender Krisenszenarien in Asien, Rußland und Brasilien bewertet.

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	11
-------------------	-----------

KAPITEL I

Wandel entwicklungspolitischer Fragestellungen	16
1. Das Inflationsproblem	18
1.1 Theorien von Inflationsursachen	19
1.2 Theorien der Inflationsbekämpfung	21
2. Nominale Wechselkursanker	24
2.1 Exchange Rate Based Stabilization	26
3. Durchführung wirtschaftspolitischer Reformen	29
3.1 Timing	30
3.2 Sequencing	32
4. ‘Washington Consensus’	35
Fazit	37

KAPITEL II

Darstellung der Stabilisierungsmaßnahmen	38
1. Ausgangslage nach der Schuldenkrise von 1982	40
2. Orthodoxe Anpassungsmaßnahmen	42
2.1 Konsolidierung im Rahmen des PIRE	43
2.2 Wechselkurspolitik	45
2.3 Strukturelle Maßnahmen	46
2.4 Scheitern des PIRE und Entwicklung bis 1987	48
2.4.1 Außenhandelsliberalisierung	52
2.4.2 Privatisierungen	52
3. Heterodoxe Maßnahmen	54
3.1 Der PACTO: Implementierung und Erfolge	56
3.2 Wechselkurspolitik	57
3.3 Strukturelle Maßnahmen	59
3.4 Entwicklungen im Rahmen des PACTO	62
4. Erste Reaktionen auf die Pesokrise	64
4.1 Einflüsse interner und externer Faktoren	65
4.2 Invention of the Mexican Miracle	70
Fazit	74

KAPITEL III

Deutungsmuster in der wissenschaftlichen Literatur	75
1. Die Rolle der Kapitalzuflüsse	78
1.1 Ursachen von Kapitalzuflüssen	79
1.2 Probleme internationaler Kapitalzuflüsse	81
1.3 Ausmaß der Kapitalzuflüsse	83
1.4 Struktur der Kapitalzuflüsse	86
1.5 Verwendung der Kapitalzuflüsse	90
2. Klassische Interpretation der Pesokrise	93
2.1 Inertia Inflation und Aufwertung des realen Wechselkurses	95
2.2 Wechselkursentwicklung	98
2.2.1 Bestimmung des realen Wechselkurses	99
2.3 Leistungsbilanz	102
2.4 Entwicklung weiterer Fundamentaldaten	104
2.4.1 Handelsbilanz	104
2.4.2 Internationale Wettbewerbsfähigkeit	106
2.4.3 Entwicklung des BIP	107
3. Monetäre Interpretation der Pesokrise	108
3.1 Sterilisierungspolitik Mexikos	109
3.2 Abnahme der Devisenreserven	111
3.2.1 Zinsrate und Kapitalzufluss	112
3.2.2 Kreditvergabe und Währungsreserven	114
3.3 Cetes und Tesobono	117
3.3.1 Wechselkursrisiko und Country Risk Ratio	121
4. Stabilisierungsmaßnahmen im Anschluss an die Pesokrise	124
4.1 Bail-Out Programm Mexikos	126
4.2 Schuldenmanagement	128
4.3 Strukturelle Reformen	129
4.4 Geld- und Wechselkurspolitik	131
4.4 Wirtschaftliche Entwicklung im Anschluss der Pesokrise	134
5. Theorien spekulativer Währungsattacken	139
5.1 'First-generation' Modelle	140
5.2 'Second-generation' Modelle	142
5.3 Einordnung der mexikanischen Pesokrise	145
5.3.1 Devisenreserven	145
5.3.2 Vorhersagbarkeit	147
5.3.3 Sonstige Fundamentaldaten	148
5.4 Abschließende Bemerkungen	152
Fazit	154

KAPITEL IV

Abnehmende Relevanz volkswirtschaftlicher Fundamentaldaten	156
1. Indikatorensuche von Währungskrisen	159
1.1 Einzelländeranalysen	161
1.2 'Multi-Country' Studien	162
1.3 Multi-Faktor Studien	163
1.4 Erweiterte Analysen	165
2. Transmissionsmechanismen von Währungskrisen	167
2.1 Definitionen von Contagion	170
2.2 Klassische Transmissionsmechanismen	173
2.2.1 'Common Shocks'	173
2.2.2 'Trade Links'	174
2.2.3 'Financial Links'	177
2.2.3.1 'Common Bank Lender'	178
2.3 Neuere Transmissionsmechanismen	181
2.3.1 'Boom-Bust Behavior'	182
2.3.2 'Investor Behavior'	184
2.3.3 'Investor Sentiment'	186
2.3.3.1 Unvollständige Informationen	186
2.3.3.2 Bewertung der vorhandenen Informationen	188
2.4 Abschließende Bemerkung	190
Fazit	193

KAPITEL V

Prävention von Contagion-Effekten	194
1. Probleme quasi-fixer Wechselkurssysteme in EMs	196
1.1 Systeminhärente Probleme	198
1.1.1 Exit-Strategien	199
1.2 Nicht systeminhärente Probleme	202
2. Suche nach optimalen Wechselkursregimen	204
2.1 Klassifizierung von Wechselkurssystemen	207
2.2 Auswahl und Zielrichtung des Wechselkurssystems	209
2.2.1 Dollarisierung	210
2.2.1.1 Vorteile	212
2.2.1.2 Nachteile	214
2.2.2 Frei floatende Wechselkurse	216
2.2.2.1 Vorteile	217
2.2.2.2 Nachteile	219
3. Kapitalverkehrskontrollen	222
3.1 Wirksamkeit von Kapitalverkehrskontrollen	226
3.2 Erfahrungen ausgewählter Länder	228
3.3 Akzeptanz von Kapitalverkehrskontrollen	231
4. Erfahrungen Mexikos im Umgang mit Contagion Effekten	234
4.1 Contagion-Effekte aus Asien	235
4.2 Contagion-Effekte aus Russland und Brasilien	241
4.3 Beurteilung der Entwicklungen im Vergleich zu anderen EMs	248
Fazit	253

ZUSAMMENFASSUNG	255
FAZIT	262
Annex I	
Entwicklung des Banksektors im Vorfeld der Pesokrise	263
Annex II	
‘Bail-Out’ Programm des Banksektors	267
LITERATURVERZEICHNIS	270
EHRENWÖRTLICHE ERKLÄRUNG	293
LEBENS LAUF	294

Abbildungsverzeichnis

Graphik 1 Wechselkursentwicklung (1995)	66
Graphik 2 Private Kapitalzuflüsse (III.1993-I.1995)	67
Graphik 3 Entwicklung der Devisenreserven (1994)	68
Graphik 4 Ausgewählte Indikatoren der Finanzkrise (III.1993-I.1995)	73
Graphik 5 Private Kapitalzuflüsse (I.1990-IV.1994)	83
Graphik 6 Zinsentwicklung des 90-US T.Bill¹ (1990-1994)	84
Graphik 7 Struktur ausländischer Kapitalzuflüsse (1990-1994)	87
Graphik 8 Entwicklung des mexikanischen Börsenindex (1990-1994)	88
Graphik 9 Entwicklung des realen Wechselkurses (1987-1995)	100
Graphik 10 Leistungsbilanz und Portfolioinvestitionen (I.1990-IV.1994)	102
Graphik 11 Export- und Importentwicklung (1987-1994)	105
Graphik 12 BIP-Wachstum und Inflationsrate (1989-1994)	107
Graphik 13 Anlagerisiko in Mexiko (1994)	113
Graphik 14 Kreditausweitung und Devisenreserven (1995)	115
Graphik 15 Durchschnittliche Laufzeit öffentlicher Schuldverschreibungen (1992-1995)	118
Graphik 16 Cetes und Tesobono (1994)	119
Graphik 17 Devisenreserven und Tesobono (1994)	120
Graphik 18 Durchschnittliche Laufzeit öffentlicher Schuldverschreibungen (1995-1999)	128
Graphik 19 Private Kapitalzuflüsse (III.1994-IV.1996)	134
Graphik 20 Entwicklung des mexikanischen Börsenindex (1995-1996)	135
Graphik 21 BIP-Wachstum und Inflationsrate (I.1994-IV.1996)	136
Graphik 22 Leistungs- und Handelsbilanz (I.1994-IV.1996)	137

Graphik 23	
Zins- und Wechselkursentwicklung (1995-1996)	138
Graphik 24	
Private Kapitalzuflüsse (IV.1996-I.1998)	236
Graphik 25	
Entwicklung des mexikanischen Börsenindex (1997)	237
Graphik 26	
BIP-Wachstum und Inflationsrate (III.1996-II.1997)	238
Graphik 27	
Zins- und Wechselkursentwicklung (1997)	239
Graphik 28	
Private Kapitalzuflüsse (I.1998-IV.1999)	242
Graphik 29	
Entwicklung des mexikanischen Börsenindex (1998-1999)	243
Graphik 30	
Zins- und Wechselkursentwicklung (1998-1999)	245
Graphik 31	
BIP-Wachstum und Inflationsrate (I.1998-IV.1999)	246
Graphik 32	
Zins- und Wechselkursentwicklung (1995-2000)	252
Graphik I	
Struktur inländischer Kredite (1989-1994)	264
Graphik II	
Ausstehende Kredite nach Sektor (1987-1998)	265
Graphik III	
Anteil der non-performing loans von Geschäftsbanken (1991-1998)	268

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1	
Makroökonomische Zielwerte des PIRE	43
Tabelle 2	
Prognose und Entwicklung volkswirtschaftlicher Zielgrößen innerhalb des PIRE	49
Tabelle 3	
Wechselkursregime in Mexiko (1988-1994)	58
Tabelle 4	
Zusammensetzung öffentlicher Schuldverschreibungen (1990-1994)	89
Tabelle 5	
Spar- und Investitionsrate (1988-1994)	90
Tabelle 6	
Verwendung des BIP in Mexiko (1988-1993)	91
Tabelle 7	
Handels- und Leistungsbilanz Mexiko (1988-1994)	104
Tabelle 8	
Importstruktur nach Mexiko (1989-1994)	105
Tabelle 9	
Wachstum in ausgewählten Sektoren (1988-1994)	106
Tabelle 10	
Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits (1991-1994)	111
Tabelle 11	
Preisentwicklung in Mexiko 1988-1994	116
Tabelle 12	
Anlagerisiko in Mexiko (1994)	122
Tabelle 13	
Private Nettokapitalflüsse (1996-1997)	235
Tabelle 14	
Private Nettokapitalflüsse (1997-1998)	241
Tabelle 15	
Vergleich ausgewählter Indikatoren (1997-2000)	249
Tabelle 16	
Schwankungsbereich ausgewählter Finanzindikatoren	250
Tabelle 17	
Volatilität des Wechselkurses gegenüber dem US\$ (1996-1999)	251

Abkürzungsverzeichnis

ADE	Acuerdo de Apoyo Inmediato a Deudores de la Banca
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Bank for International Settlements
BSP	Bruttosozialprodukt
CETES	Certificados de Tesoreria
CNBV	Comision Nacional Bancaria y de Valores
CPI	Consumer Price Index
ERBS	Exchange-Rate-Based Stabilization
ESF	Exchange Stabilization Fund
FDI	Foreign Direct Investment
FOBAPROA	Fondo Bancario de Proteccion al Ahorro
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
IDB	Inter-American Development Bank
IMF	International Monetary Fund
IPAB	Instituto para la Proteccion al Ahorro Bancario
ITS	Inflation Targeting System
LOLR	Lender-Of-Last-Resort
LTCM	Long Term Credit Management
MBS	Money-Based Stabilization
MTS	Monetary Targeting System
MYRA	Multiyear Debt Rescheduling Programme
NAFA	North American Financial Agreement
NAFTA	North American Free Trade Agreement
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
ORIP	Official Reference Import Price
PAC	Programa de Aliento y Crecimiento
PACTO	Pacto de Solidaridad
PIRE	Programa Inmediato de Reordenacion Economica
PPI	Producer Price Index
PRI	Partido Revolucionario Institucional
PROCAPTE	Programa de Capacitacion Temporal
PRONAFIDE	Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo
SECOFI	Secretaria de Comercio y Formento Industrial
UDI	Unidades de Inversion

Einleitung

Entwicklungspolitische Theorien und Fragestellungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Perspektiven Lateinamerikas waren in den vergangenen Jahrzehnten einem grundsätzlichen Wandel unterworfen. In der zweiten Hälfte der 80er Jahre kristallisierte sich mehr und mehr heraus, dass eine permanente Lösung der wirtschaftlichen Probleme eine fundamentale Änderung der Entwicklungsstrategie und damit eine Abkehr vom bisherigen protektionistischen System erforderte und grundlegende Reformen in den Ländern Lateinamerikas unumgänglich waren. Konsequenterweise kam es in Lateinamerika zu einem Ideologiewandel, in dessen Zuge eine Reihe marktwirtschaftlicher Reformen durchgeführt wurden. Privatisierung, Deregulierung und eine weitreichende Handelsliberalisierung halfen Mexiko Ende der achtziger und zu Beginn der neunziger Jahre, sich schnell in die Weltwirtschaft zu integrieren. Für die Einführung freier Marktrefor-men und der Liberalisierung der Finanz- und Kapitalmärkte wurde Mexiko zur Zeit ihrer Einführung hoch gelobt. Mit der konsequenten Umsetzung wirtschaftspolitischer Reformen im Rahmen des 'Washington Consensus' konnten seit Ende der 80er Jahre wieder beträchtliche ausländische Kapitalzuflüsse verzeichnet werden. Das Volumen der internationalen Kapitalströme überstieg bei weiten die Erwartungen und führte zu einer erheblichen Zunahme der Währungsreserven.

Die fortschreitende Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte brachte jedoch neue Probleme und Herausforderungen mit sich, denen sich Mexiko zunächst nicht gewachsen sah und die schließlich zu einer spekulativen Attacke mit massiven Auswirkungen auf die wirtschaftliche Performance des Landes führte. Die Integration Mexikos in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte zu Beginn der 90er Jahre erforderte eine erhöhte Flexibilität und eine Ausweitung der Reaktionsmöglichkeiten auf derartige Krisenerscheinungen. Die systeminhärenten Probleme und die nur bedingt vorhandene systeminhärente Flexibilität des quasi-fixen Wechselkurssystems konnten den Herausforderungen einer fortschreitenden Integration nicht standhalten, was schließlich zu dem Dilemma der Pesokrise von 1994 führte.

In der wissenschaftlichen Literatur lassen sich zwei Deutungsmuster der Pesokrise identifizieren. Ein erster Erklärungsansatz befasst sich dabei mit der Entwicklung fundamentaler wirt-

schaftlicher Rahmendaten, den Bilanzdefiziten der mexikanischen Volkswirtschaft sowie der realen Aufwertung des Peso. Die stetige Verschlechterung dieser Rahmendaten führte demnach zu einer Situation, die eine spekulative Attacke auf den Peso hervorrief. Ein zweiter Erklärungsansatz sieht die Ursache der Pesokrise weniger in der Entwicklung der Fundamentaldaten, die nicht oder zumindest nicht hauptsächlich für die Entwicklung der Krise und deren Ausweitung auf andere Länder verantwortlich zu machen waren. Die Gründe lagen vielmehr in einer verfehlten Reaktion Mexikos auf die veränderten Rahmenbedingungen, die zum einen durch das Währungssystem bedingt war, zum anderen auf das geänderte Anlageverhalten internationaler Kapitalanleger zurückzuführen war. Beide Ansätze weisen auf systeminhärente und internationale Faktoren hin, die sich aus der fortschreitenden Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte und dem Aufbau des Währungssystems erklären lassen. Aus beiden Erklärungsansätzen ergab sich eine neuere theoretische Diskussion um die Ursachen spekulativer Währungsattacken und deren selbsterfüllenden Charakter. Die Einbeziehung der Erfahrungen aus den Krisen anderer Länder unterstützte dabei die Vermutung neuer Ursachen derartiger Attacken.

Die Auswirkungen der mexikanischen Pesokrise auf die Märkte anderer Länder Lateinamerikas und Asiens hat eine Fülle neuer Untersuchungen und Theorieansätze über deren Ursachen hervorgebracht. Gegenstand zahlreicher theoretischer und empirischer Analysen war zunächst die Suche nach fassbaren fundamentalen Indikatoren einer bevorstehenden spekulativen Währungsattacke. Die Ergebnisse dieser Untersuchungen waren enttäuschend und die Aussagekraft fundamentaler Indikatoren blieb äußerst beschränkt. Das Ziel der Untersuchungen änderte sich mit der Entstehung und Ausbreitung weiterer Krisen in der zweiten Hälfte der 90er Jahre. Das Auftreten dieser Szenarien ließ sich nicht mehr durch das zufällige Aufeinandertreffen voneinander unabhängiger nationaler Krisen erklären. Die Fundamentaldatenanalyse trat weiter in den Hintergrund und der Untersuchungsschwerpunkt richtete sich auf mögliche Contagion-Effekte von Währungskrisen. Dabei stellte sich heraus, dass mit der fortschreitenden Integration der internationalen Finanz- und Kapitalmärkte die Relevanz der Fundamentaldaten abnahm, während externe Faktoren wie etwa die Wahrnehmung des Landes durch internationale Investoren an Bedeutung gewannen.

Ein Übergreifen von Finanzkrisen auf andere Länder ist an sich kein Novum der neunziger Jahre. Neu hingegen sind sowohl die Auswirkungen von Finanzkrisen auf Länder, die weder einen hohen bilateralen Handel, noch einen gemeinsamen Handelspartner haben oder tiefere Finanzbeziehungen untereinander pflegen, als auch das Ausmaß dieser Krisen, dass hinsichtlich der ökonomischen Fundamentaldaten in den betroffenen Ländern über ein rational erklärendes Maß hinausgeht. Zurückzuführen sind die Contagion-Effekte auf die zunehmende Integration der Emerging Markets in die internationalen Kapital- und Finanzmärkte. Ein erster Faktor hinter diesen veränderten Rahmenbedingungen ergibt sich aus dem immensen Volumen internationalen Kapitals, dem nur relativ kleine Anlagemärkte in Empfängerländern wie Mexiko gegenüberstehen, so dass schon relativ geringe Änderungen im internationalen Portfolio zu massiven Schwankungen an diesen Märkten führen können. Der weitaus wichtigste Faktor ergibt sich jedoch aus einem veränderten Anlageverhalten internationaler Investoren, das zu einer ständigen Überprüfung und Angleichung des Anlageportfolios hinsichtlich der Renditeerwartungen oder der Performance der Anlagen führte, und die Bedeutung fundamentaler wirtschaftlicher Rahmendaten als Informationsgrundlage von Investitionsentscheidungen zunehmend schmälerte.

Die Diskussion um die Übertragungswege von Währungskrisen führte schließlich zu den aktuellen Theorieansätzen, die sich mit der Prävention der Auswirkungen von Contagion-Effekten beschäftigen. Zum einen wurde vielfach geäußert, dass die Auswahl eines quasi-fixen Wechselkurses die Entwicklung derartiger Krisen erst ermöglichte. Ziel von Contagion-Effekten waren vornehmlich Länder, deren Wechselkurssysteme von offizieller Seite verteidigt wurden, so dass eine spekulative Attacke durchaus vorteilhaft sein konnte. Die Suche nach optimalen Wechselkurssystemen mündete in der aktuellen Debatte um Dollarisierung und frei floatende Währungsregime, die einen weitgehenden Schutz vor den Auswirkungen fortschreitender Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte bewirken sollen. Als zweite Möglichkeit präventiver Maßnahmen vor Contagion-Effekten wird der Aufbau und die Wirksamkeit von Kapitalverkehrskontrollen kontrovers diskutiert. Wie die leider nur begrenzt zur Verfügung stehenden Erfahrungen mit neueren Wechselkurssystemen und die mangelnde Effizienz von Kapitalverkehrskontrollen jedoch zeigen, ist die Wirksamkeit und Durchführbarkeit derartiger protektionistischer Maßnahmen zumindest fragwürdig, so dass keines der beiden Konzepte als überzeugendes präventives Mittel erscheint.

Fragestellung

Am Beispiel der Diskussion um die mexikanische Pesokrise von 1994-95, die oftmals als ‘erste Finanzkrise des 21. Jahrhunderts’ bezeichnet wurde, und den Übertragungsmöglichkeiten von Währungskrisen soll untersucht werden, welche neuen Komponenten hinsichtlich einer Integration in den Weltmarkt existieren. Neben der als traditionell zu nennenden Öffnung zum internationalen Handel kam in den neunziger Jahren die Frage des Zuganges zu den internationalen privaten Kapitalmärkten als Finanzierungsmöglichkeit der angestrebten wirtschaftlichen Entwicklung hinzu.

Ausgangspunkt der Analyse ist die Frage, warum es nach der Schuldenkrise Mexikos von 1982 erneut zu einer Situation kommen konnte, die nicht nur für Mexiko finanziell äußerst bedrohlich war. Mexiko besaß gerade wegen der eingeschlagenen Öffnung zu den internationalen Märkten Vorbildcharakter und wurde dafür international hoch gelobt. Um so überraschender war die Pesokrise für Mexiko und eine Vielzahl renommierter Analysten. Selbst die wenigen Mahner im Vorfeld der Pesokrise wurden von der Rasanz und dem Ausmaß der Entwicklung überrascht. Ebenso schnell wie die Krise jedoch auftrat wurde das Vertrauen internationaler Anleger zurückgewonnen und konnten neue Kapitalzuflüsse verzeichnet werden.

Ein weiteres Phänomen der Pesokrise lag in den Übertragungswegen der Währungskrise auf andere Volkswirtschaften. Derartige Contagion-Effekte blieben jedoch nicht auf die Pesokrise allein beschränkt, sondern waren ein charakteristisches Merkmal von Währungskrisen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre. Beide Phänomene deuten zum einen auf eine zunehmende Vulnerabilität der Volkswirtschaften in Emerging Markets aufgrund der gesteigerten Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte, zum anderen auf eine steigende Volatilität internationaler privater Finanzanlagen aufgrund eines veränderten Anlageverhaltens der Investoren hin.

Zwei Fragen stehen somit im Vordergrund dieser Arbeit:

- 1) Welche Faktoren stehen hinter der zunehmenden Volatilität der Anlagen und der steigenden Vulnerabilität Mexikos und anderer Emerging Markets?
- 2) Welche Möglichkeiten stehen diesen Ländern zur Abwehr der negativen Auswirkungen einer erhöhten Integration oder im Umgang mit Contagion-Effekten zur Verfügung?

Anhand der Erfahrungen Mexikos im Zuge der Pesokrise und den nachfolgenden Währungs- krisen in Asien, Russland und Brasilien soll diesen Fragen nachgegangen und das neue mexika- nische System auf seine Funktionalität und Flexibilität vor dem Hintergrund der hoher Kapi- talmarktfluktuationen untersucht werden.

Im Folgenden werden im ersten Kapitel die theoretischen Grundlagen der Reformprogramme der 80er und frühen 90er Jahre kurz dargestellt, während Kapitel zwei die konzeptionelle Aus- gestaltung und die Entwicklungen der Programme beschreibt. In Kapitel drei werden die unter- schiedlichen Deutungsmuster der Pesokrise dargestellt und sowohl auf die wirtschaftliche Ent- wicklung Mexikos im Anschluss an die Pesokrise eingegangen als auch die getroffenen Stabili- sierungsmaßnahmen überprüft. Schließlich wird auf die unterschiedliche Beurteilung volkswirt- schaftlicher Fundamentaldaten als Ursache von spekulativen Währungsattacken eingegangen. Die folgenden beiden Kapitel befassen sich mit den neueren Theorieansätzen unter Einbezie- hung der Erfahrungen anderer Krisenszenarien. Kapitel vier geht dabei auf die Ursachen der abnehmenden Relevanz volkswirtschaftlicher Fundamentaldaten ein, die auf die fortschreitende Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte zurückzuführen sind. Das letzte Kapitel befasst sich mit den spezifischen Problemen von quasi-fixen Wechselkurssystemen im Kontext einer derartigen fortschreitenden Integration. Gegenstand ist dabei die Suchen nach möglichen präventiven Maßnahmen zur Vermeidung von Contagion-Effekten und hohen Ka- pitalmarktschwankungen. Dabei wird auf die Reaktion Mexikos auf Contagion-Effekte anderer Krisen eingegangen und die Funktionalität des neuen Regimes im Vergleich zu anderen Län- dern überprüft. Schließlich werden die Ergebnisse der Untersuchung zusammengefasst und hinsichtlich der neu entstandenen Rahmenbedingungen in den 90er Jahren beurteilt.

Kapitel I: Wandel entwicklungspolitischer Fragestellungen

Entwicklungspolitische Theorien und Fragestellungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Perspektiven Lateinamerikas waren in den vergangenen Jahrzehnten einem grundsätzlichen Wandel unterworfen. Ausgehend von der Theorie der Importsubstitution, die sich zunächst auf den nationalen Markt konzentrierte und sich vom Weltmarkt abschottete herrscht heute weitgehend Konsens darüber, dass wirtschaftliche Entwicklung nur durch eine Öffnung der nationalen Märkte und eine weltmarkt- und exportorientierte Politik zu erreichen ist¹.

Zu Beginn der 50er Jahre herrschte die Meinung vor, dass wirtschaftliche Entwicklung nur durch eine Strategie der Importsubstitution zu erreichen sei. Bisher importierte Güter sollten im eigenen Land produziert werden. Um den Aufbau einer solchen Industrie zu gewährleisten, musste der nationale Markt auf bestimmte Zeit protegiert werden, sei es durch Importverbote, Schutzzölle, Lizenzvergaben oder anderen dirigistischen Maßnahmen des Staates. Importsubstitution wurde gleichgesetzt mit Industrialisierung, was wiederum als Schlüssel wirtschaftlicher Entwicklung galt². Diese Ansicht basierte auf den Annahmen, dass die Produktionsstrukturen in den Entwicklungsländern weitestgehend auf Rohstoffproduktion und Primärgüter ausgerichtet ist, die Abhängigkeit vom internationalen Handel daher sehr groß und die Kapazitäten zur Produktion von Kapitalgütern quasi nicht vorhanden sind. Die jeweiligen komparativen Vorteile schienen auf die Produktion von Rohstoffen und Primärgütern beschränkt und wirtschaftliches Wachstum nur in sehr beschränktem Maße möglich. Zwar zeigte sich sehr bald, dass sich die erhofften Erfolge nicht oder nicht in dem gewünschten Maße einstellten und die Volkswirtschaften unter starken Druck gerieten, es dauerte jedoch bis in die frühen 80er Jahre, bis diese Politik als nicht durchhaltbar erkannt wurde und Konsequenzen daraus gezogen wurden³.

Zur gleichen Zeit, zu der die hohen Kosten der Strategie der Importsubstitution zu Tage traten, entwickelten in Ostasien einige Staaten eine Wirtschafts- und Handelspolitik, die der Importsubstitution entgegen stand. Anstatt sich vom Weltmarkt abzuschotten, waren sie auf Au-

¹ Krueger (1997a) bietet einen Überblick des Ideologiewandels in der Handelspolitik.

² Hounie/Pittaluga/Porcile/Scatolin (1999) bieten hierzu eine Zusammenfassung.

³ Eine Zusammenfassung dieser Entwicklung bietet Krueger (1997a)

Benöffnung und Exportwachstum ausgerichtet. Im gleichen Zeitraum, als die lateinamerikanischen Länder unter wirtschaftlicher Stagnation litten, verzeichneten sie ein immenses Wirtschaftswachstum. Die Erfahrungen dieser 'Tigerstaaten' konterkarierten die Modellannahmen der Importsubstitution und zeigten, dass Entwicklungsländer durchaus Industrialisierung erfahren können, indem sie sich nicht auf den heimischen Markt beschränken und gleichwohl abschotten, sondern als Akteure auf dem Weltmarkt fungieren.

Nach Ausbruch der Schuldenkrise 1982 war Mexiko vorerst vom Zugang zu den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten abgeschnitten. Der Mangel an ausländischen Kapitalzuflüssen galt als bedeutender Entwicklungsengpass. In der zweiten Hälfte der 80er Jahre kristallisierte sich mehr und mehr heraus, dass eine permanente Lösung der wirtschaftlichen Probleme eine fundamentale Änderung der Entwicklungsstrategie und damit eine Abkehr vom bisherigen protektionistischen System erforderte und grundlegende Reformen in den Länder Lateinamerikas unumgänglich waren⁴. Hohe Inflationsraten und ein immenses Ausmaß an Marktverzerrungen durch überregulierte Märkte waren kennzeichnend für die Situation Mexikos und vieler anderer lateinamerikanischer Länder. Privatisierung, Deregulierung und eine weitreichende Handelsliberalisierung halfen Mexiko Ende der achtziger und zu Beginn der neunziger Jahre, sich schnell in die Weltwirtschaft zu integrieren. Für die Einführung freier Marktreformen und der Liberalisierung der Finanz- und Kapitalmärkte wurde Mexiko hoch gelobt. Mit der konsequenten Umsetzung wirtschaftspolitischer Reformen im Rahmen des 'Washington Consensus' konnten seit Ende der 80er Jahre wieder beträchtliche ausländische Kapitalzuflüsse verzeichnet werden.

Im Folgenden sollen nun zunächst die Auswirkungen dieses Ideologiewandels auf die theoretische Ausgestaltung der Stabilisierungsprogramme der 80er und 90er Jahre dargestellt werden. Dabei wird zunächst auf die Inflationsursachen und die Möglichkeiten ihrer Bekämpfung als vordringliches Ziel der Stabilisierungsprogramme eingegangen. Anschließend wird auf nominale Wechselkursanker als praktiziertes Mittel zur Stabilisierung von Währung und Wirtschaft, sowie auf die Überlegungen zur Durchführung der Liberalisierungs- und Deregulierungsmaßnahmen eingegangen. Die Debatte mündete schließlich im 'Washington Consensus', in dem die einzelnen Überlegungen zur Stabilisierung der Volkswirtschaft zusammengefasst wurden.

⁴ Rosenthal (1996)

1. Das Inflationsproblem

Das Phänomen einer hohen Inflationsrate war bereits seit Ende der fünfziger Jahre nicht nur ein charakteristisches Merkmal der mexikanischen Wirtschaft, sondern vielmehr ein latentes Problem vieler lateinamerikanischer Volkswirtschaften. Eine derartige chronische Inflation wird dabei durch eine relativ hohe und anhaltende Inflationsrate charakterisiert. In den 80er Jahren geriet die Inflation in Mexiko und vielen anderen lateinamerikanischen Staaten außer Kontrolle. Eine wesentliche Ursache war ein immens angewachsener Bestand an Auslandsschulden, welcher sich seit den 70er Jahren aufgebaut hatte. Verantwortlich dafür waren hier wie auch in vielen Ländern Lateinamerikas steigende Rohölpreise und, weit wichtiger, ein immenses Staatsdefizit. Vor dem Hintergrund hoher Rohölpreise und der Erwartung auch künftig hoher Deviseneinnahmen aus diesem Wirtschaftsbereich weitete Mexiko zunächst seine Staatsausgaben aus und finanzierte diese durch ausländische Kredite. Das Bild änderte sich jedoch Ende der siebziger Jahre. Sinkende Rohölpreise und ein steigendes internationales Zinsniveau verschlechterten die Situation. Den wachsenden Staatsausgaben standen keine entsprechenden Einnahmen gegenüber. Resultat dieser Entwicklung waren enorme Inflationsraten.

In den 80er Jahren schließlich geriet die Preisentwicklung außer Kontrolle und Mexiko stand, wie andere Staaten der Region auch, an der Schwelle zur Hyperinflation⁵. Im Gegensatz zur chronischen Inflation, die über mehrere Jahre oder Jahrzehnte relativ stabil sein kann, wird Hyperinflation in einem engeren Zeitabschnitt, meist nur über mehrere Monate hinweg beobachtet⁶. Nach dem Ausbruch der Schuldenkrise wurde der Mangel an ausländischem Kapital in den meisten lateinamerikanischen Ländern zu einem wesentlichen Entwicklungseingpass. Der Zugang zu den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten und den zur entwicklungspolitischen Finanzierung dringend benötigten Devisen schien unter den gegebenen Umständen auf lange Zeit versperrt. Die Schuldenkrise Lateinamerikas und seine Folgen kann daher als ein Resultat der steigenden Inflation gedeutet werden⁷.

⁵ Nach offizieller Übereinkunft beginnt eine Hyperinflation, wenn die monatliche Inflationsrate 50 Prozent übersteigt, und endet, wenn sie unter 50 Prozent pro Jahr sinkt. Vgl. Cagan (1956)

⁶ Eine derartige Differenzierung von chronischer Inflation und Hyperinflation geht zurück auf Pazos (1972). Vegh (1992) bietet eine ausführliche Diskussion.

⁷ Cardoso/Helwege (1992, 32)

1.1 Theorien von Inflationsursachen

Inflation wird allgemein beschrieben als ein kontinuierlicher Prozess anhaltender Preissteigerungen, und wird häufig als Preisanstieg eines bestimmten Warenkorbes gemessen. Allerdings bestehen hinsichtlich der Gründe einer inflationären Entwicklung und der Maßnahmen zu ihrer Bekämpfung unterschiedliche Ansichten. In der wissenschaftlichen Literatur zeigten sich dabei die größten Widersprüche zwischen Monetaristen und post-Keynesianern⁸.

Aus Sicht der Monetaristen stellt Inflation ein monetäres Phänomen dar. Es tritt auf, wenn die Zentralbank das Geldangebot über den tatsächlichen Bedarf, der Geldnachfrage, erhöht. Einer solchen Ausweitung des Geldangebots kann dabei entweder die Finanzierung eines Staatsdefizits zugrunde liegen oder durch eine übermäßige Ausweitung privater Kredite begründet werden. Monetaristen negieren weder den Einfluss externer Schocks noch die Schwierigkeiten der Zentralbanken das Geldangebot in einer solchen Situation angemessen zu steuern. Vertreter dieser Richtung verweisen jedoch darauf, dass ein langfristig stabiles Wachstum des Geldangebots, welches wiederum mit dem langfristigen Wirtschaftswachstum konform geht, oberste Priorität erhalten und daher auf kurzfristige Schock nicht reagiert werden sollte. Eine Abweichung von diesem langfristigen Wachstumspfad rufe somit Inflation hervor. Die Lösung des Problems 'Inflation' bietet somit eine kontraktive Geldpolitik, die auch von einer monetären Finanzierung eines Staatsdefizits absieht⁹.

Nach Ansicht der post-Keynesianer wird Inflation durch exogene Schocks hervorgerufen¹⁰. Diese können etwa durch einen plötzlichen Anstieg der Importpreise, Lohnerhöhungen oberhalb des allgemeinen Preisanstiegs, einem plötzlichen Anstieg des Staatsdefizits und ähnlicher Faktoren auftreten. Diese 'realen' Schocks induzieren wiederum ein steigendes Geldangebot, so dass der Preisanstieg sich schließlich auch auf andere Sektoren der Wirtschaft auswirkt. Dabei ist es der Zentralbank nicht möglich, eine unabhängige Geldpolitik zu implementieren. Aus Sicht der post-Keynesianer sind vor allem Lohn- und Preiskontrollen sowie die Beschränkung des Staatsdefizits das Mittel der Wahl zur Inflationsbekämpfung.

⁸ Hellwege (1994) bietet eine Übersicht dieser Diskussion

⁹ Dazu siehe Dijkstra (1996)

¹⁰ Arestis (1992) gibt eine weitergehende Diskussion dieser Denkrichtung

Speziell in Lateinamerika waren es hauptsächlich die Vertreter der sogenannten Strukturalisten, welche die Auseinandersetzung mit den Monetaristen suchten¹¹. Ihre Argumente decken sich jedoch in weiten Bereichen mit denen der post-Keynesianer. Nach Ansicht der Strukturalisten liegt der Grund der Inflation in den strukturellen Voraussetzungen beziehungsweise Defiziten der Region. Als erster Faktor ist dabei die ungleiche Einkommensverteilung zu nennen, die noch aus der Zeit des Kolonialismus stammt¹². Einen weiteren Punkt bildet der 'ökonomische Populismus', bei dem Politiker hauptsächlich die eigene Klientel unterstützen, ohne dabei besondere Rücksicht auf die wirtschaftliche Stabilität des Landes zu nehmen¹³. Ein dritter Faktor ist die Politik der importsubstituierenden Industrialisierung, die in Lateinamerika weit- aus länger befolgt wurde als sonst irgendwo.

Die Konzentration auf diese 'strukturellen' Ursachen einer inflationären Entwicklung, wie dies beispielsweise Raul Prebisch tat, ist charakteristisch für diese Denkrichtung¹⁴. Dabei waren diese Ideen sehr einflussreich in Lateinamerika. Sie ebneten den Weg für die Politik der Importsubstitution, obwohl unter ihnen auch die ersten Kritiker einer solchen Strategie zu finden waren¹⁵.

¹¹ Hellwege (1994, 146 ff)

¹² Bulmer-Thomas (1994) bietet darüber einen umfassenden Überblick

¹³ Cardoso und Helwege (1992)

¹⁴ Vgl. etwa Kay (1989) und Sheahan (1987) für eine ausführliche Darstellung dieser Theorien.

¹⁵ Vgl. Belassa/Kuczinsky/Simenson (1986)

1.2 Theorien der Inflationsbekämpfung

Aufgrund der Komplexität der Ursachen der Inflation und dem Beharrungsvermögen hoher Inflationsraten in vielen Ländern Lateinamerikas war nicht klar, welche Methode zur Stabilisierung der Wirtschaft am besten geeignet war. Unterschiedliche Methoden wurden in der wissenschaftlichen Literatur diskutiert und in den einzelnen Ländern angewandt¹⁶. Die wesentlichen Kontroversen bestanden zwischen einer orthodoxen monetaristischen Stabilisierungspolitik und einer strukturalistischen bzw. heterodoxen Politik.

Bezüglich des orthodoxen monetaristischen Lösungsansatzes kann Inflation durch eine strenge Geld- und Fiskalpolitik bekämpft werden. Starker Befürworter dieses Ansatzes war der IMF. Obwohl der IMF primär an externer Stabilisierung und somit an Wechselkursstabilität interessiert ist, wurden dennoch enge Beziehungen zwischen internen und externen Ungleichgewichten gesehen. Solange Inflation und Staatsdefizit anhalten, wäre auch ein externer Gleichgewichtszustand nicht zu erreichen¹⁷. Die wesentlichen Empfehlungen des IMF lagen sowohl in der Beschränkung der inländischen Kreditvergabe als auch darin, die monetäre Finanzierung des Staatsdefizits aufzugeben. Neben den geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen befürwortete der orthodoxe Ansatz auch die Liberalisierung und Deregulierung der Wirtschaft. Die Eliminierung der Preisverzerrungen sollte zu Produktionswachstum und Exportsteigerungen führen, Importpreise würden durch die Liberalisierung des Handels gesenkt und somit zu einer internen Stabilisierung beitragen¹⁸.

Von Seiten der Strukturalisten wurde dieser Ansatz heftig kritisiert. Sie argumentierten, dass eine restriktive Geldpolitik zu einem steigenden Zinsniveau führe, was wiederum die Geldnachfrage senken und benötigte Investitionen behindern würde. Eine Abwärtsspirale würde in Gang gesetzt, wobei ein schrumpfendes Geldangebot zu sinkender Produktion führe, was wiederum eine Verknappung des Geldangebotes mit sich bringe. Eine höhere Zinsrate würde darüber hinaus zu höheren Preisen führen¹⁹. Gleichzeitig widersprachen sie der geforderten Liberalisierung und Deregulierung des orthodoxen Ansatzes. Die strukturellen Marktfehler benötigten vielmehr das Einschreiten des Staates. Die Schuldenkrise von 1982 wurde von den Ver-

¹⁶ Edwards (1989) untersuchte dabei eine Reihe von Maßnahmen; Vgl. auch Thorp/ Whitehead (1987)

¹⁷ IMF (1987)

¹⁸ Zu den Anpassungsprogrammen des IMF siehe Bird (1994)

tretern des strukturalistischen Ansatzes als „failure of the world economic order“ interpretiert²⁰. Das wesentliche Problem der Strukturalisten bestand jedoch darin, dass die für diese Politik benötigten externen Finanzierungsmöglichkeiten nicht mehr gegeben waren. Seit Ausbruch der Schuldenkrise zu Beginn der achtziger Jahre waren Mexiko und viele andere lateinamerikanischen Länder von den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten abgeschnitten. Ein weiteres Manko dieses Ansatzes war darin zu sehen, dass sich diese Theorie hauptsächlich mit ‘normalen’ Inflationsraten befasste. Die Länder Lateinamerikas hatten jedoch mit Inflationsraten von mehr als 50 Prozent zu kämpfen. Derartige hochinflationäre Entwicklungen wie in den achtziger und neunziger Jahren waren von diesem theoretischen Ansatz bislang nicht behandelt worden. Letztendlich fehlte diesem Ansatz ein glaubwürdiger Lösungsansatz zur Stabilisierung der Volkswirtschaft²¹.

Als Alternative zur orthodoxen Stabilisierungspolitik bot sich der heterodoxe Ansatz. Der Ausgangspunkt dieser heterodoxen Strategie zur Bekämpfung der Inflation ist, dass diese zu einem großen Teil als Trägheitsinflation oder ‘Inertia’ Inflation besteht²². Dabei ist irrelevant, welche Gründe der Inertia Inflation konkret zugrunde liegen. Solange inflationäre Erwartungen weiterhin existieren sei es nicht möglich, die Inflation als Solche zu stoppen. Nicht mehr die Ursachen der Inflation, sondern die Bekämpfung der (Hyper-)Inflation rückte somit in den Vordergrund. Um die inflationäre Erwartung zu bekämpfen, setzte man auf rigide Lohn- und Preiskontrollen²³.

Ein weiteres Element heterodoxer Stabilisierung ist die Senkung des Staatsdefizits. Die Erfahrungen mit verschiedenen Stabilisierungsprogrammen in Lateinamerika deuteten darauf hin, dass eine rigide Fiskalpolitik eine unabdingbare Voraussetzung für den Erfolg dieser Politik bildet. Andererseits stellte eine derartige Politik noch lange keine Garantie für den Erfolg wirtschaftlicher Reformen dar. Sollte die Inflation jedoch erst einmal aufgrund der eingeführten

¹⁹ FitzGerald/Vos (1989) bieten eine ausführliche Diskussion und Darstellung dieser Zusammenhänge.

²⁰ Edwards (1994a, 13)

²¹ Fanelli/Frenkel/Taylor (1994) bieten hierzu eine kritische Diskussion

²² ‘Inertia’ wird dabei entweder als Mangel an Glaubwürdigkeit in die Politik gewertet werden, die über verschiedene Wege eine Angleichung der tatsächlichen Inflationsentwicklung an die vorgegebene Zielgröße verhindert, oder als ein Überhang an Verträgen, die auf Grundlage ehemaliger und somit hoher Inflationserwartungen basieren und deren Neuverhandlungen Zeit beanspruchen. Eine weitere Quelle von Inertia ergibt sich aus einer ‘backward-looking’ Indexierung der Abwertungsrate, die sich aus den Inflationserfahrungen aus der vorangegangenen Periode orientiert. Vgl. dazu Dornbusch (1982), Dornbusch/Simonsen (1987) und Edwards (1989/92)

Kontrollen gestoppt werden können, ergäben sich daraus auch höhere Steuereinnahmen, die zur Tilgung des Defizits wesentlich beitragen können²⁴. Dabei handelt es sich jedoch lediglich um das 'primäre' Defizit, der nominale Zuwachs an Schuldzinszahlungen bleibt dabei unberücksichtigt. Eine kontraktive Geldpolitik, wie sie im orthodoxen Modell vorgesehen ist, ist nicht notwendig. Zusammengefasst bietet das heterodoxe Modell den Vorteil, die Inflationsrate innerhalb kurzer Zeit zurückzuführen. Durch die begleitenden Lohn- und Preiskontrollen vollzieht sich dieser Anpassungsprozess zu weit geringeren sozialen Kosten als diese im orthodoxen Modell auftreten²⁵.

²³ Vgl. Dornbusch/Simonsen (1987)

²⁴ siehe dazu Tanzi (1989)

²⁵ Dijkstra (1996, 9)

2. Nominale Wechselkursanker

Als Schlüsselkomponente erfolgreicher Reformen stellt ein 'wettbewerbsfähiger' Wechselkurs einen wesentlichen Faktor dar. Besondere Geltung erhält dieser Faktor hinsichtlich einer Außenhandelsliberalisierung, dem Bereich also, der als Wachstumsmotor fungieren soll. Ein wettbewerbsfähiger, und somit abgewerteter beziehungsweise eher unterbewerteter Wechselkurs fördert den Export und trägt zum außenwirtschaftlichen Gleichgewicht bei, da auch die Importe bei sinkenden Zollsätzen und dem Abbau anderer Handelshemmnisse preislich günstiger werden²⁶.

Ein wesentliches Element des heterodoxen Ansatzes in Mexiko stellte die wechselkursbasierte Stabilisierung (ERBS) dar, wobei ein quasi-fixer Wechselkurs als nominaler Anker gegenüber dem US-Dollar fungierte und von Lohn-, Preis- und Kreditkontrollen begleitet wurde²⁷. Im Gegensatz zum orthodoxen Modell stand hierbei nicht die Geldmengenkontrolle im Vordergrund der Inflationsanpassung, die besonders in Ländern mit extrem hohen Inflationsraten als problematisch angesehen wurde. Vielmehr wurde durch die Einbeziehung weiterer Inflationsbergender Faktoren wurde das System auf eine breitere Basis gestellt und die Währungsstabilität durch einen Wechselkursanker staatlich garantiert²⁸. Eine derartig ausgestaltete Politik wurde dabei vor allem von jenen vertreten, die argumentierten, dass eine vorangekündigte Entwicklung des nominalen Wechselkurses die Preisentwicklung 'verankern' kann und so die inflationären Erwartungen bremst. Aufgrund der Erfahrungen mit jahrelanger chronischer Inflation und zeitweise dreistelligen Inflationsraten erschien eine Inflationsbekämpfung allein durch Geldmengensteuerung wenig glaubwürdig, selbst wenn diese durch weitreichende Reformen begleitet würde.

Calvo/Reinhart/Vegh²⁹ äußerten hinsichtlich der Implementierung eines nominalen Wechselkursankers:

²⁶ Vgl. Krueger (1997b)

²⁷ Vgl. Edwards (1992). Der orthodoxe Ansatz beschränkt sich hingegen ausschließlich auf die Festlegung eines nominalen Wechselkursankers.

²⁸ Eine ausführliche Darstellung der Literatur bieten etwa Calvo/Vegh (1992), Flood/Mussa (1994) und Rebelo/Vegh (1995).

²⁹ Calvo/Reinhart/Vegh (1994, 31)

„In an open economy, either the money supply or the nominal exchange rate can serve as a nominal anchor. Such an anchor is usually viewed as a necessary condition for macroeconomic stability since, at least in the long run, all nominal variables will converge to the pre-set rate of growth of either the money supply or the exchange rate. Assuming that appropriate fiscal and microeconomic policies are in place, the price stability brought about by a nominal anchor should ensure that the economy achieves long-run economic growth“

Gestützt auf die Erfahrungen mit Stabilisierungsprogrammen ergaben sich hinsichtlich der Ausgestaltung der Programme in den verschiedenen Ländern Lateinamerikas wesentliche Unterschiede. Die Verwendung des Geldangebotes als nominalen Anker der Währungspolitik, einer ‘Money-Based Stabilization’ (MBS), führt dabei zunächst zu abnehmender Wirtschaftsleistung und somit zu einer rezessiven Entwicklung, während bei dem Gebrauch des Wechselkurses als nominalen Anker, ‘Exchange-Rate-Based Stabilization’ (ERBS), diese Anpassungskosten erst im Nachhinein anfallen³⁰. Vor dem Hintergrund der Erfahrungen der achtziger Jahre entwickelte sich die Auswahl des nominalen Ankers somit zu einer Entscheidung zwischen ‘recession now’ und ‘recession later’.

³⁰ Vgl. Edwards (1992) und Calvo/Vegh (1992)

2.1 Exchange Rate Based Stabilization³¹

Die Auswahl eines nominalen Ankers, bei der die Abwertungsrate von vornherein festgelegt wird, stellte die am häufigsten verwendete Art der Stabilisierung in Ländern mit chronischer Inflation dar. Allgemein wurde diesem Vorgehen die größte Effektivität zugebilligt, den Deflationsprozess erfolgreich zu begleiten und gleichzeitig ein hohes Maß an makroökonomischer Stabilität und fiskalpolitischer Disziplin zu gewährleisten³². Das charakteristische Merkmale dieser Programme lagen jedoch darin, dass nach erfolgreicher Bekämpfung der Hyperinflation eine nur zögerliche Annäherung der Inflationsrate an die vorgegebene Abwertungsrate zu erkennen war³³. Aufgrund der Divergenz von Inflationsrate und Abwertungsrate ergab sich folglich eine daraus resultierende anhaltende reale Aufwertung der nationalen Währung. Als Konsequenz aus diesen Beobachtungen wurden im Vorfeld heterodoxer Stabilisierungsprogramme seit Mitte der achtziger Jahre meist eine einmalige Abwertung der nationalen Währung vorgenommen. Ausgehend von einer anfänglichen Unterbewertung war der Währung somit ein begrenzter Handlungsspielraum für weitere systeminhärente reale Aufwertungen gegeben³⁴.

Ein weiteres Phänomen dieser Programme lag in der zunehmenden Verschlechterung der Handelsbilanz aufgrund verstärkter Importnachfrage und einer negativen Leistungsbilanz, die durch steigende Kapitalimporte finanziert wurde. Gleichzeitig war eine erhöhte wirtschaftliche Aktivität zu erkennen, die sich durch erhöhten privaten Konsum und ein wachsendes BIP ausdrückte³⁵. Ein wichtiges Element für eine erfolgreiche Inflationsbekämpfung stellt die Glaubwürdigkeit des Programms vor dem Hintergrund vorherbestimmter Wechselkurse dar³⁶. Für den Fall, dass das Programm glaubwürdig ist, die Absenkung der Abwertungsrate also dauerhaft ist, sinkt die Inflation rasch auf die vorgegebene Abwertungsrate ab³⁷. Ein wesentlicher

³¹ Vor dem Hintergrund der Erfahrungen Mexikos wird im weiteren auf eine genauere Untersuchung der MBS verzichtet

³² Eine Darstellung dieser frühen Diskussion bieten etwa Edwards (1988), Frankel/Goldstein/Masson (1991), Aghelvi/Khan/Montiel (1991), Kiguel/Leviatan (1992) und Guitian (1992). Aspe (1992/1993) bietet eine Stellungnahme für den spezifischen Fall Mexikos.

³³ Vgl. Vegh (1992)

³⁴ Edwards (1992)

³⁵ Vgl. Calvo/Vegh (1992)

³⁶ Calvo (1986)

³⁷ Die Erfahrungen der bisherigen Programme und deren mangelnde Angleichung von Abwertungsrate und Inflation sprechen für eine mangelnde Glaubwürdigkeit der Programme.

Vorteil ist darin zu sehen, dass mit der Bekämpfung und Eliminierung der (Hyper)inflation keine realen Kosten verbunden sind³⁸.

Im Falle mangelnder Glaubwürdigkeit und der Auffassung, dass das Stabilisierungsprogramm ein temporäres Phänomen darstellt, wird auch die damit verbundene niedrige nominale Zinsrate als vorübergehend angesehen und führt somit zu höherem Konsum. Eine höhere Importnachfrage führt demnach zu einer defizitären Handelsbilanz und die erhöhte Konsumnachfrage zu wirtschaftlichem Wachstum. Die erhöhte Nachfrage wiederum führt schließlich dazu, dass die Inflationsrate weniger stark fällt als die Abwertungsrate³⁹. Die dadurch verursachte reale Aufwertung der nationalen Währung wird dabei als Inertia Inflation beschrieben und führt mit schleichender Überbewertung der Währung schließlich zu einer rezessiven Entwicklung⁴⁰.

Der Erfolg einer ERBS ist folglich stark abhängig von der Glaubwürdigkeit des Programms und der Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich dessen Durchhaltbarkeit. Je geringer die Glaubwürdigkeit, desto höher sind die Inertia-Effekte mit der daraus resultierenden realen Aufwertung der nationalen Währung und die kurzfristige Zunahme des wirtschaftlichen Wachstums. Je höher die Glaubwürdigkeit jedoch ist, desto erfolgreicher ist auch die Inflationsbekämpfung. Um etwa das Risiko von Inertia Inflation in ERBS zu senken, wurde häufig auf Lohn- und Preiskontrollen als zusätzliche nominale Anker zur Steigerung der Glaubwürdigkeit zurückgegriffen. Allerdings waren diese nur als kurzfristige Mittel anzusehen. Probleme ergeben sich mit der Aufgabe dieser Kontrollen. Werden diese zu früh aufgehoben, ergeben sich ähnliche Glaubwürdigkeitsprobleme wie zu Beginn des Programms. Werden die Kontrollen zu spät abgeschafft, entstehen durch die bis zu diesem Zeitpunkt entstandenen Verzerrungen hohe Anpassungskosten⁴¹.

Als weiteren nominalen Anker wurde weiterhin auch eine rigide Geldpolitik angewandt. Der Grund dafür lag in der Tatsache, dass eine zu hohe Liquidität weitere Anreize zu zusätzlichem

³⁸ Neben einer hohen Glaubwürdigkeit ist eine auf die zukünftige Entwicklung ausgerichtete Indexierung (forward looking behavior) ein notwendiger Bestandteil erfolgreicher Programme. Vgl. dazu Vegh (1992)

³⁹ Reinhart/Vegh (1995)

⁴⁰ Vgl. dazu auch Pazos (1972), Dornbusch (1982), Dornbusch/Simonsen (1987) und Edwards (1992). Fisher (1986) liefert eine theoretische Analyse der Auswirkungen von Indexierungsmechanismen auf die makroökonomische Stabilität und den Deflationsprozeß.

⁴¹ In wie weit Lohn- und Preiskontrollen neben der Inertia auch zur Lösung der Glaubwürdigkeitsproblematik beitragen können, bleibt dabei umstritten. Siehe dazu Calvo/Vegh (1992)

Konsum fördert, was wiederum zu weiterem Aufwertungsdruck der nationalen Währung zu Beginn des Programms beitrug. Der Nachteil eines dadurch hervorgerufenen 'liquidity crunch' lag in anfänglich hohen realen Zinsraten, die im Vorfeld einer verstärkten Konsumnachfrage zu einer Senkung des wirtschaftlichen Wachstums und einer rezessiven Entwicklung führte⁴².

Sterilisierte Interventionen stellten ein probates Mittel der Zentralbank dar, um die gerade zu Beginn des Stabilisierungsprozesses auftretenden erhöhten Kapitalzuflüsse und die damit verbundenen Auswirkungen auf die Ausweitung der Geldmenge zu begrenzen. Allerdings war diese Maßnahme häufig mit erhöhten Kosten verbunden, da häufig höhere Zinsen gezahlt werden mussten⁴³.

⁴² Calvo/Vegh (1994a/b)

⁴³ Für eine Diskussion um die Kosten sterilisierter Kapitalmarktinterventionen siehe Reisen (1994) und Calvo/Leidermann/Reinhart (1993a).

3. Durchführung wirtschaftspolitischer Reformen

Bezüglich des Überganges von einer protegierten, hin zu einer liberalisierten Volkswirtschaft ergeben sich zwei grundsätzliche Probleme. Zunächst ergibt sich die Frage nach der Reformgeschwindigkeit, d.h. in welchem Zeitraum die Maßnahmen umgesetzt werden sollen. In der wissenschaftlichen Literatur existieren hinsichtlich des ‚Timings‘ von Reformprozessen zwei konträre Ansätze, die sich am ehesten als ‚Schock Therapie‘ versus ‚Gradualismus‘ charakterisieren lassen⁴⁴.

Der graduelle Ansatz geht davon aus, dass die individuellen Reformen wie Außenhandels- und Kapitalmarktliberalisierung schrittweise erfolgen sollen, um den nationalen Märkten und damit den Unternehmen die Möglichkeit zu bieten, sich an die neuen Gegebenheiten anzupassen⁴⁵. Der neuere Ansatz einer Schocktherapie geht davon aus, dass Reformen schnell durchgeführt werden sollen. Ohne einen zeitaufwendigen Anpassungsprozess und den damit verbundenen Anpassungskosten kann die Implementierung von Reformen schnell langfristige Effizienzvorteile bieten. Aus Effizienzgründen besteht folglich kein Grund, die Reformen zeitlich zu verzögern⁴⁶.

Die zweite Frage behandelt das ‚Sequencing‘, also der Reihenfolge der Reformen innerhalb der einzelnen Politikbereiche. Während bezüglich der meisten Politikbereiche wie Liberalisierung des Außenhandels und der Deregulierung der Wirtschaft weitestgehend Einigkeit besteht, ist die Kontroverse um die Öffnung des Kapitalmarktes noch nicht gelöst. Es stellt sich die Frage, ob die Öffnung des Kapitalmarktes gleich zu Beginn des Reformprozesses stattfinden oder schrittweise im Zuge anderer Maßnahmen durchgeführt und erst mit der völligen Liberalisierung des Handels abgeschlossen werden soll.

⁴⁴ vgl. Funke (1993)

⁴⁵ Vgl. Little/Scitovsky/Scott (1970)

⁴⁶ vgl. Rodrik (1989)

3.1 Timing

Im gradualistischen Ansatz spielt die Differenzierung zwischen der Geschwindigkeit der Implementierung von Reformen und der Geschwindigkeit der Anpassung des privaten Sektors eine wichtige Rolle. Anpassungskosten in Form von Firmenstillegungen und Arbeitslosigkeit könnten diesem Ansatz zufolge vermieden werden, was wiederum die politische Durchsetzbarkeit solcher Reformen in der Bevölkerung und unter den Unternehmern unterstützt. Steigen etwa die Kosten der Implementierung mit zunehmender Reformgeschwindigkeit, kann eine schrittweise Implementierung kleinerer Reformschritte die Gesamtkosten des Reformprozesses verringern⁴⁷. Auch Argumente aus dem Bereich der Politischen Ökonomie gehen davon aus, dass der graduelle Ansatz unter den Politikverantwortlichen das favorisierte Modell darstellt, da dieses ein geringeres Risiko beinhaltet und kleine Reformschritte eher zu kontrollieren sind⁴⁸. Gerade bezüglich der Kontrolle der einzelnen Reformschritte geriet diese Auffassung zunehmend in die Kritik. Erstens fehlten seitens der Regierung oftmals die administrativen Kapazitäten, um den Prozess erfolgreich begleiten zu können. Der Aufbau eines solchen Apparates hingegen würde wiederum eine erhöhte Regulierung der Reformen bedeuten und somit kontraproduktiv hinsichtlich der angestrebten Deregulierung sein. Zweitens bestand die Gefahr, dass bei auftretenden Problemen die Deregulierung wieder rückgängig gemacht werden könnte⁴⁹. Ein solcher Kreislauf von Deregulierung und Reregulierung würde die Glaubwürdigkeit der Reformen und damit der Politik in Frage stellen.

In der neueren Diskussion sprechen gerade das Credibility-Argument⁵⁰ und die Kosten der Implementierung für eine zügige Durchführung der Reformen. Ein Mangel an Glaubwürdigkeit kann ähnlich negative Auswirkungen nach sich ziehen wie marktwirtschaftliche Verzerrungen. Ein derartiger Mangel kann häufig zu zusätzlichen Kosten für die privatwirtschaftlichen Marktteilnehmer führen⁵¹. Die Analogie zwischen mangelnder Glaubwürdigkeit und marktwirtschaftlichen Verzerrungen kann exemplarisch durch die Betrachtung von Handelsliberalisierung

⁴⁷ Mussa (1984)

⁴⁸ Dornbusch (1991b)

⁴⁹ Neben rein ökonomischen Faktoren wie etwa erhöhte Schwarzmarktaktivitäten kann ein langsamer Reformprozeß auch zur Etablierung von (erfolgreichen) Lobbygruppen führen, die sich gegen die Ziele der Reform, wie etwa den Abbau tarifärer und nicht-tariffärer Handelshemmnisse wenden.

⁵⁰ 'Credibility' wird hier in einem weiteren Sinne definiert. Einer Politik mangelt es an Credibility, wenn die Erwartungen privater Akteure (oder internationaler Investoren) von dem explizit oder impliziert geäußerten Ankündigungen der Regierung über den zukünftigen politischen Kurs abweichen

gen verdeutlicht werden. Ein Ziel solcher Maßnahmen ist unter anderem eine effizientere Ressourcenallokation. Diese ist dann erfolgreich, wenn Ressourcen aufgrund der internationalen Preissignale vom importsubstituierenden zum exportorientierten Sektor verlagert werden. Die Verlagerung von Kapital und Arbeit in diesen Bereich ist jedoch meist mit hohen Investitions- und Anpassungskosten verbunden. Die Bereitschaft der Unternehmen, solche Kosten zu übernehmen ist wiederum abhängig von der Durchhaltbarkeit der Handelsreformen und damit der Glaubwürdigkeit der Reformpolitik. Erscheint eine solche Politik nicht durchhaltbar, werden diese Investitionen nicht getätigt oder auf einen späteren Zeitpunkt verschoben⁵². Eine Studie von Hiemenz/Nunnenkamp⁵³ zeigte, dass in vielen Ländern langsame und graduelle Reformen aufgrund der Erfahrungen aus früheren Programmen es häufig nicht dazu in der Lage sind, den politischen Willen der Regierung, der hinter diesen Reformmaßnahmen steht, in ausreichender Weise zu vermitteln. Insofern birgt der graduelle Ansatz ein Glaubwürdigkeitsproblem in sich.

Der neuere Ansatz einer ‚Schocktherapie‘ zielt gerade auf das Problem des Anpassungsprozesses und den damit verbundenen Anpassungskosten ab und geht davon aus, dass aus Kosten und Effizienzgründen eine derartige Schocktherapie vorteilhaft ist. Im Gegensatz zu der bis dahin geltenden Auffassung zeigte eine umfangreiche Untersuchung von Michaely/Choski/Papageorgiou⁵⁴, dass auch bei kurzfristiger Betrachtung die volkswirtschaftlichen Anpassungskosten einer Reform gering sein können. Die Studie zeigt, dass der Nettoeffekt erfolgreicher Reformen hinsichtlich des kurzfristigen Arbeitsplatzangebotes zu vernachlässigen ist. Der Verlust an Arbeitsplätzen durch die Reformen wird durch die Schaffung neuer Betätigungsfelder in expandierenden Sektoren nahezu egalisiert. Auernheimer/George⁵⁵ gehen in ihren Aussagen noch einen Schritt weiter. Ausgehend von der rationalen Erwartungshaltung der Marktteilnehmer kommen sie in ihrer Untersuchung zu dem Schluss, dass eine schnelle Durchführung der Reformen dem graduellen Ansatz weitaus überlegen ist. Ihrem Modell nach werden die entstehenden Anpassungskosten schnell durchgeführter Reformen durch deren Nutzen mehr als egalisiert.

⁵¹ Eine ausführliche Diskussion bieten z.B. Funke (1993) und Funke (1991) sowie Agénor (1993)

⁵² Vgl. dazu Calvo (1998) und Rodrik (1989) und Rodrik (1992)

⁵³ Hiemenz/Nunnenkamp (1992)

⁵⁴ Michaely/Choski/Papageorgiou (1991)

⁵⁵ Auernheimer/George (1997)

3.2 Sequencing

Ein zweiter zentraler Fragenkomplex befasst sich mit dem ‘sequencing’, also der zeitlichen Abfolge einzelner Reformbereiche⁵⁶. Eine grundsätzliche Einigung besteht darin, dass der Lösung der staatlichen Finanzierungsprobleme sowie der Währungsstabilität Vorrang eingeräumt werden muss. Zu den konkreten Maßnahmen gehören die Reduzierung des staatlichen Defizits, die Inflationsbekämpfung und die Sicherstellung einer Preisstabilität. Diese Maßnahmen schließen eine Kürzung staatlicher Ausgaben, den Abbau staatlich garantierter Preise und Steuerreformen mit ein. Gleichzeitig wird die Liberalisierung der nationalen Finanzmärkte empfohlen, um eine effiziente Allokation der Finanzmittel sicherzustellen. Dazu gehören der Aufbau beziehungsweise die Privatisierung des nationalen Banksystems. Die Höhe der kurzfristigen Kosten der einzelnen Liberalisierungsschritte ist abhängig von dem benötigten Zeitaufwand und der Glaubwürdigkeit der Reformen. Werden diese als glaubwürdig eingeschätzt, können die entstehenden Kosten eines Anti-Inflationsprogramms durch einen Wandel in der Erwartungshaltung der wirtschaftlichen Akteure reduziert werden⁵⁷.

Eine häufig diskutierte und angewandte Möglichkeit besteht darin, den Wechselkurs gegenüber einer stabilen Währung zu fixieren und somit die notwendige Glaubwürdigkeit zu importieren⁵⁸. Dennoch muss ein fixer Wechselkurs nicht gleichbedeutend mit der Angleichung der Inflation von Ankerwährung und nationaler Währung sein. Bleibt die nationale Inflationsrate etwa aufgrund von Inertia höher als die der Ankerwährung, kann die schleichende reale Aufwertung zu einem Verlust internationaler Wettbewerbsfähigkeit führen und die Glaubwürdigkeit der Reformen in Frage stellen.

Die Liberalisierung des Außenhandels sollte etwa zeitgleich mit den oben angesprochenen Reformen beginnen⁵⁹. Empirische Untersuchungen zeigen, dass die Kosten aus entstehender Arbeitslosigkeit im Zuge der Öffnung des Außenhandels geringer sind als zunächst angenommen. Der vermutete Zusammenhang von Intensität und Geschwindigkeit der Liberalisierung und der

⁵⁶ Eine ausführliche Diskussion bieten etwa Corden (1987); Edwards (1984); Krueger (1984); Eine Darstellung der aktuellen Entwicklung in Lateinamerika bietet Edwards (1994b)

⁵⁷ Vgl. Agenor (1991); Dornbusch (1991a)

⁵⁸ Zu den Pionieren des Credibility Argumentes gehört Calvo (1978); Aghelvi/Khan/Montiel (1991) bieten einen aktuelleren Überblick über diese Diskussion hinsichtlich der Stabilisierungsprogramme der 80er und 90er Jahre.

⁵⁹ Vgl. Krueger (1981)

Arbeitslosenrate scheint damit weit geringer auszufallen⁶⁰. Die zeitliche Kopplung von Stabilisierungsmaßnahmen und Außenhandelsliberalisierung steigert zudem die Glaubwürdigkeit des Staates. Eine Verschiebung der Liberalisierung kann aufgrund der Unterschiede nationaler und internationaler Preise hingegen zu Effizienzverlusten führen kann⁶¹.

Den wichtigsten Aspekt jedoch bietet die Debatte um die Öffnung des Kapitalmarktes und den Abbau von Kapitalmarktkontrollen. Weitgehende Einigkeit besteht darin, dass die Liberalisierung des Außenhandels vor der Öffnung der Kapitalmärkte stattfinden sollte⁶². Die Vorteile einer Öffnung der Kapitalmärkte ist vor allem in dem verbesserten Zugang zu internationalen Kapitalquellen zu sehen, die oftmals niedrigere Zinsraten aufweisen als die nur begrenzt zur Verfügung stehenden nationalen Kapitalquellen. Der erhöhte Wettbewerb um die finanziellen Ressourcen führt dabei zu einer verbesserten Ressourcenallokation. Eine Kapitalmarktliberalisierung dient somit auch der Verbesserung des intertemporalen Handels und der Portfoliodiversifizierung.

Wichtig ist hierbei die Interaktion zwischen der Art des Wechselkursregimes und dem Verhältnis von Kapitalverkehrs- und Wechselkurskontrollen. Dabei scheint sich zu bestätigen, dass in Ländern mit existierenden Kapitalverkehrskontrollen - wie etwa Chile - ein fixer oder quasi-fixer Wechselkurs länger durchzuhalten ist als ohne Kontrollen⁶³. Die Einwände gegen eine frühzeitige Kapitalmarktliberalisierung richten sich sowohl gegen Kapitalzuflüsse, die etwa zu Überschuldung oder unerwünschte Effekte hinsichtlich des Wechselkurses führen, als auch gegen befürchtete Kapitalabflüsse, die weitgehend durch Fluchtkapital zustande kommen⁶⁴. Massive Kapitalabflüsse reduzieren dabei die Möglichkeiten zur Finanzierung inländischer Investitionen und Schuldenzahlungen. Zentrales Argument ist jedoch, dass die Liberalisierung der Kapitalmärkte zu hohen Kapitalzuflüssen und damit zu einer Aufwertung des realen Wechselkurses führt.

⁶⁰ Michaely/Chosky/Papageorgiou (1991, Vol. 7)

⁶¹ Vgl. Krueger (1991)

⁶² Vgl. McKinnon (1982), Frenkel (1982), Edwards (1984), Johnston, B. (1994). Eine abweichende Meinung vertritt beispielsweise Lal (1987). Seine Befürchtungen aus Sicht der Politischen Ökonomie gehen dahin, dass eine vollständige Liberalisierung der Kapitalmärkte sonst nicht zustande kommt.

⁶³ Edwards (1996a/b)

⁶⁴ Vgl. Fischer/Reisen (1992/1993)

Das Problem einer frühzeitigen Öffnung des Kapitalmarktes liegt darin, dass ‘falsche’ Signale an den realen Sektor gegeben werden können, wodurch die gewünschte Umlenkung von Ressourcen behindert wird und somit eine rasche Ausweitung der Exporte beeinträchtigt werden kann⁶⁵. Dies kann dann der Fall sein, wenn etwa durch die reale Aufwertung der Währung etwa im Rahmen von Inertia und den damit verbundenen Preisverzerrungen die Kapitalzuflüsse in den Sektor nicht-handelbarer Güter geleitet werden, und nicht Investitionen im Exportsektor zu Gute kommen⁶⁶. Eine zeitliche Verschiebung der Kapitalmarktöffnung gibt dem realen Sektor hingegen die Möglichkeit der Anpassung an die neuen Verhältnisse. Ein weiterer Faktor, der gegen eine frühzeitige Öffnung spricht, liegt in der Rolle der institutionellen Strukturen. Mangelnde Überwachungs- und Regelungssysteme oder ein schwacher Banksektor als Mediator der Kapitalzuflüsse kann die Effizienz der Liberalisierung in Frage stellen⁶⁷.

⁶⁵ McKinnon (1991)

⁶⁶ Die Kosten, die in Folge solcher Fehlallokationen entstehen können, werden ausführlich beschrieben in Fischer/Reisen (1993)

⁶⁷ Einen Überblick der institutionellen Voraussetzungen bieten Johnston/Darbar/Echeverria (1997)

4. 'Washington Consensus'

Nach dem Ausbruch der Schuldenkrise wurde der Mangel an ausländischem Kapital in den meisten lateinamerikanischen Ländern zu einem wesentlichen Entwicklungsengpass. Der Zugang zu den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten und den dringend benötigten Devisen schien unter den gegebenen Umständen auf lange Zeit versperrt. In der zweiten Hälfte der 80er Jahre kristallisierte sich mehr und mehr heraus, dass eine permanente Lösung der wirtschaftlichen Probleme eine fundamentale Änderung der Entwicklungsstrategie und damit eine Abkehr vom bisherigen protektionistischen System erforderte⁶⁸.

Die Erfolge exportorientierter südostasiatischer Staaten standen dabei in krassem Gegensatz zu dem geringen Wachstum in Lateinamerika. Ende der achtziger Jahre kristallisierte sich ein Einvernehmen hinsichtlich der zu tätigen Reformen und der Reformfelder heraus, die seitens der Entwicklungsländer zur erfolgreichen Integration in den Weltmarkt und zu wirtschaftlicher Prosperität führen sollte. Die wichtigsten Bereiche dieser Reformen, wurden von Williamson⁶⁹ als der 'Washington Consensus' zusammengefasst. Konsens wurde vornehmlich in der Wahrnehmung und Beurteilung des 'politischen' Washington wie etwa im US Kongreß, vom 'administrativen' Washington wie die Federal Reserve, World Bank und IMF, sowie von seiten anderer 'Think-Tanks' und Analysten gesehen. Die benannten Bereiche bezogen sich hauptsächlich auf die Aspekte Deregulierung, Liberalisierung und Privatisierung.

Der von Williamson⁷⁰ aufgestellte „Zehn-Punkte-Plan“ stellte jedoch keine Blaupause anstehender Reformen dar, sondern benannte lediglich die Politikfelder und -instrumente, die als notwendig betrachtet wurden, um die anstehenden Reformen erfolgreich durchzuführen. Wie deren Ausgestaltung jedoch konkret auszusehen hatte, blieb unbeantwortet. Als Konsequenz

⁶⁸ Rosenthal (1996)

⁶⁹ Williamson (1990)

⁷⁰ Die Zehn Punkte waren: 1) Reduzierung des Staatsdefizits, 2) Reduzierung der Staatsausgaben und damit auch eine Reduzierung von Subventionszahlungen, 3) Steuerreform, 4) Liberalisierung des Finanzsektors und damit die Errichtung vom Markt bestimmter Zinsraten, 5) Aufbau eines wettbewerbsfähigen Wechselkurses zur Unterstützung des Exportwachstums, 6) Handelsliberalisierung, und damit Abbau und Vereinfachung von Zolltarifen, Lizenzierungsverfahren und anderer protektionistischer Maßnahmen, 7) Abbau von Investitionshemmnissen, vor allem die Liberalisierung von Kapitalzuflüssen, 8) Privatisierung staatseigener Unternehmen, 9) Deregulierung der Wirtschaftsprozesse, Abbau von Marktzutrittsbeschränkungen und Öffnung der Wirtschaft zu Wettbewerb, 10) Garantie von Eigentumsrechten

wurden in nahezu allen Ländern Reformen durchgeführt, die hauptsächlich auf makroökonomischer Stabilisierung und Handelsliberalisierung basierten, in den einzelnen Staaten jedoch durchaus unterschiedlich konzipiert waren. Zum einen sollten durch den Abbau protektionistischer Maßnahmen und der Regulierung der meist überbewerteten Wechselkurse die Exportmöglichkeiten der Länder gesteigert und diversifiziert werden. Zum anderen sollte sich der internationale Handel als 'Wachstumsmotor' der Volkswirtschaften entwickeln⁷¹. Mit der Implementierung umfassender wirtschaftspolitischer Reformen Ende der 80er Jahre folgten wieder beträchtliche Kapitalzuflüsse in die Länder Lateinamerikas, deren Volumen die unmittelbaren Bedürfnisse in einigen Ländern sogar übertraf. Die Durchführung wirtschaftlicher Reformen und die Öffnung zum Weltmarkt war in dieser Hinsicht offensichtlich ein voller Erfolg⁷².

Zwischen 1982 und 1987 folgte die mexikanische Regierung einer eher orthodoxen Anpassungsstrategie. Dabei litt sie vor allem an den Folgen der Schuldenkrise und einem immensen Staatsdefizit. Die Inflation stieg weiter an und die Handelsbilanz wies ein zunehmendes Defizit auf. 1982 wurden die Staatsausgaben drastisch gekürzt und Importerleichterungen nur für bestimmte Güter gewährt. Zwar erholte sich die Handelsbilanz, die Inflation blieb jedoch auf hohem Niveau bestehen. Hinzu trat eine schleichende reale Aufwertung des Peso, und das Staatsdefizit verharrte auf hohem Niveau, was zum Großteil auf die Schuldensituation des Landes zurückzuführen war. Das Programm wurde 1987 schließlich durch ein heterodoxes Anpassungsprogramm ersetzt. Regierung, Gewerkschaften und Wirtschaft einigten sich auf rigide Lohn- und Preiskontrollen, während gleichzeitig die Staatsausgaben gekürzt werden sollten.

Unterstützt wurde das Programm zunächst durch einen fixen Wechselkurs. Der Außenhandel wurde liberalisiert und Mexiko trat dem GATT bei. Die Inflation wurde auf einstellige Raten zurückgefahren und das Staatsdefizit konnte in den Folgejahren beinahe vollständig beseitigt werden. Im Folgenden wird zunächst auf diese Entwicklungen innerhalb Mexikos genauer eingegangen.

⁷¹ Vgl. Grossman/Helpman (1991)

⁷² Griffith-Jones (1992).

Fazit

Der Ideologiewandel in der entwicklungspolitischen Strategie in den 80er Jahren fand aufgrund der schlechten Erfahrungen der importsostituierenden Strategie statt, die zunächst in mangelndem wirtschaftlichen Wachstum und schließlich in der Schuldenkrise von 1982 mündete.

Die neueren Ansätze befassten sich vor allem mit der Liberalisierung und Deregulierung der Volkswirtschaft, sowie der Privatisierung zuvor verstaatlichter Unternehmen. Ziel war eine weitgehende Integration in die internationalen Märkte, die auch den erneuten Zugang zu den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten sicherstellen sollte.

Voraussetzung dafür war eine erfolgreiche Strategie zur Inflationsbekämpfung, um dadurch das Vertrauen internationaler Anleger zurückzugewinnen. Als geeignetes Mittel wurde dazu auf eine Stabilisierungsstrategie gebaut, die den Wechselkurs als nominalen Anker gebraucht.

Die dazu benötigten Maßnahmen und strukturellen Veränderungen wurden schließlich im 'Washington Consensus' formuliert, dessen Inhalte von einem Großteil der politischen Entscheidungsträger und internationaler Analysten getragen wurde.

Kapitel II: Darstellung der Stabilisierungsmaßnahmen

Nach den theoretischen Überlegungen wird im Folgenden auf die praktische Ausgestaltung der Maßnahmen in Mexiko eingegangen. Nach Ausbruch der Schuldenkrise 1982 wurde zunächst versucht, durch orthodoxe Anpassungsmaßnahmen eine wirtschaftliche Stabilisierung in Mexiko zu bewirken. Das Resultat dieser Maßnahmen ging jedoch nicht über ein ‘muddling through’ hinaus und führte schließlich zur Implementierung heterodoxer Stabilisierungsmaßnahmen.

Seit 1987 folgte Mexiko, unterstützt vom IMF, einem Weg makroökonomischer Stabilisierung und der strukturellen Transformation seiner Volkswirtschaft. Die Strategie basierte auf einer strengen Fiskalpolitik, einer Restrukturierung externer Schulden, einer Anbindung des Peso an den US-Dollar als nominalen Wechselkursanker und umfassender Strukturreformen, die eine umfassende Privatisierung und die Liberalisierung des Außenhandels und des Kapitalmarktes mit einschloss. Diese Strategie führte zunächst zu einem erstaunlichen Erfolg. Staatsdefizit und Inflation sanken und wirtschaftliches Wachstum stellte sich ein. An der Schuldenfront wurde mittels des Brady-Abkommens für Ruhe gesorgt und ausländisches Kapital kam zurück nach Mexiko. Durch den NAFTA-Beitritt wurde die Integration in den Internationalen Markt bestärkt. Nach der Unterzeichnung des Brady-Plans und dem erfolgreichen Abschluss der NAFTA-Verhandlungen wurde davon ausgegangen, dass Mexiko nicht wieder eine vergleichbare Schuldenkrise ähnlichen Ausmaßes wie in den 70er und 80er Jahren durchleben würde, da der für diese Entwicklung hauptsächlich verantwortliche Faktor, das enorme Staatsdefizit, unter Kontrolle gebracht werden konnte.

Obwohl die Entwicklung der mexikanischen Wirtschaft vor allem hinsichtlich der unzureichenden Produktivitätsfortschritte, der negativen Handelsbilanz und einem anhaltenden Leistungsbilanzdefizits noch einiges zu wünschen übrig ließ, existierten zu Anfang der 90er Jahre zunächst keine wirklich ernst zu nehmenden Anzeichen dafür, dass das Land auf eine Finanzkrise zusteuerte. Unter Fachleuten und Wissenschaftlern wurde die wirtschaftliche Entwicklung als grundsätzlich positiv eingeschätzt.

Hoch volatile Kapitalmärkte, ein sich veränderndes internationales Umfeld, die damit einhergehende fortschreitende Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte und ein in diesem neuen Kontext falsches wirtschaftspolitisches Agieren brachten neue Probleme mit sich, die 1994 schließlich zu einem Kollaps des Währungssystems führte, bei dem sich die Regierung gezwungen sah, die Währung im Dezember 1994 deutlich abzuwerten und den bis dahin fixierten Wechselkurs frei floaten zu lassen⁷³.

Im Folgenden wird zunächst die Ausgangslage zu Beginn der 80er Jahre kurz dargestellt. Anschließend wird auf das orthodoxe Anpassungsprogramm Mexikos zwischen 1982 und 1987 eingegangen, das jedoch bald auf strukturelle Unzulänglichkeiten stieß und schließlich scheiterte. Danach werden die Stabilisierungsprogramme im Rahmen des PACTO von 1987 bis 1994 und die Auswirkungen dieser Maßnahmen auf die wirtschaftliche Entwicklung bis zum Ausbruch der Schuldenkrise dargestellt. Die Ursachen der sich entwickelnden Pesokrise wurden zunächst im Einfluss negativer politischer und internationaler Schock vermutet. Ein anderer Erklärungsversuch deutete auf einen allzu blauäugigen Wachstumsoptimismus internationaler Investoren und den zu hohen Erwartungen an die Reformen im Rahmen des 'Washington Consensus' hin. Einer weiteren Überprüfung hielten diese Vermutungen jedoch nicht stand.

⁷³ Banco de Mexico, The Mexican Economy (1995)

1. Ausgangslage nach der Schuldenkrise von 1982

In der letzten Phase der Regierung von Präsident Lopez Portillo befand sich Mexiko in einer wirtschaftlich desolaten Lage. Die Situation wurde durch die wachsende Handlungsschwäche der scheidenden Regierung noch verstärkt, die sich im Zuge anstehender Wahlen nicht dazu entschließen wollte, die strukturellen Ursachen einer drohenden Zahlungsbilanzkrise zu bekämpfen⁷⁴. Ende 1982 begann die mexikanische Wirtschaft erstmals seit Jahrzehnten zu schrumpfen. Die Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz waren zu diesem Zeitpunkt ebenso beispiellos wie die hohe, auf beinahe dreistellige Werte zustrebende Inflationsraten. Eine Reihe externer und von der Regierung unmittelbar nicht zu verantwortender Effekte verdeutlichte, dass die bisherige Politik und die damit einher gehende und in den vergangenen Jahren stark angestiegene ausländische Verschuldung nicht weiter durchführbar war. Eine rezessive Wirtschaftsentwicklung in den USA, dem Haupthandelspartner Mexikos, ein immenser Rückgang der Ölpreise und der gleichzeitige Anstieg des internationalen Zinsniveaus wirkte sich vor allem auf die Schuldensituation des Landes negativ aus. So stieg allein die öffentliche Auslandsverschuldung auf über US\$ 58 Mrd. an und das Verhältnis von Auslandsschulden zum BIP stieg auf über 43 Prozent⁷⁵.

Im August 1982 wurde ein duales Wechselkursregime eingeführt, welches eine bessere Kontrolle der Zentralbank über die Devisenreserven gewähren sollte⁷⁶. Weiterhin kam es durch die Umstellung von Mexdollars auf Pesos sowie die Einführung rigider Kapitalverkehrskontrollen zu weiterer Unruhe auf den Kapitalmärkten, die schließlich die Flucht aus dem Peso verschärften⁷⁷. Noch im gleichen Monat musste Finanzminister Herzog die Zahlungsunfähigkeit des Staates erklären. In eiligen Verhandlungen in Washington, dem sogenannten 'Mexican Weekend', wurde vor allem auf drängen der USA ein Hilfspaket geschnürt, welches ein Übergreifen der Krise auf das die internationale Finanzmärkte verhindern sollte. Gleichzeitig wurden intensive Verhandlungen mit dem IMF aufgenommen⁷⁸. Schließlich kam es durch die Nationa-

⁷⁴ Vgl. Zedillo (1985, 312ff.) und Zedillo (1986, 977)

⁷⁵ Solis/Zedillo (1985)

⁷⁶ Kaminsky (1991) bietet einen ausführlichen Überblick und anschließende Diskussion speziell für den Fall Mexikos.

⁷⁷ Vgl. Looney (1985) und Tello (1984)

⁷⁸ Aspe (1993, 131ff)

lisierung des Banksystems zu offenen Auseinandersetzungen zwischen Privatwirtschaft und staatlichem Sektor⁷⁹. Portillo machte eine Gruppe von einflussreichen Personen im Umfeld privater Großbanken für die immense Kapitalflucht in das Ausland verantwortlich, da trotz einer massiven Abwertung des Peso im Februar 1982 der Kapitalabfluss nicht gestoppt werden konnte⁸⁰. Auch innerparteilich setzten sich die Kontroversen fort⁸¹.

Der Präsident der Zentralbank Mancera trat zurück und Finanzminister Herzog bat um seine Demission, die jedoch abgelehnt wurde. Der neue Zentralbankpräsident Tello unterstützte die Entscheidung der Regierung voll⁸². Ein notwendiger inhaltlicher Politikwechsel wurde jedoch nicht vollzogen. Vielmehr behielt die Regierung ihren populistischen expansiven Kurs bei, der von vielen als mangelnder Wille für korrektive Maßnahmen und damit als eigentlicher Grund der sich ständig verschlechternden wirtschaftlichen Verhältnisse identifiziert wurde⁸³.

⁷⁹ Eine Darstellung der Auseinandersetzung innerhalb der politischen Elite zwischen den Befürwortern der Verstaatlichung um Carlos Tello und den Gegnern um Jesus Silva Herzog findet sich bei Maxfield (1990)

⁸⁰ Ramirez (1989, 91-92). Ironischer Weise stellte sich nach der „Flucht“ Portillos in das selbstgewählte Exil nach Europa heraus, dass auch er während seiner Amtszeit ein beträchtliches Vermögen zur Seite geschafft und in das Ausland transferiert hatte.

⁸¹ Hamilton (1986, 158 ff)

⁸² Tello (1984). Vgl. auch auch Imbusch (1988)

⁸³ Vgl. Looney (1985). Kapitel 8 enthält einen ausführlichen Überblick über das letzte Regierungsjahr Portillos. Lustig (1982) bietet Hinweise auf ausführliches Quellenmaterial bezüglich der 82er Krise

2. Orthodoxe Anpassungsmaßnahmen

Das Vertrauen seitens der Investoren in die Wirtschaft erreichte 1982 seinen Tiefpunkt, als eine bis zu diesem Zeitpunkt klare und verlässliche Ordnungspolitik Mexikos, die etwa privatwirtschaftliches Engagement und private Eigentumsrechte garantierte, durch verschiedene Maßnahmen der scheidenden Regierung von Lopez Portillo erschüttert wurde⁸⁴. Der August 1982 mit der Deklaration der Zahlungsunfähigkeit bedeutete für Mexiko somit einen tiefen Einschnitt in der Wirtschaftsgeschichte des Landes. Einigkeit herrschte darin, dass die expansive Geld- und Fiskalpolitik Mexikos zu hohen Inflationsraten und Ungleichgewichten in der Zahlungsbilanz geführt hatte⁸⁵. Diskrepanzen bestanden auch im Kabinett von Portillo hinsichtlich des Umgangs mit dieser Tatsache.

Mit dem Wechsel der Präsidentschaft im Dezember 1982 an de la Madrid verpflichtete sich die neue Regierung zu einem radikalen Konsolidierungskurs. Innerhalb des Kabinetts bestand ein weitaus größerer Konsens hinsichtlich der Vorgehensweise als noch unter Portillo. Ein Konsens bestand darin, dass die hohe Inflation und die Ungleichgewichte der Zahlungsbilanz das Resultat einer verfehlten, expansiven Haushaltspolitik darstellten. Die Kapitalflucht wurde als Konsequenz und nicht als Grund einer desolaten Wirtschaftspolitik gesehen⁸⁶. Das Hauptaugenmerk galt nunmehr der Sanierung der Staatsfinanzen, in dessen Folge sich auch die Probleme bei der Inflationsbekämpfung und Auslandsverschuldung lösen würden. Von einigen Kabinettsmitgliedern wurde die Schuldenkrise auch als ein Scheitern der bis zu diesem Zeitpunkt verfolgten Entwicklungsstrategie gesehen, welche zu einer fehlerhaften Allokation von Ressourcen geführt hatte. Eine Liberalisierung des Außenhandels erschien daher vordringlich⁸⁷.

⁸⁴ Zedillo (1986, 977-79)

⁸⁵ Vgl. dazu die Ausführungen von Dornbusch (1988), Ize/Ortiz (1987), Ros (1987) und Zedillo (1986)

⁸⁶ Lustig (1992)

⁸⁷ Lustig (1992)

2.1 Konsolidierung im Rahmen des PIRE

Das Programm zur Stabilisierung der Wirtschaft, deren Ziele im PIRE (Programa Inmediato de Reordenacion Economica) zusammengefasst wurde, war auf drei Jahre angelegt und durch eine restriktive Nachfragepolitik gekennzeichnet⁸⁸. Die Rückführung des Staatsdefizits stellte die wichtigste Maßnahme zur Konsolidierung des Haushalts dar und sollte darüber hinaus wirtschaftliches Wachstum fördern, finanzielle Stabilität sicherstellen und der Inflationsbekämpfung dienen. Eine daran gekoppelte Abwertung des Peso sollte einen positiven Außenbeitrag garantieren. Parallel dazu enthielt das Reformpaket jedoch auch konkrete Schritte zur Umstrukturierung und Liberalisierung der Wirtschaft des Landes. Als Zielwerte wurden folgende Indikatoren gewählt:

Tabelle 1

Makroökonomische Zielwerte des PIRE

(Angaben in %)

	1983	1984	1985
Budgetdefizit / BSP	8,5	5,5	3,5
BSP – Wachstum	0	3	6
Saldo Leistungsbilanz	-2,2	-1,8	-1,2
Inflationsrate	55	30	18

Quelle: Lustig/Ros (1987)

Das Programm wurde vom IMF unterstützt und durch die Bereitstellung weiterer Gelder, sogenannter 'Extended Fund Facilities' finanziert⁸⁹. Bereits im August 1982 trat die Regierung in Verhandlungen mit dem Internationalen Währungsfonds über die Konditionen eines Beistandskredites zur Stabilisierung der Zahlungsbilanz. Diese Bemühungen endeten in einem 'Letter of Intent', der am 10. November 1982 an die Regierung de la Madrid übergeben wurde⁹⁰. Große Übereinstimmung bestand darin, dass die Ursache der Krise in der laxen Fiskalpolitik Mexikos lag. Das Hauptziel der Reformen lag daher in der Halbierung des Budgetdefizits auf 8,5 Prozent des BSP im Jahr 1983. Diese Maßnahme sollte auch starken Einfluss auf andere Zielgrößen haben. Die Inflationsrate sollte auf 55 Prozent im Jahr 1983 zurückgefahren werden, nach-

⁸⁸ Eine ausführliche Beschreibung bietet Cordoba (1986)

⁸⁹ IMF Survey (1983)

dem 1982 fast dreistellige Raten erzielt wurden. Schließlich sollte die Neuverschuldung auf US\$ 5 Mrd. begrenzt werden, nach dem diese vor Ausbruch der Schuldenkrise noch bei US\$ 20 Mrd. gelegen hatte.

In Folge des panikartigen Rückzugs der Gläubigerbanken aus Mexiko im Jahre 1982 konnte davon ausgegangen werden, dass Mexiko für unbestimmte Zeit der Zugang zu den internationalen Finanzmärkten versagt bleiben würde⁹¹. Um die Finanzierung des anstehenden Stabilisierungsprogrammes sicherzustellen, machte der IMF die Gewährung seiner Kreditzusagen von der Bereitstellung weiterer Kredite der Geschäftsbanken abhängig. Dieses Konzept des ‘unvoluntary lending’ stellte ein Novum in der Politik des IMF dar, dem die beteiligten Geschäftsbanken schließlich zustimmten und für 1983 Neukredite in Höhe von US\$ 5 Mrd. gewährten, zusätzlich zu dem US\$ 3,8 Mrd. Abkommen mit dem IMF⁹².

Zur Verbesserung der Einnahmen wurden die Tarife für öffentliche Leistungen 1983 um 21 Prozent, im Folgejahr nochmals um 6 Prozent erhöht. Weiterhin steig die Mehrwertsteuer von 10 Prozent auf 15 Prozent und schloss ab 1983 auch die Dienstleistungen mit ein. Schließlich wurden auch bestimmte Verbrauchssteuern erhoben bzw. erhöht. Auf der Ausgabenseite stachen vor allem die Kürzungen von Investitionsausgaben hervor, die von 10 Prozent des BSP in 1982 auf 7,8 Prozent im Jahr 1984 und schließlich auf 6,2 Prozent im darauffolgenden Jahr sanken. Einen weiteren Punkt stellten die drastischen Kürzungen der Personalausgaben dar, die von 6,1 Prozent in 1982 auf 4,5 Prozent 1983 sanken. Schließlich wurden auch die Subventionen drastisch eingeschränkt. Machten diese 1982 noch 11,5 Prozent des BSP aus, vielen diese bis 1985 auf 5,6 Prozent BSP⁹³.

⁹⁰ Aggarwal (1989)

⁹¹ Vgl. Dooley (1986)

⁹² Vgl. Solis/Zedillo (1985, 276 ff)

⁹³ Eine ausführliche Schilderung der Maßnahmen bietet Kraemer (1997)

2.2 Wechselkurspolitik

Mit Ausbruch der Schuldenkrise startete die Regierung ein drastisches Anpassungsprogramm, in dem die Währung zum Ende des Jahres 1982 um 73 Prozent abgewertet wurde. Weiterhin wurde 1982 ein duales Wechselkurssystem errichtet, welches einen offiziellen festen Kurs zur Bedienung der Schuldzinsen, der Maquiladora Operationen und für den internationalen Handel aufwies, sowie einem freien Kurs für sonstige Transaktionen, der mit dem offiziell gehandelten Kurs konvergieren sollte.

Unmittelbar nach der Regierungsübernahme durch de la Madrid wurden die von der vorherigen Regierung auferlegten Kapitalverkehrskontrollen aufgehoben und der „freie“ Wechselkurs um 112 Prozent, der 'kontrollierte' Wechselkurs um 90 Prozent abgewertet⁹⁴. Die Abwertung des Peso überkompensierte den bis zu diesem Zeitpunkt überbewerteten Wechselkurs. Der 'kontrollierte' Wechselkurs wurde im Sinne eines Crawl organisiert. Die nominale Abwertungsgeschwindigkeit richtete sich dabei an den im PIRE angestrebten Inflationsraten. Da im Verlauf des Jahres 1983 schnell deutlich wurde, dass die angestrebten Inflationsziele nicht erreicht werden konnten, wurde das Wechselkurssystem modifiziert. Eine unerwartet hohe Inflationsrate hatte zur realen Aufwertung des Pesos geführt. Der bisher auf 148,5 P/\$ fixierte „freie“ Wechselkurs wurde nun ebenfalls mit einem Crawl von 13 Centavos pro Tag versehen. Statt der veranschlagten Inflationsrate von 55 Prozent in 1983 lag diese real bei 80 Prozent. Auch die Anhebung der im PIRE vorgesehenen Inflationsrate für 1984 auf 40 Prozent stellte sich als nicht realisierbar heraus und wurde um 20 Prozentpunkte verfehlt. Um der schleichenden realen Aufwertung des Pesos weiter entgegenzuwirken, wurde der Crawl für beide Wechselkurse im Dezember 1984 auf 17 Centavos täglich erhöht, im März 1985 auf 21 Centavos⁹⁵.

⁹⁴ Vgl. Kaminsky (1991, 4 ff)

⁹⁵ Vgl. Kaminsky (1991, 6)

2.3 Strukturelle Maßnahmen

Das neue Wechselkursystem war Teil eines Anpassungsprogramms, das hauptsächlich die Sanierung der Fiskalpolitik zum Inhalt hatte. Dabei wurden die Ausgaben der öffentlichen Hand drastisch gekürzt und Steuern sowie die Preise für öffentliche Güter erhöht. Zu den anfänglichen Erfolgen gehörte die Senkung des Staatsdefizits von 17 Prozent des BIP auf 8,5 Prozent und eine positive Handelsbilanz. Begleitet wurden die Maßnahmen von einer sukzessiven Öffnung des Außenhandels. Während der Phase der importsubstituierenden Industrialisierungspolitik erhöhte Mexiko schrittweise die tarifären und nichttarifären Handelshemmnisse. Wie in anderen lateinamerikanischen Ländern auch war davon besonders der Importsektor betroffen. Neben der absoluten Höhe der Zollsätze gesellte sich noch der Umstand, dass die Zollsätze nicht auf den fakturierten Wert veranschlagt wurden, sondern auf einen meist oberhalb des Welthandelspreises angesetzten offiziellen Importreferenzpreis (ORIP). Dieser Referenzpreis lag in einigen Fällen sogar um das zwei- bis dreifache höher, was einer zusätzlichen Protektion mexikanischer Unternehmen gleichkam⁹⁶.

Das wichtigste protektionistische Instrument zum Schutz der inländischen Produzenten stellte jedoch die Vergabepaxis von Importlizenzen dar, welches dem zuständigen Ministerium, dem SECOFI, eine diskretionäre Steuerung der in das Land fließenden Importe erlaubte. Bereits in den 60er Jahren stieg die Vergabe von Importlizenzen erheblich an. Der Wechselkurs des Peso, der seit 1954 auf 12,5 Peso/US\$ fixiert geblieben war, führte sukzessive zu einer realen Aufwertung der Währung. Die Verwendung von Lizenzen sollte daher eine Stabilisierung der Leistungsbilanz gewährleisten. Eine weitere Ursache dieses Lizenzierungsverfahrens lag in der Bemühung der Regierung begründet, durch verschiedenste Konzessionen an die sozioökonomischen Gruppen politische und soziale Spannungen abzubauen⁹⁷. Die Regierung war daher dazu geneigt, der heimischen Industrie immer neue Lizenzen zu gewähren, so dass zwischenzeitlich über 90 Prozent der Importe einem Lizenzierungsverfahren unterworfen waren⁹⁸. Die Liberalisierung des Außenhandels vollzog sich unter der neuen Präsidentschaft von de la Madrid in mehreren Schritten. Die vordringlichste Aufgabe der Regierung bestand 1983 in der

⁹⁶ Nach offizieller Auffassung und Darstellung stellten die ORIP eine Gegenmaßnahme zu Dumpingpraktiken der Handelspartner dar (Kraemer (1997)).

⁹⁷ Aspe (1993) beschreibt in Kapitel 3 ausführlich die Rolle des Staates innerhalb der mexikanischen Wirtschaft.

⁹⁸ Kraemer (1997, 45)

Gewährleistung eines positiven Außenbeitrages. Zwar wurde zunächst an der Gültigkeit der Importlizenzierung festgehalten, für bestimmte Importgüter, die von der heimischen Industrie dringend benötigt wurden, wurde der Zollsatz jedoch gesenkt. Nachdem sich im gleichen Jahr die Handelsbilanz positiver als erwartet entwickelt hatte, war der Weg für eine schrittweise Reduzierung der Importlizenzierungen geebnet. Um bei dem Abbau der Lizenzen die nichttarifäre Protektion teilweise zu kompensieren, wurde der durchschnittliche Zollsatz zunächst leicht angehoben.

Die Verstaatlichung privater Unternehmen hatte in Mexiko eine lange Tradition. Diese Politik erreichte ihren Höhepunkt in der Verstaatlichung des Banksystems mit dem Ausbruch der Schuldenkrise im Jahr 1982. Zum Zeitpunkt der Regierungsübernahme von Präsident de la Madrid befanden sich 1155 Unternehmen in staatlichem Besitz, 78 von ihnen in Form staatlicher Minderheitsbeteiligungen. Somit war der Staat in mehr als 60 Wirtschaftszweigen aktiv, die zumeist weder mit hoheitlichen Aufgaben, noch mit der Herstellung öffentlicher Güter zu tun hatten, und trat mit diesen zumeist unrentablen Unternehmen als Konkurrent zur Privatwirtschaft auf⁹⁹. Diese Politik der Verstaatlichung privater Unternehmen stellte keine kohärente Industrialisierungspolitik dar, sondern war das Ergebnis von ad hoc Entscheidungen vorhergegangener Regierungen. Der Gedanke, der hinter diesen Entscheidungen lag, war die Sicherung von Arbeitsplätzen innerhalb wirtschaftlich konkursreifer Unternehmen¹⁰⁰.

Der Umkehrprozess der Verstaatlichung wurde durch eine Verfassungsänderung 1983 eingeleitet. Dabei wurde eine klare Eingrenzung der Bereiche vorgenommen, in denen der Staat entweder ausschließlich oder aber als Konkurrent privatwirtschaftlicher Unternehmen fungieren sollte. Der Bezug auf diese Änderung diente als Rechtfertigung für anstehende Privatisierungen, die jedoch nicht nur fiskalischer Art waren, um einen ausgeglichenen Staatshaushalt zu erhalten. Vielmehr dienten die Privatisierungen auch der Wiederherstellung des Vertrauens des privaten Sektors und sollte langfristigen Wachstumsperspektiven dienen¹⁰¹.

⁹⁹ Aspe (1993, 178-83)

¹⁰⁰ Aspe (1993, 181)

¹⁰¹ Aspe (1993, 183-94)

2.4 Scheitern des PIRE und Entwicklung bis 1987

Entgegen des prognostizierten BSP-Wachstums im PIRE schrumpfte die Wirtschaftsleistung Mexikos im ersten Jahr um etwa 4 Prozent. Die Wirtschaftskrise war stärker als zunächst vermutet, so dass die prognostizierten volkswirtschaftlichen Zielgrößen nicht erreicht werden konnten¹⁰². In den folgenden beiden Jahren überstieg das Budgetdefizit die im PIRE angestrebten Ziele deutlich. Statt der für 1985 veranschlagten 3,5 Prozent lagen diese tatsächlich bei fast 10 Prozent des BSP.

Der Versuch, die Inflation durch eine Preisbindung an die zukünftig erwartete Inflation zu binden, scheiterte ebenfalls. Die Inertialinflation blieb extrem hoch und war Ausdruck einer mangelnden Glaubwürdigkeit des Programms. Auch bezüglich anderer Zielgrößen des PIRE stimmten die Vorgaben und die tatsächlichen Entwicklungen nicht überein. Im PIRE war für das Jahr 1983 noch von einem Defizit der Leistungsbilanz in Höhe von 2,2 Prozent des BSP ausgegangen worden. Aufgrund realer Abwertung und Rezession ergab sich real jedoch ein Überschuss für die Leistungsbilanz in Höhe von 3,9 Prozent des BSP, einer Differenz von immerhin 6,1 Prozentpunkten. Auch in den Folgejahren, mit Ausnahme des Jahres 1986, blieb die Leistungsbilanz positiv.

Die Gründe für diese Entwicklung sind vor allem im sinkenden Importvolumen zu finden, das 1983 um gut 40 Prozent gegenüber dem Vorjahr zurückgingen. Die verantwortlichen Faktoren wurden in der realen Aufwertung des Peso und der erneut laxen Fiskalpolitik gesehen¹⁰³. Hinzu traten zwei externe Ereignisse, welche die Staatsfinanzen weiter belasteten. Das Erdbeben von 1985 verursachte zusätzliche Kosten von etwa US\$ 4,5 Mrd., was etwa 2,7 Prozent des BSP entspricht¹⁰⁴, und die Halbierung der Ölpreise 1986 schlug mit US\$ 8,5 Mrd. oder 6,5 Prozent des BSP zu Buche. Der Regierung gingen dadurch etwa ein Viertel der Staatseinnahmen verloren¹⁰⁵.

Zusammen mit der massiven Abwertung des Peso 1982 und den Anpassungsmaßnahmen stiegen die Inflationsrate und Zinsrate jedoch stärker als von den Behörden prognostiziert. Auf-

¹⁰² Eine exakte Darstellung bietet Kraemer (1997, 121-152)

¹⁰³ Ros (1987, 101)

¹⁰⁴ Banco de Mexico (1986, 99)

grund des neuen Wechselkursregimes blieb die Entwicklung des Wechselkurses hinter der realen Inflationsentwicklung zurück, woraus eine graduelle reale Aufwertung des Peso in den Folgejahren bis 1985 resultierte¹⁰⁶.

Tabelle 2

Prognose und Entwicklung volkswirtschaftlicher Zielgrößen innerhalb des PIRE

	1983	1984	1985
Budgetdefizit %	8,5	5,5	3,5
korrigiert	8,5	5,5-6,5	5,1-5,6
real	8,6	8,5	9,6
BSP-Wachstum %	0,0	3,0	6,0
korrigiert	---	0,0-1,0	3,0-4,0
real	-4,2	3,6	2,6
Saldo Leistungsbilanz	-2,2	-1,8	-1,2
korrigiert	3,6	2,4	0,7
real	5,4	4,2	1,2
Inflationsrate %	55,0	30,0	18,0
korrigiert	---	40,0	35,0
real	80,8	59,2	63,7

Quelle: Lustig (1992, 35)

Gleichzeitig sanken die anfänglichen Erfolge fiskalpolitischer Maßnahmen. Das Wirtschaftswachstum nahm stetig ab und die Überschüsse der Handelsbilanz begannen zu schrumpfen. Trotz einer gewissen wirtschaftlichen Erholung erlebte Mexiko Mitte 1985 erneut eine Zahlungsbilanzkrise. Das PIRE unterschätzte die immensen Auswirkungen der Schuldenbelastung auch in Hinblick auf die Glaubwürdigkeit des Staates. Ortiz¹⁰⁷ charakterisierte die Entwicklung wie folgt:

„The early demise of the 1984 recovery revealed the vulnerability of the economy to external shocks. (...) This episode also uncovered the true dimensions of the debt overhang and the difficulties of implementing stabilization policies in a context of falling terms of trade, and, more generally, of changing relative prices.“

¹⁰⁵ Banco de Mexico (1987, 17); Ortiz (1990, 181)

¹⁰⁶ Vgl. Banco de Mexico, Informe Anual (1985)

¹⁰⁷ Ortiz (1991, 286)

Als deutlich wurde, dass die Vorgaben des PIRE auch 1985 trotz Nachbesserungen nicht einzuhalten waren, kündigte der IMF im Sommer des gleichen Jahres das PIRE auf¹⁰⁸, und Mexiko startete erneut ein Reformprogramm, um seine Wirtschaft zu sanieren. Im Rahmen des Baker-Plans kam es zum Abschluss des ‘Programa de Aliento y Crecimiento’ (PAC), das im Sommer 1986 zwischen der mexikanischen Regierung und dem IMF vereinbart wurde¹⁰⁹. Dieses war auf 18 Monate angelegt und beinhaltete erstmals auch das Primärsaldo als Zielgröße. Die im PAC gesteckten Ziele konnten 1986 knapp, bereits ein Jahr später schon voll erfüllt werden. Die internationalen Währungsreserven stiegen an und die Handelsbilanz erzielte einen hohen Überschuss.

Das Schuldenmanagement seit 1982 ging zunächst über ein vielfach bezeichnetes ‘muddling through’ nicht hinaus¹¹⁰. Die ständig wiederkehrenden Liquiditätsprobleme Mexikos führten zu immer neuen Umschuldungsprozessen, in die auch vorherige Vereinbarungen einbezogen wurden. Da die Schuldendienstleistungen die finanziellen Möglichkeiten überstiegen, drängte die Regierung auf ein längerfristiges Abkommen. Die finanziellen Belastungen aus der Bedienung der Schuldzinsen überstiegen selbst bei weitreichender Austeritätspolitik die Möglichkeiten Mexikos. Im September 1984 wurde daraufhin ein erstes ‘Multiyear Debt Rescheduling Agreement’ (MYRA)¹¹¹ vereinbart.

Bereits 1986 war der innerhalb des MYRA vereinbarte Schuldendienstplan jedoch nicht mehr realisierbar. Zusätzliche Kosten aus dem Erdbeben und dem Ölpreisverfall in Höhe von US\$ 13 Mrd. erforderten eine neue Umschuldungsrunde. Im Rahmen des Baker-Plans wurde 1986 eine Umschuldungsmaßnahme konzipiert, der die Kopplung von Umschuldung und neuen Krediten vorsah und für einige Jahre in der Bewältigung der internationalen Schuldensituation richtungsweisend war. Im Gegenzug verpflichtete sich Mexiko zu einem wachstumsfreundlichen Stabilisierungs- und Liberalisierungskurs. Neu war dabei nicht so sehr die Koppelung, sondern eher das Ausmaß gewährter neuer Kredite und der Umschuldung.

Trotz dieser Umschuldungsmaßnahmen gerieten die öffentlichen Finanzen weiterhin unter Druck. 1987 lag das Staatsdefizit bei 16 Prozent des BSP, die Wirtschaftsleistung des Landes

¹⁰⁸ Lustig (1992)

¹⁰⁹ Vgl. Kraemer (1997)

¹¹⁰ Vgl. Dooley (1986)

hatte weiterhin abgenommen und die Inflationsrate stieg auf 160 Prozent, so dass Mexiko zum Zeitpunkt des Börsenkrachs im Oktober 1987, dem „Schwarzen Donnerstag“, an der Schwelle zur Hyperinflation stand. Das Vertrauen in den Peso war erneut verloren und massive Kapitalflucht setzte ein. Diese erneute spekulative Attacke auf den Peso kam einigermaßen überraschend, wiesen doch die strukturpolitischen Maßnahmen wie Liberalisierung des Außenhandels und Privatisierung, und bestimmte volkswirtschaftliche Rahmendaten, wie etwa die Entwicklung der Devisenreserven in die richtige Richtung¹¹². Mitte November 1987 entschloss sich die Regierung vor dem Hintergrund des Regierungswechsels an Salinas de Gortari und eines bereits beschlossenen neuen Reformprogramms, den Peso nicht mehr zu verteidigen¹¹³. Die Banco de Mexico sah sich daher gezwungen, den Wechselkurs frei floaten zu lassen.

Die Erfahrungen der letzten Jahre und das erneute Scheitern orthodoxer Reformvorhaben führte zu einem Politikwechsel. Zweimal resultierten die Stabilisierungsmaßnahmen in hohen inflationären Entwicklungen. Im Jahr 1982 stieg die Inflation von 20 Prozent vor der Abwertung auf über 50 Prozent danach an, und im Herbst 1987 schnellte sie sogar auf 160 Prozent. Im Kontext der wirtschaftlichen Lage Mexikos in den 80er Jahren war dies Ausdruck eines weitaus größeren Problems.

Aus der Erfahrung, dass trotz zunehmender internationaler Währungsreserven und trotz erwirtschafteter Überschüsse in der Handelsbilanz Währungskrisen entstanden, zogen die zuständigen mexikanischen Behörden den Schluss, dass das Grundproblem in einer zu hohen inflationären Entwicklung zu suchen ist. Ohne eine Lösung dieses Problems würden sich auch weiterhin spekulative Attacken auf den Peso ereignen. Die Inflationsbekämpfung wurde somit oberstes Ziel. Dornbusch¹¹⁴ fasst diese Entwicklung folgendermaßen zusammen:

„The common perception is that inflation is caused by budget deficits. We draw attention here to the fact that budget deficits are high because of inflation. This unusual direction is important in assessing public finance in inflationary episodes and to develop a judgement about the fiscal policy changes requires in implementing stabilization.“

¹¹¹ Einen Überblick der verschiedenen MYRA-Abkommen bietet Kraemer (1997)

¹¹² Lustig (1992, 50)

¹¹³ Ortiz (1991, 185 ff)

¹¹⁴ Dornbusch (1988, 257)

2.4.1 Außenhandelsliberalisierung

Die zweite Phase der Außenhandelsliberalisierung wurde durch ein präsidentielles Dekret im Juli 1985 eingeleitet¹¹⁵. Ziel war der beschleunigte Abbau beziehungsweise die Umwandlung nichttarifärer in tarifäre Handelshemmnisse, sowie die Rückführung des hohen Protektionsniveaus generell. Dies geschah vor allem in Hinblick auf einen beabsichtigten Beitritt zum GATT. Die deutliche Reduzierung der Lizenzierungspflicht führte dazu, dass im Dezember 1985 nur noch 35 Prozent des Importwertes dem Lizenzierungsverfahren unterzogen waren gegenüber 83 Prozent gegen Ende 1984. Somit konnten rund 90 Prozent aller Warengruppen lizenzfrei importiert werden, während es ein Jahr zuvor nur 35 Prozent waren. Wie zuvor wurde mit dem Abbau der Lizenzen der durchschnittliche Zollsatz angehoben und die Verwendung des ORIP verstärkt.

Mit dem Eintritt in das GATT kam es zu der letzten Liberalisierungswelle in Mexiko im Zeitraum 1986-87 unter der Regierung von de la Madrid. Das Zollsystem wurde vereinfacht und der durchschnittliche gewichtete Zollsatz auf 5,6 Prozent halbiert. Der maximale Zollsatz wurde 1987 auf 20 Prozent reduziert, gegenüber 100 Prozent im Jahre 1985. Der mit dem GATT inkompatible ORIP wurde schließlich ganz abgeschafft und der Abbau von Lizenzen fortgesetzt. Die unilaterale Liberalisierung Mexikos ging damit über die Verpflichtungen hinaus, die sich aus der Vollmitgliedschaft des GATT ergaben.

2.4.2 Privatisierungen

Das Ausmaß der Privatisierung erschien in den ersten Jahren bemerkenswert¹¹⁶. In den Jahren 1983 bis 1985 trennte sich der Staat von 214 staatseigenen Unternehmen. Im Folgejahr nahm das Tempo noch zu. 1986 wurden mehr als 200 Unternehmen privatisiert oder liquidiert, im Folgejahr waren es noch einmal 120 Betriebe. Bis 1987 waren somit schon 47 Prozent der 1982 existierenden Staatseigenen Unternehmen privatisiert oder liquidiert, ein Jahr später stieg dieser Anteil auf 64 Prozent. Trotz dieser beeindruckenden Zahlen muss das Ergebnis dieser Maßnahmen stark relativiert werden. Zwar wurden unter der Regierung von de la Madrid die

¹¹⁵ Lustig (1992, Kap. 5) gibt eine kurze Zusammenfassung der Reformschritte zwischen 1985 und 1989

absolut größte Zahl von Unternehmen aus dem Staatssektor ausgegliedert, hinsichtlich ihrer Wirtschaftskraft waren diese Unternehmen jedoch nur von geringer Bedeutung. Größere und wirtschaftliche attraktive Unternehmen blieben auch weiterhin in staatlichem Besitz. Weiterhin ist zu beachten, dass der Rückgang an Staatseigenen Unternehmen nicht allein auf Privatisierungen zurückzuführen ist. Vielmehr lässt sich diese Entwicklung zu mehr als der Hälfte (61,5 Prozent) aus Fusionen oder Liquidierungen erklären. Besonders in den Anfangsjahren 1983-85 war der größte Anteil auf die Schließung unrentabler Betriebe denn auf deren Verkauf zurückzuführen und betraf vor allem kleinere und mittlere Unternehmen¹¹⁷. Unter diesen Gesichtspunkten konnte von einer weitreichenden Strukturreform keine Rede sein.

Die Privatisierungen, die unter der Regierung von de la Madrid vorgenommen wurden, dienten vor allem zwei Punkten. Zum einen sollte ein Signal an den privatwirtschaftlichen Sektor gegeben werden, um erneut das Vertrauen der Anleger als auch das Vertrauen in die ökonomische Kompetenz des Staates wiederherzustellen, welches unter der vorherigen Regierung verspielt wurde. Zum anderen diente das Vorgehen auch dazu, den Privatisierungsprozess institutionell und prozedural auszugestalten und öffentliche Großunternehmen zu restrukturieren und auf einen eventuellen künftigen Verkauf vorzubereiten¹¹⁸.

¹¹⁶ Aspe (1993, Kap. 4) gibt einen umfassenden Einblick in die Privatisierungspolitik Mexikos

¹¹⁷ Aspe (1993, 214 ff)

¹¹⁸ Aspe (1993, 196-200)

3. Heterodoxe Maßnahmen

Während der Ära von de la Madrid wurde versucht, der fortschreitenden Inflation durch orthodoxe Anpassungsmaßnahmen Herr zu werden. Hinsichtlich der Konsolidierung des Staatshaushaltes konnten erste Erfolge erzielt werden, die inflationäre Entwicklung war jedoch nicht zu stoppen. Nachdem der Versuch gescheitert war, wirtschaftliches Wachstum durch die Konsolidierung des Staatshaushaltes zu erreichen, und quasi in dessen Folge die Inflation zu senken und eine ausgeglichene Zahlungsbilanz zu erreichen, stellte sich auch automatisch die Frage nach dem kausalen Zusammenhang dieser makroökonomischen Größen. Die orthodoxe Strategie war zwar hinsichtlich der Stabilisierung der Zahlungsbilanz erfolgreich, versagte jedoch bei der Bekämpfung des inländischen Preisniveaus.

Im Dezember 1987 wurde ein Stabilisierungsprogramm initiiert, dem zusätzlich zu dem bisherigen orthodoxen Konzept neue Komponenten an die Seite gestellt werden sollten. Ziel war ein primär auf die Inflationsbekämpfung abzielendes Programm, das von einer restriktiven Fiskal- und Geldpolitik begleitet wurde und umfassender war als vorangegangene Projekte¹¹⁹. Das Übereinkommen zwischen der Regierung, der Wirtschaft und den Gewerkschaften über die künftige Preis-, Wechselkurs- und Lohnentwicklungen – bekannt unter dem Namen PACTO – wurde zur Schlüsselfigur des Reformvorhabens und sollte dazu beitragen, die Inertia Inflation nachhaltig zu bekämpfen. Die wichtigsten Säulen dieses Programms beinhalteten auch strukturelle Maßnahmen, wie die Lösung des Schuldenproblems, einer weiteren Liberalisierung des Außenhandels und der Öffnung zum internationalen Wettbewerb, eine durchgreifende Privatisierung und Deregulierung sowie ein Stabilisierungsprogramm, das auf einem festen Wechselkurssystem beruhte¹²⁰.

Die Voraussetzungen waren 1987 denkbar günstig. Die Devisenreserven erreichten eine Rekordhöhe von US\$ 14 Mrd. und boten somit einen bedeutenden Schutz zur Abwehr spekulativer Attacken gegen einen fixierten Wechselkurs¹²¹. Die Einbeziehung der Dachverbände von

¹¹⁹ Ortiz (1991, 291-92)

¹²⁰ Für Informationen hinsichtlich der wirtschaftlichen und politischen Hintergründe des PACTO und die Haltung der Regierung siehe Aspe (1993)

¹²¹ Vgl. Aspe (1992)

Unternehmen, Arbeitnehmerorganisationen und dem landwirtschaftlichen Sektor in das Programm erhöhten die Glaubwürdigkeit einkommenspolitischer Maßnahmen¹²². Neben der Fixierung des Wechselkurses und der öffentlichen Tarife kam es in der ersten Phase dieses als PACTO bezeichneten Stabilisierungsprogramms auch zu einer Fixierung von Löhnen und Preisen und die Senkung der disponiblen Ausgaben¹²³. Im weiteren Verlauf ab 1989 wurden die rigiden Preiskontrollen gelockert. Anstelle der Fixierung trat die Festlegung von nominalen Obergrenzen. Während in der Folgezeit Lohn- und Preisfestsetzungen mehr und mehr flexibilisiert wurden, kam der Wechselkurspolitik eine immer größer werdende Bedeutung bei der Stabilisierung der Volkswirtschaft zu¹²⁴.

¹²² Kraemer (1997, 162)

¹²³ Einen Überblick bieten Dornbusch/Werner (1994, Appendix A)

¹²⁴ Aspe (1992, 22ff)

3.1 Der PACTO: Implementierung und Erfolge

Im November 1987 wurde der PACTO für zunächst drei Monate vereinbart. Diese Lösung galt als Kompromiss zwischen dem Wunsch, Stabilität bezüglich eines festen Wechselkurses herzustellen und der Notwendigkeit, eine glaubwürdige Politik zu vertreten¹²⁵. In einem Land, das zuvor eine Inflationsrate von 160 Prozent aufwies, erschien eine langfristige Fixierung des Wechselkurses bei ausländischen Anlegern kaum durchhaltbar, eine Festlegung für die nächsten drei Monate hingegen erschien realistisch. Nachdem der PACTO erfolgversprechend war, entschloss man sich im Februar 1988, diesen Vertrag für weitere drei Monate zu verlängern. Dieses Vorgehen wurde für das gesamte Jahr 1988 beibehalten, so dass die Inflation auf 52 Prozent gesenkt werden konnte. Die daraufhin jährliche Erneuerung des PACTO avancierte zum politischen Großereignis und entwickelte sich darüber hinaus zu einer festen Institution der mexikanischen Politik. Zum einen war der PACTO als einigendes Element von Regierung, Arbeitnehmern und Arbeitgebern einzigartig in Lateinamerika, wodurch die Maßnahmen auf eine breite Basis gestellt wurden. Andererseits jedoch wurde durch dieses Vorgehen auch der Handlungsspielraum des Staates eingeschränkt, da Änderungen nur nach Absprache und Zustimmung der anderen Parteien erfolgen konnten, wollte man den PACTO nicht gefährden¹²⁶.

Hinsichtlich des primären Ziels des PACTO, nämlich der Bekämpfung der inländischen Inflation, waren die heterodoxen Maßnahmen außerordentlich erfolgreich. Lag die Inflation 1987 noch bei über 160 Prozent, konnte sie innerhalb eines Jahres auf 52 Prozent zurückgedrängt werden. Schließlich konnten 1993-94 erstmals seit über 20 Jahren wieder einstellige Raten erreicht werden.

¹²⁵ Aspe (1992, 24)

¹²⁶ Lustig/Ros (1993). Eine Untersuchung der dahinter stehenden politischen Ökonomie der Wirtschaftsreformen findet sich in Kraemer (1997)

3.2 Wechselkurspolitik

Im Verlauf der Jahre 1986-87 hatte die mexikanische Zentralbank davon Abstand genommen, am Devisenmarkt nennenswert zu intervenieren, um die bis 1987 stark angewachsenen Devisenbestände nicht zu gefährden. Diese wurden vielmehr für den bereits erarbeiteten und Ende 1987 in Kraft tretenden PACTO benötigt. Trotzdem der Peso zu Beginn dieses Programms eher unterbewertet war, startete die Wechselkurspolitik des mit einer nochmaligen einmaligen nominalen Abwertung um 22 Prozent. Dadurch sollte verhindert werden, dass nach der Implementierung eines festen Wechselkurses die zu erwartende reale Aufwertung der Währung nicht zu rasch zu nicht durchhaltbaren Defiziten in der Leistungsbilanz, einer beschleunigten Abnahme der Währungsreserven und einer spekulativen Attacke gegen den Peso führt¹²⁷.

Während des ersten PACTO, der zunächst nur für die Dauer eines halben Jahres konzipiert war, wurde der Kurs der Währung zum US\$ fixiert und entwickelte sich damit zum Anker einer antiinflationären Stabilisierungspolitik Mexikos. 1989 wurde der PACTO für die Dauer eines weiteren Jahres vereinbart. Dabei wurde das Wechselkurssystem dadurch etwas flexibler gestaltet, dass eine kontinuierliche angekündigte Abwertung des Peso gegenüber dem US\$ vorgegeben wurde. Durch die Flexibilisierung dieses wechselkursbasierten Stabilisierungsprogramms sollte vor allem die fortschreitende Inertia Inflation unter Kontrolle gebracht werden¹²⁸.

Hintergrund der Flexibilisierungsmaßnahmen waren die bis Ende 1988 um fast 60 Prozent geschrumpften Währungsreserven. Da die Preissteigerungsraten Mexikos und seines Haupthandelspartners USA noch immer weit auseinander lagen, hätte ein weiteres Fixing des Peso zu einer allzu raschen realen Aufwertung geführt. Bei weiterhin rückgängigen Devisenbeständen wäre eine weitere Verteidigung der Währung nicht lange durchzuhalten und eine spekulative Attacke nur eine Frage der Zeit gewesen¹²⁹. Schließlich wurde der PACTO jährlich aufs neue verlängert und mit zunehmenden Erfolgen bei der Inflationsbekämpfung der Crawl sukzessive verlangsamt.

¹²⁷ Vgl. Cordoba (1994)

¹²⁸ Eine Darstellung der konkreten Ausgestaltung und eine Diskussion der spezifischen Faktoren im Falle Mexikos findet sich bei Santaella/Vela (1996)

Tabelle 3

Wechselkursregime in Mexiko (1988-1994)

Nov. 1987 – Dez. 1988	Fixer nomineller Wechselkurs bei 2281 Pesos pro US\$
Jan. – Dez. 1989	Crawl bei 1 Peso pro Tag
Jan. – Dez. 1990	Crawl bei 80 Centavos pro Tag
Dez. 1990 – Nov. 1991	Crawl bei 40 Centavos pro Tag
Nov. 1991 – Okt. 1992	Crawl bei 20 Centavos pro Tag Wechselkursband bei 4 %
Nov. 1992 – 19. Dez. 1994	Crawl bei 40 Centavos pro Tag Wechselkursband bei 9 %
20. Dez. 1994 – 21. Dez. 1994	Bandbreite wird um 15 % angehoben
ab 22. Dezember 1994	Floating des Wechselkurses

Eine weitere Flexibilisierung des Systems wurde für das Jahr 1992 mit der Einführung eines Wechselkursbandes eingeführt. Dabei konnte der Wechselkurs um den festgelegten Wert fluktuieren. Dies sollte zum einen kurzfristiges Anlagekapital fernhalten, zum anderen der Regierung die Möglichkeit bieten, auf reale Aufwertungen der Währung reagieren zu können¹³⁰. Diese Entscheidung verdeutlicht das Dilemma, vor dem die Politik zu diesem Zeitpunkt stand. Auf der einen Seite bestand die Notwendigkeit der Regierung, Direktinvestitionen und langfristiges Anlagekapital zu attrahieren. Um das dafür notwendige Vertrauen der Anleger zu erlangen, erschien ein mehr oder weniger fixer Wechselkurs notwendig. Andererseits wurde gerade durch das Wechselkurssystem vermehrt kurzfristiges spekulatives Kapital angezogen. Lag nämlich für einen bestimmten Zeitraum die Zinsrate höher als die Abwertung, konnte so ohne größeres Risiko ein Spekulationsgewinn erzielt werden¹³¹. Die Einführung eines Wechselkursbandes sollte folglich das Risiko kurzfristiger spekulativer Anlagen erhöhen. Weiterhin sollte dem Staat die Möglichkeit gegeben werden, auf eventuelle Wechselkursschwankungen reagieren zu können, wenn dies nötig sein sollte¹³².

¹²⁹ Eine Darstellung der relevanten Daten bietet Kraemer (1997)

¹³⁰ Banco de Mexico, The Mexican Economy, 1993

¹³¹ Vgl. Cordoba (1994)

¹³² Banco de Mexico, The Mexican Economy, 1993

3.3 Strukturelle Maßnahmen

Ein Durchbruch hinsichtlich der Schuldenproblematik wurde 1990 im Rahmen des Brady-Plans erreicht, in dem durch die Reduzierung der Zinsen und anderer Maßnahmen die Möglichkeiten Mexikos zur Bedienung seiner Kredite verbessert wurden. Dadurch reduzierte sich die jährliche Schuldendienstleistung von 5,5 Prozent des BIP um etwa die Hälfte¹³³. Die Regierungen der Gläubigerländer sollten den Entschuldungsprozess durch großzügige Umschuldungen im Pariser Club konstruktiv begleiten und diesbezügliche Schuldabschreibungen seitens der Banken erleichtern¹³⁴.

Während der 80er Jahre litt Mexiko unter einem enormen Schuldenüberhang und den damit verbundenen hohen Schuldendienstleistungen. Ein wichtiger psychologischer Aspekt des Umschuldungsabkommens bestand darin, dass die Unsicherheit der Investoren hinsichtlich der Bedienung der Schulden nachließ und neues Vertrauen in die wirtschaftliche Entwicklung Mexikos entstand¹³⁵. Die Bedeutung des Brady-Plans für die wirtschaftliche Entwicklung Mexikos ging somit über die bloße Schuldenreduzierung hinaus. Mindestens ebenso bedeutend sind „(...) die indirekten Wirkungen auf die Investitionen durch die Stärkung des Vertrauens und der finanziellen Stabilität“¹³⁶. Das Abkommen trug wesentlich dazu bei, die Unsicherheit ausländischer Investoren hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Volkswirtschaft zu reduzieren und das Anfang der achtziger Jahre verlorengewandene Vertrauen zurückzugewinnen. Ein weiterer Effekt bestand darin, dass durch den Brady-Plan die Schuldenproblematik gewissermaßen aus der Tagesordnung gestrichen wurde, wodurch die Aufmerksamkeit internationaler Investoren nun auf andere Themenbereiche wie der Liberalisierung und Modernisierung der Wirtschaft gelenkt werden konnte¹³⁷. Bis 1994 konnte Mexiko somit einen massiven Kapitalzufluss verzeichnen. Anders als in den siebziger und achtziger Jahren fanden diese in Form von Portfolio- und Direktinvestitionen statt, Bankkredite fielen in ihrer Bedeutung zurück. Empfänger war nun nicht mehr der Staat, sondern in großem Umfang private Unternehmen, bezie-

¹³³ van Wijnbergen (1990) gibt eine detaillierte Beschreibung; Eine Zusammenfassung bietet Lustig (1992, Appendix)

¹³⁴ Eine Auflistung über Art und Umfang der Schuldenerlasse gibt Kraemer (1997)

¹³⁵ Zur Problematik hoher ausländischer Verschuldung siehe Krugman (1988), Sachs (1988)

¹³⁶ World Bank, Weltentwicklungsbericht (1990, 25)

¹³⁷ Classens/Oks/van Wijnbergen (1994)

ungsweise staatliche Unternehmen, die nach dem Willen der Regierung jedoch bald privatisiert werden sollten¹³⁸.

Nach dem Beitritt zum GATT wurden ab 1988 die quantitativen Handelsbeschränkungen fast vollständig eliminiert und das Zollmaximum auf 20 Prozent reduziert. Importquoten, wie sie in den achtziger Jahren weit verbreitet waren, wurden fast völlig abgeschafft¹³⁹. Seien erst einmal die Handelsbarrieren gefallen, so die Vorstellungen von Finanzminister Pedro Aspe, sollte die Wechselkurspolitik zur Reduzierung der Inertia Inflation beitragen und eine Obergrenze des Preisniveaus handelbarer Güter darstellen¹⁴⁰. dass die Konkurrenz durch ausländische Anbieter vorerst nicht zunahm lag an der nominalen Abwertung des Peso um 22 Prozent zu Beginn des PACTO, welche die tarifäre Protektion der mexikanischen Wirtschaft zunächst ersetzte.

Das wichtigste außenhandelspolitische Signal setzte jedoch die Aufnahme der Gespräche über ein Freihandelsabkommen zwischen Mexiko, Kanada und der USA im Juni 1990, der NAFTA. Darin geregelt wurde die Möglichkeit der zollfreien Einfuhr in die Mitgliedsstaaten, grenzüberschreitende Investitionstätigkeiten, Subventionen, Antidumping-Verfahren und der Schutz geistigen Eigentums¹⁴¹. Der NAFTA-Vertrag trat zum 1.1.1994 in Kraft und regelte die vollständige Handelsliberalisierung mit Übergangsfristen von bis zu 15 Jahren. Während über 80 Prozent der mexikanischen Ausfuhren in die Vertragsstaaten sofort von Zöllen befreit wurden, galt dies im umgekehrten Fall nur für 42 Prozent.

Nachdem durch den Brady-Plan ein wichtiger Schritt unternommen wurde, um bezüglich der Schulden für Ruhe zu sorgen und erneut das Vertrauen ausländischer Investoren zurückzugewinnen, sollte die Institutionalisierung der bisherigen Erfolge die wirtschaftliche Liberalisierung und Reformpolitik unumkehrbar machen. Der Abschluss des NAFTA-Abkommens eröffnete gute Exportperspektiven nach Nordamerika. So sollte Mexiko endlich in den Genuss höherer Wachstumsraten kommen und das 'verlorene Jahrzehnt' hinter sich lassen¹⁴². Schließlich wurde der Optimismus auch durch das Privatisierungsprogramm der mexikanischen Regierung unter Präsident Salinas gefördert. Dabei sollten auch große staatseigene Unternehmen wie die Tele-

¹³⁸ vgl. etwa Griffith-Jones (1992)

¹³⁹ General Agreement on Tariffs and Trade (1993, Vol.1, S.74-75; Vol.2, S.50-51)

¹⁴⁰ Aspe (1993, 23-24)

¹⁴¹ Aspe (1993, 159)

¹⁴² Vgl. Lustig (1992)

fongesellschaft Telmex, die zu Beginn der Schuldenkrise 1982 verstaatlichten Banken und die staatliche Ölindustrie privatisiert werden¹⁴³. Die Bereiche Telekommunikation und Banken erzielten dabei fast 95 Prozent der Privatisierungserlöse unter Salinas. Den Investoren wurden so umfangreiche Anlagemöglichkeiten gewährt, was sich auch an einer positiven Entwicklung der mexikanischen Börse niederschlug.

Um den Zugang für ausländische Investoren weiter zu erleichtern, wurde im Mai 1989 ein neues Auslandsinvestitionsgesetz verabschiedet. Ausländischen Investoren wurde nun die Möglichkeit gegeben, in zahlreichen Wirtschaftsbereichen einen Eigenkapitalanteil von 100 Prozent der nationalen Unternehmen zu erwerben. Bisher war dieses nur in Form von Minderheitsbeteiligungen möglich. Beschränkt war diese Regelung jedoch auf Betriebsstandorte außerhalb der drei großen urbanen Zentren Mexikos. Auch die sektorale Begrenzung von Investitionen wurde weiter zurückgenommen. Im Rahmen des NAFTA-Abkommens schließlich wurden derartige Beschränkungen weitestgehend aufgehoben¹⁴⁴.

Neben der Liberalisierung des Außenhandels bildeten die Privatisierungen eine weitere wichtige Stütze der Strukturanpassung Mexikos¹⁴⁵. Zwar wurden die zahlenmäßig meisten Privatisierungen von der vorhergehenden Regierung durchgeführt, die bedeutsamsten und auch wertmäßig höchsten jedoch fanden unter der Präsidentschaft von Salinas de Gortari statt. So erzielten die Staatseinnahmen aus dem Verkauf staatseigener Unternehmen zwischen den Jahren 1991 und 1992 einen Wert von 3-4 Prozent des BSP¹⁴⁶. Wichtig ist, dass unter dieser Präsidentschaft auch große Unternehmen verkauft wurden. Zugute kamen der Regierung dabei einerseits die Erfahrungen aus den Jahren zuvor, zum anderen waren infolge von Brady-Plan und NAFTA sicherlich auch die Attraktivität und damit auch die zu erzielenden Erlöse gestiegen. Neu war, dass nun auch die großen Staatsunternehmen verkauft wurden.

¹⁴³ Kraemer (1997)

¹⁴⁴ Für eine ausführliche Darstellung siehe Burgos-Perez (1996)

¹⁴⁵ Vgl. Aspe (1993, Kap.4)

¹⁴⁶ Kraemer (1997, 174). Eine Diskussion um eine effiziente Verwendung der Privatisierungserlöse bietet Makenzie (1997)

3.4 Entwicklungen im Rahmen des PACTO

Die Regierung unter Salinas de Gotari war Ende 1987 mit dem Vorhaben angetreten, wirtschaftliches Wachstum wieder herzustellen und die hoch inflationäre Entwicklung des Peso zu stoppen. Dem gegenüber standen hohe Schuldzinszahlungen, eine immense Kapitalflucht und damit einher gehend, ein generelles Misstrauen seitens internationaler Investoren¹⁴⁷. Ein anhaltend hohes inländisches Zinsniveau, finanziert durch Exportüberschüsse, wäre im Rahmen des PACTO langfristig nicht durchzuhalten gewesen. Ein erster Erfolg zeichnete sich durch den Brady-Plan im Juli 1989 ab. Die Zahlungsverpflichtungen Mexikos sanken, und das Vertrauen ausländischer Investoren stieg. Regierung und Wirtschaftsanalysten versprachen sich darüber hinaus eine Repatriierung des Fluchtkapitals¹⁴⁸. Allerdings konnte zu diesem Zeitpunkt von einer Rückkehr des Kapitals keine Rede sein. Auch die strukturellen Maßnahmen hinsichtlich der Liberalisierung des Außenhandels brachten zunächst nicht den gewünschten Erfolg¹⁴⁹. Der Durchbruch kam mit der Verkündung der Reprivatisierung der Banken, dem eine Anzahl von Gesetzesänderungen bezüglich der Investitionsmöglichkeiten in Mexiko und den Beteiligungen an Unternehmen voranging¹⁵⁰. Die Aufnahme der NAFTA-Verhandlungen unterstrich die Bedeutung Mexikos als Investitionsstandort.

Trotz des weitreichenden Abbaus tarifärer und nichttarifärer Handelshemmnisse war die reale Entwicklung des Außenhandels jedoch negativ. Zwar stiegen die Exporte seit 1988 um fast 100 Prozent, gleichzeitig verdreifachten sich jedoch auch die Importe. Die bis 1989 noch weitgehend ausgeglichene Handelsbilanz wies bis 1994 ein immer stärker werdendes Defizit auf. Ein wesentlicher Grund lag in der realen Überbewertung des Peso und der damit einhergehenden sinkenden Wettbewerbsfähigkeit mexikanischer Produkte. Der reale Außenwert des Peso erhöhte sich zwischen 1987 und 1992 um etwa 50 Prozent. Eine der Folgen war, dass das Defizit der Leistungsbilanz auf 8 Prozent des BSP angewachsen war und Mexiko immer stärker vom Zufluss kurzfristigen Anlagekapitals abhängig wurde. Vor dieser Entwicklung hatte der IMF im Zuge regelmäßiger Konsultationen bereits im Februar 1994 gewarnt¹⁵¹.

¹⁴⁷ Vgl. Dornbusch (1988); Ortiz (1991)

¹⁴⁸ Vgl. van Wijnbergen (1991, 437ff)

¹⁴⁹ Lustig (1992, 56)

¹⁵⁰ Vgl. Aspe (1993, 81ff)

¹⁵¹ IMF Survey 20.02.1994. Die Rolle des IMF ist dabei jedoch nicht eindeutig. Vgl. dazu D'Amato (1995)

Mit der Unterzeichnung des Brady-Plans und dem erfolgreichen Abschluss der NAFTA-Verhandlungen wurde davon ausgegangen, dass Mexiko nicht wieder eine Schuldenkrise ähnlichen Ausmaßes wie in den siebziger und achtziger Jahren durchleben würde, da der für diese Entwicklung hauptsächlich verantwortliche Faktor, das enorme Staatsdefizit, unter Kontrolle gebracht worden war. Trotz einer fortschreitenden realen Aufwertung des Peso, eines immensen Handelsbilanzdefizits, niedriger Inflationsraten, einer nur geringen Produktivitätssteigerung und einer abnehmenden privaten Sparquote waren die Erwartungen an die mexikanische Wirtschaft weiterhin hoch. Die sinkende Sparquote wurde als temporäres Phänomen betrachtet und die negative Handelsbilanz sollte nach Auffassung der verantwortlichen Stellen durch baldige Produktivitätssteigerungen wettgemacht werden. Zu Beginn der 90er Jahre existierten zunächst keine wirklich ernst zu nehmenden Anzeichen dafür, dass das Land auf eine Finanzkrise zusteuerte. Unter Fachleuten und Wissenschaftlern wurde die wirtschaftliche Entwicklung grundsätzlich als positiv eingeschätzt¹⁵².

Der Beitritt Mexikos zur NAFTA galt als Garant für weiterhin stetige Kapitalzuflüsse. Diese Investitionen konnten dem Land nach Auffassung vieler Beobachter zusätzlich Zeit für etwaige makroökonomische Anpassungen verschaffen und zur Finanzierung des Handelsdefizits beitragen. Dieser Entwicklungsoptimismus, gekoppelt mit einem weitaus höherem Zinsniveau Mexikos als beispielsweise dem der Vereinigten Staaten, bewirkte einen immensen Kapitalzufluss. Diese Investitionen jedoch unterstützen den inländischen Konsum und führten in Verbindung mit einer rigiden Wechselkurspolitik zu einer starken Auf- und Überbewertung des Peso und einem hohen Handelsbilanzdefizit. Nach Auffassung der Regierung sollte das Wechselkurssystem zum einen kurzfristiges Anlagekapital fernhalten und zum anderen eine Anpassung an den realen Wechselkurs ermöglichen, falls dies notwendig sein sollte¹⁵³. Die stetig zunehmende Aufwertung des Peso veranlasste die Regierung jedoch, für 1993 und 1994 den Crawl auf 40 Centavos pro Tag zu erhöhen und die Bandbreite des Wechselkurses zu vergrößern. Dies macht deutlich, dass die Regierung die wachsende Überbewertung der Währung und die damit einher gehenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte als potentiell stabilitätsgefährdend erkannt hatte.

¹⁵² Krugman (1995)

¹⁵³ Banco de Mexico (1993)

4. Erste Reaktionen auf die Pesokrise

Die Pesokrise vom Dezember 1994 kam sowohl für die Regierung, als auch für viele internationale Anleger und Analysten überraschend. Nach Auffassung vieler Beobachter lagen trotz der geschilderten Fehlentwicklungen des PACTO keine Anzeichen einer Attacke auf die mexikanische Währung vor, und die von der Regierung getroffenen wirtschaftlichen und politischen Reformen wurden durchaus positiv betrachtet¹⁵⁴. Die Ursachen wurden daher zunächst in einer Reihe negativer politischer Ereignisse und nicht beeinflussbarer internationaler Faktoren gesucht¹⁵⁵.

Ein weiterer Kritikpunkt richtete sich an die überhöhten positiven Erwartungen im Rahmen des 'Washington Consensus'. Dabei handelte es sich bei den Entwicklungsaussichten der mexikanischen Volkswirtschaft nach Ansicht der Kritiker eher um ein 'Invention of the Mexican Miracle', basierend auf einem allzu großen Entwicklungsoptimismus und zu hoher Renditeerwartungen internationaler Investoren. Einer eingehenden Analyse hielten beide Begründungen jedoch nicht stand.

¹⁵⁴ Vgl. IRELA (1994) für einen Überblick dieser Entwicklungen.

¹⁵⁵ Espinosa/Russel (1996)

4.1 Einflüsse interner und externer Faktoren

Eine Reihe interner politischer Unruhen erschütterten 1994 die mexikanische Finanzwelt. Dazu gehörte der Aufstand der Zapatistas im Chiapas im Januar, die Ermordungen des Präsidentschaftskandidaten Colosio im März und des Generalsekretärs der PRI Ruiz Massieu im September. Dazu gesellten sich 1994 auch externe, von Mexiko nicht zu beeinflussende Faktoren. Im Februar 1994 begann die Federal Reserve Bank der Vereinigten Staaten die Zinsen auf ihre Staatspapiere zu erhöhen. Weitere Erhöhungen im Verlauf des Jahres ließen die Zinsen von 3 Prozent auf 5,5 Prozent steigen und machten so auch langfristige Anlagen in den USA für die Investoren wieder interessant¹⁵⁶. Das Attentat auf den Präsidentschaftskandidaten der PRI trug zur weiteren Verunsicherung bei und erhöhte das Anlagerisiko internationaler Investoren. Als Reaktion auf diese Entwicklung gab Mexiko in der Folgezeit verstärkt dollardenominierte Schuldverschreibungen aus und übernahm damit selbst das Währungsrisiko.

Die mexikanische Währung geriet in den Folgemonaten unter starken Druck. Aufgrund der zunächst hohen Peso-Nachfrage der Investoren bewegte sich der Wechselkurs zwischen November 1993 und Februar 1994 paradoxer Weise am unteren Interventionspunkt, so dass die Banco de Mexico bis zu diesem Zeitpunkt noch Dollar ankaufen musste, um den Wechselkurs innerhalb des Bandes zu halten¹⁵⁷. Im Zuge der Entwicklungen im Februar und März 1994 stieg der Kurs des Peso und erreichte bald die obere Interventionsgrenze, wo sie auch im weiteren Verlauf des Jahres verharrte.

In der mexikanischen Politik wurden die internen und externen Schocks und die damit verbundenen volkswirtschaftlichen Entwicklungen als temporäre Ereignisse gedeutet und für die darauf folgenden Entwicklungen verantwortlich gemacht¹⁵⁸. Dabei ignorierte sie die von Williamson formulierte Regel, dass „negative shocks should be treated as permanent, and positive shocks as temporary“¹⁵⁹. Ein Politikwechsel wurde vermieden und auch nach der Präsidentschaftswahl zeichnete sich keine Änderung ab.

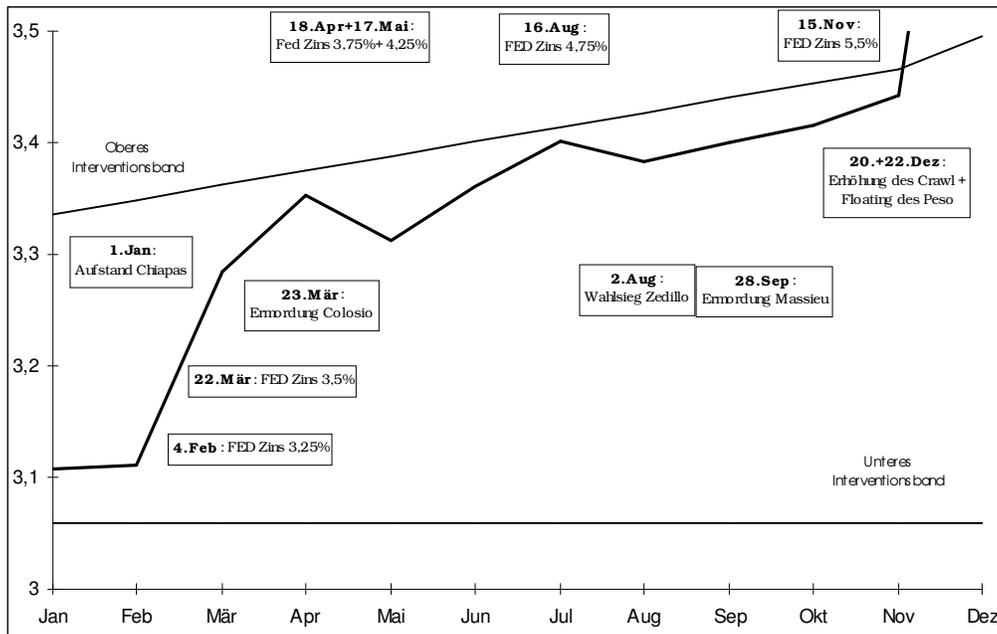
¹⁵⁶ Vgl. Whitt (1996)

¹⁵⁷ Eine eingehende Erläuterung bietet etwa Greenspan (1995)

¹⁵⁸ Eine genauere Analyse der Reaktionen Mexikos auf die einzelnen Schocks bieten Leiderman/Thorne (1996)

Graphik 1

Wechselkursentwicklung (1995) (Peso pro Dollar)



Quelle: Banco de Mexico, eigene Berechnungen

Der neue PACTO wurde am 24. September 1994 unterzeichnet und sah weder eine Ausweitung des Crawl der Währung, noch eine Abwertung des Peso vor. Die Währung geriet daraufhin unter weiteren Druck und Mexiko verzeichnete einen erneuten immensen Kapitalabzug. Eine Folge dieser Entwicklung war ein massiver Kapitalabfluss. Während im ersten Quartal 1994 noch ein Zufluss an Portfolioinvestitionen von mehr als US\$ 8,5 Mrd. verzeichnet werden konnte, ging dieser Wert im folgenden Quartal um über 80 Prozent auf etwa US\$ 1,5 Mrd. zurück.

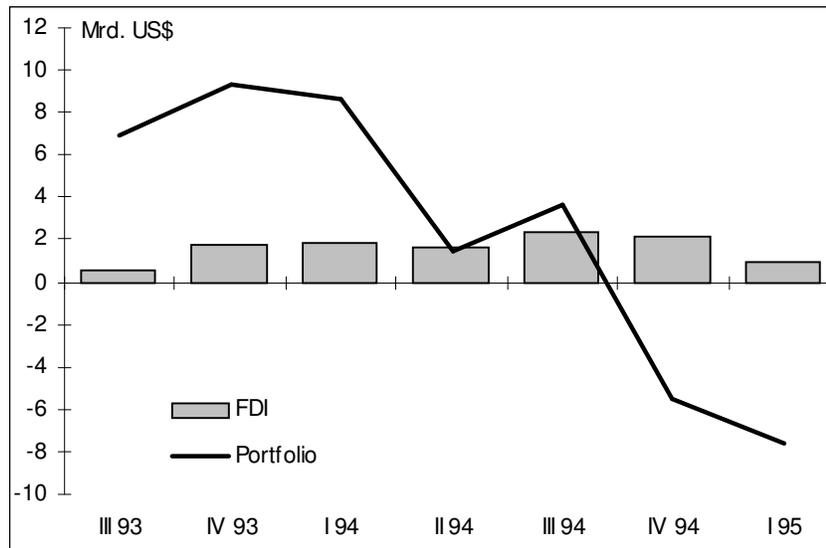
Zwar stabilisierten sich diese kurzfristigen Zuflüsse in den folgenden Monaten in etwa auf diesem Niveau und konnten sogar wieder leicht steigen, diese Entwicklung war jedoch zum Großteil auf den Substitutionseffekt von Cetes und Tesobono-Papieren zurückzuführen. Hielten ausländische Investoren zum Dezember 1993 insgesamt 66 Prozent der Cetes Papiere, so wurden sie im Laufe des Jahres 1994 zu den Hauptinvestoren von Tesobono-Papieren¹⁶⁰.

¹⁵⁹ Williamson (1994)

¹⁶⁰ Banco de Mexico, The Mexican Economy (1994)

Graphik 2

Private Kapitalzuflüsse (III.1993-I.1995) (in Mrd. US\$)



Quelle: IMF, International Financial Statistics

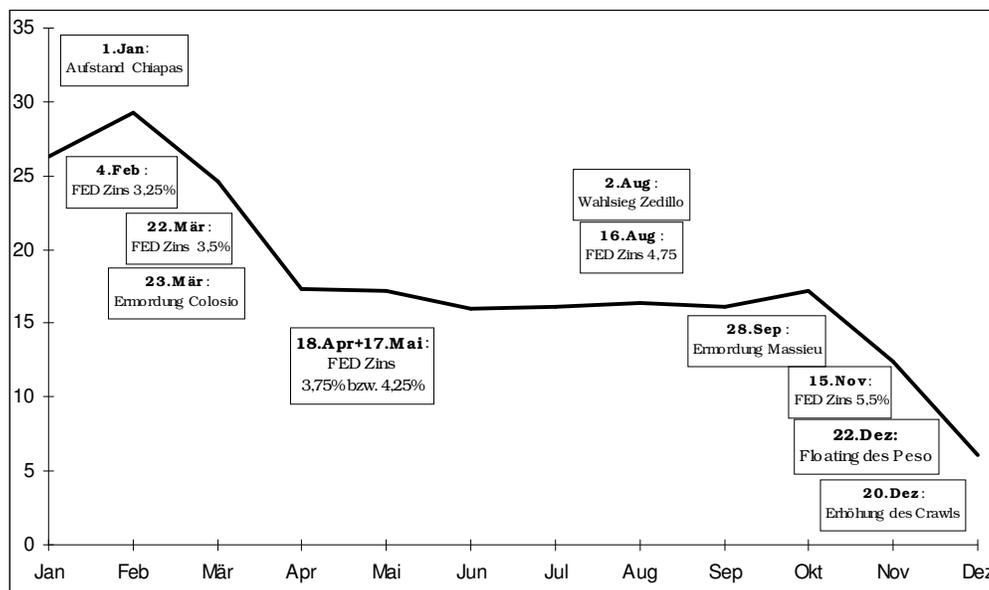
Die hohe Abhängigkeit von kurzfristigen Portfolioinvestitionen zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizit hatte fatale Folgen. Allein die Zuflüsse der Portfolioinvestitionen gingen zwischen 1993 und 1994 um zwei Drittel zurück. Als Folge des Kapitalabzugs ergaben sich gleichzeitig starke Finanzierungsprobleme, die mit einem massiven Abbau der Devisenreserven einhergingen. Seit Februar 1994 waren Stützungskäufe der Zentralbank an der Tagesordnung, die sich zeitweise auf über eine Milliarde US\$ pro Tag beliefen¹⁶¹. Bis zum April verlor die mexikanische Zentralbank etwa 40 Prozent seiner Einlagen.

Im weiteren Verlauf des Jahres stabilisierte sich zunächst auch der Bestand an Devisenreserven und konnte ebenso wie die Kapitalzuflüsse sogar leicht zulegen. Im letzten Quartal 1994 und besonders in den Monaten November und Dezember wurden jedoch über US\$ 5,5 Mrd. an Portfolioinvestitionen abgezogen und die Devisenreserven sanken bis Dezember auf US\$ 6,1 Mrd. Die beschriebenen Faktoren können jedoch nur beschränkt für die Entwicklung der Pesokrise verantwortlich gemacht werden. Der vermutete Zusammenhang von Zinserhöhungen in den USA und Kapitalabflüssen in Mexiko mag zwar zur Entwicklung zu Beginn des Jahres beigetragen haben, eine ähnliche Reaktion auf weitere Zinserhöhungen im weiteren Verlauf

1994 blieb jedoch aus. Gleiches gilt für die innenpolitischen Unruhen. Der Aufstand der Zapatistas im Chiapas am ersten Januar 1994 hatte zunächst keine direkten Auswirkungen auf die Investitionsentscheidungen internationaler Anleger. Die Ermordung des Präsidentschaftskandidaten der PRI im Februar mag zwar zur Verunsicherung der Investoren beigetragen haben, ein solcher Zusammenhang ließe jedoch auch vermuten, dass nach dem Wahlsieg Zedillos im August des Jahres eine wesentliche Entspannung der Situation hätte einsetzen müssen.

Graphik 3

Entwicklung der Devisenreserven (1994)
(in Mrd. US\$)



Quelle: Banco de Mexico

Die tatsächlichen Entwicklungen weisen vielmehr auf die Existenz einer Reihe systeminhärenter Probleme hin. Diese ergaben sich sowohl aus der Auswahl des Wechselkurssystems, als auch externer Faktoren, welche sich im Anlageverhalten internationaler Investoren widerspiegeln und auf die stärkere Integration Mexikos in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte zurückzuführen waren. Im Dezember 1994, kurz nach der Regierungsübernahme durch

¹⁶¹ Banco de Mexico, The Mexican Economy (1995)

Ernesto Zedillo, konnte die eingeschlagene Reformpolitik, die von Greenspan¹⁶² als 'high-risk exchange-rate strategy' bezeichnet wurde, nicht länger durchgehalten werden.

Als am 20. Dezember der Crawl der mexikanischen Währung auf 4 Peso pro US-Dollar täglich erweitert wurde, kam es zu einem panikartigen Rückzug der Investoren aus Mexiko. Die Banco de Mexico verlor innerhalb der folgenden 48 Stunden etwa US\$ 4 Mrd. ihrer Devisenreserven die nötig waren, um den Kurs der Währung weiter zu stabilisieren. Zwei Tage vor Weihnachten sah sich die Regierung gezwungen, den Kurs nicht weiter zu verteidigen und ließ den Peso frei floaten. Der Währungskurs fiel in dieser Zeit von 3,47 auf 5,5 Peso pro Dollar. Die Zinsrate für Cetes schoss auf 45 Prozent am 10 Januar 1995.

Mexiko durchlebte in den Folgemonaten eine Finanzkrise immensen Ausmaßes¹⁶³. 1995 lag das Wirtschaftswachstum bei minus 6,6 Prozent und die Investitionen gingen um 30 Prozent zurück. Die Zahl der Arbeitslosen verdoppelte sich bis zum Juni 1995 und der Anteil der Bevölkerung in extremer Armut stieg um 20 Prozent¹⁶⁴. Die Folgen machten sich auch in anderen Ländern Lateinamerikas und teilweise darüber hinaus bemerkbar¹⁶⁵. Das Ausmaß der Kapitalflucht aus Mexiko und anderer sogenannter 'Emerging Markets' überraschte nicht nur Regierungen und Finanzinstitutionen, sondern auch wissenschaftliche Beobachter.

¹⁶² Greenspan (1995, 7)

¹⁶³ Eine ausführliche Darstellung der Ereignisse bietet die Banco de Mexico, The Mexican Economy (1995/1996)

¹⁶⁴ Vgl. Lustig/Szekely (1999)

¹⁶⁵ Vgl. Truman (1996)

4.2 Invention of the Mexican Miracle

Nach Ausbruch der Pesokrise richtete sich die Kritik zunächst an die übertriebene Erwartungshaltung seitens der Investoren und die Rolle internationaler Institutionen im Vorfeld der Krise. Das Potential wirtschaftspolitischer Reformen, die im Rahmen des ‘Washington Consensus’ durchgeführt wurden, entsprach nach Ansicht der Kritiker bei weitem nicht den realen Entwicklungsmöglichkeiten dieser Länder und der Erwartungshaltung internationaler Institutionen und Investoren¹⁶⁶.

Paul Krugman¹⁶⁷ und andere Autoren sprachen von einem ‘Invention of the mexican miracle’ und verwiesen auf die übersteigerten Erwartungshaltungen Anfang der neunziger Jahre, die den realen Entwicklungsmöglichkeiten nicht entsprachen. Kritiker dieser Entwicklung kamen vor allem aus dem Lager der ‘Fundamentalisten’¹⁶⁸, jener Gruppe also, die zur Beurteilung der Krise vor allem auf klassische Interpretationsmuster und somit auf die Entwicklung der ökonomischen Fundamentaldaten verwies. So urteilte Paul Krugman¹⁶⁹ hinsichtlich der übertriebenen Erwartungen an die Reformen der mexikanische Wirtschaft:

„... that the widespread belief that moving to free trade and free markets will produce a dramatic acceleration in a developing country’s growth represents a leap of faith, rather than conclusion based on hard evidence“.

Die ‘Idee’ des ‘Washington Consensus’ basierte auf den drei Säulen Liberalisierung, Deregulierung und Privatisierung¹⁷⁰. Die Kritik setzte dabei nicht an der Implementierung derartiger Reformprogramme als solche an, deren Effekte auch weiterhin als grundsätzlich positiv beurteilt werden, sondern an der Effizienz und dem wirtschaftlichen Potential derartiger Reformen, vor allem im Hinblick auf den internationalen Handel und dem Einfluss der Inflationsbekämpfung¹⁷¹. Das Resultat der Reformen bestand zunächst in einer sofortigen und erheblichen Verbesserung des Vertrauens ausländischer Investoren, die sich eine wesentliche Steigerung der

¹⁶⁶ Vgl. Aziz/Wescott (1997)

¹⁶⁷ Krugman (1995)

¹⁶⁸ Namentlich vertreten durch Paul Krugman, Sebastian Edwards und Rüdiger Dornbusch

¹⁶⁹ Krugman (1995, 33)

¹⁷⁰ Trotz der Einigkeit in den Reformbereichen variierte die Ausgestaltung der Maßnahmen in den einzelnen Ländern stark voneinander. Naim (1999) urteilt bei der Analyse dieser unterschiedlichen Konzeptionen und Ansätze, dass der Konsens eher einer ‘Washington Confusion’ gleicht.

Rentabilität ihrer Einlagen versprochen. Unterstützt wurde diese Einstellung durch die Politik internationaler Institutionen wie der Weltbank und dem IMF, die sich massiv für ein privatwirtschaftliches Engagement in Mexiko einsetzten¹⁷².

Die Kritik der 'Fundamentalisten' setzt an dem Punkt an, an dem die Divergenz zwischen internationaler Fürsprache und tatsächlicher Entwicklung ökonomischer Fundamentaldaten ihrer Meinung nach offen zu Tage trat und darüber hinaus weiterhin propagiert wurde. Von diesem Zeitpunkt an glich die Entwicklung Mexikos mehr einem 'Invention of the Mexican Miracle'¹⁷³ mit hohem spekulativen Charakter sowohl seitens der Investoren, als auch seitens der mexikanischen Regierung und internationaler Institutionen. Je länger eine Korrektur dieser Entwicklung ausblieb, desto größer wurde die spekulative Blase, die früher oder später platzen musste¹⁷⁴. Edwards¹⁷⁵ urteilte dazu:

„(that) the most important (factor) was perhaps the tremendous faith that many analysts had in the market-oriented reforms themselves; if the results were not there, many argued, they were around the corner.“

Großen Anteil hatten dabei internationale Institutionen wie die Weltbank und der IMF, die in ihren Veröffentlichungen die wirtschaftliche Entwicklung Mexikos äußerst positiv darstellten¹⁷⁶. Die Weltbank stellte etwa in ihren 'Annual Report' von 1993 und 1994 den Erfolg der Stabilisierungsmaßnahmen als äußerst erfolgreich dar¹⁷⁷. Noch im November 1994 urteilte die Weltbank¹⁷⁸:

„Economic growth is expected to surge, reaching the highest level in five years, as a period of post election stability is anticipated“

Neben diesen offiziellen Verlautbarungen fanden auch eine Reihe hochrangiger informeller Treffen zwischen der Weltbank und der mexikanischen Regierung statt, in deren Verlauf intern

¹⁷¹ Krugman (1995); vgl. auch Edwards (1993a); Dornbusch/Edwards (1994); Krueger (1997b); Edwards (1997b)

¹⁷² Eine kritische Beurteilung hinsichtlich des Engagements des IMF bietet Boughton (1994)

¹⁷³ Edwards (1997a)

¹⁷⁴ Krugman (1995, 42); Dornbusch (1997, 127)

¹⁷⁵ Edwards(1997a, 99)

¹⁷⁶ Eine umfassende Darstellung über die informellen Treffen zwischen IMF, Weltbank, Vertretern der mexikanischen Regierung und den mexikanischen Regierungsstellen findet sich in D'Amato (1995)

¹⁷⁷ World Bank Annual Report (1994)

¹⁷⁸ The World Bank, Global Economic Prospects and the Developing Countries (1994)

immer wieder vor den Entwicklungen des Wechselkurses gewarnt und eine weitere Flexibilisierung eingefordert wurde¹⁷⁹. In der Öffentlichkeit wurde jedoch von dieser Kritik weitgehend abstand genommen. Dennoch kann konstatiert werden, dass die Weltbank die Gefahren aus der kurzfristigen Schuldenstruktur Mexikos und der Entwicklung der vorhandenen Devisenbestände falsch eingeschätzt hatte. Auch der IMF deutete die mexikanischen Reformen als außerordentlichen Erfolg mit großen Entwicklungsaussichten¹⁸⁰. Zwar wurde das geringe Wirtschaftswachstum registriert, noch im Oktober 1994 wurde für die kommenden Jahre jedoch ein erhöhtes Wachstum und eine weitgehende Stabilisierung prognostiziert¹⁸¹.

Neben diesen Institutionen waren auch internationale Fondsmanager und Investmenthäuser hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten äußerst optimistisch. Edwards¹⁸² konnte im Nachhinein feststellen, dass von zwölf veröffentlichten Analysen zwei eine weitere Aufwertung des mexikanischen Peso prognostizierten, zwei drangen auf eine Aufwertung des Investmentratings und acht urteilten, dass trotz hohem Leistungsbilanzdefizits eine weitere Abwertung des Peso nicht zu befürchten sei. Bear Stearns urteilte noch im November 1994: „(W)e expect a strengthening of the peso in the coming months, creating very high dollar returns on CETES.“ und J.P. Morgan konstatierte: „(W)e view Mexico as investment-grade risk. We do not regard Mexican debt to have predominantly speculative characteristics.“

Im weiteren Verlauf der Untersuchungen stellte sich jedoch heraus, dass die Ursachen der Pesokrise weitaus komplexer waren und eine bloße Schuldzuweisung für eine ernsthafte Analyse nicht ausreichte. Der Grund der Pesokrise lag weder in hohen staatlichen Defiziten, die eine klassische Interpretation von Währungskrisen boten, noch wurde sie durch ähnliche exogene Schocks hervorgerufen wie etwa der Ölpreisverfall von 1986, der zu sinkenden Exporteinnahmen Mexikos führte und damit wesentlich zu dem Verfall der mexikanischen Währung beitrug.

Für die Entwicklung in den neunziger Jahren war keines dieser beiden Szenarien verantwortlich zu machen. Externe Einflüsse in der Größenordnung des Ölpreisverfalls 1986 waren nicht aufgetreten und im Gegensatz zu der Zeit Anfang der achtziger Jahre schien die Fiskalpolitik auf gesunden Füßen zu stehen. Das Bild der mexikanischen Wirtschaft stellte sich vielmehr folgen-

¹⁷⁹ Burki, S. J. (1997)

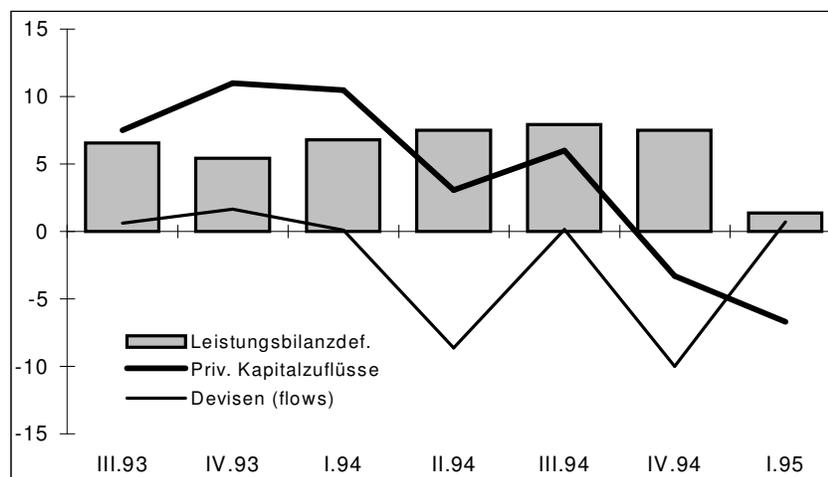
¹⁸⁰ Looser/Kalter (1992)

¹⁸¹ IMF, World Economic Outlook (1994)

dermaßen dar. Die reale Aufwertung der Währung und die Fehlentwicklungen im Rahmen des PACTO führten zu einem stetig anwachsendem Leistungsbilanzdefizit. Bis zum ersten Quartal 1994 konnte dieses noch durch ausländische Kapitalzuflüsse problemlos finanziert werden. Seit dem zweiten Quartal ließen jedoch vor allem die privaten Portfolioinvestitionen stark nach. Um diese Diskrepanz zu beheben wurde auf die bis dahin hohen Devisenreserven zurückgegriffen. Ende 1994 reichten jedoch weder neue Kapitalzuflüsse, noch die verbleibenden Devisenreserven zur weiteren Finanzierung aus, so dass sich in den folgenden Monaten eine enorme Finanzkrise entwickelte.

Graphik 4

Ausgewählte Indikatoren der Finanzkrise (III.1993-I.1995)
(in Mrd. US\$)



Quelle: Banco de Mexico und IMF, International Financial Statistics

Fazit

Die durchgeführten Reformmaßnahmen spiegeln den Ideologiewandel der 90er Jahre und ihre unterschiedlichen Erfolge gut wider. Die nach Ausbruch der Schuldenkrise durchgeführten orthodoxen Stabilisierungsmaßnahmen kamen vielfach über ein 'muddling through' nicht hinaus. Wesentliche strukturelle Ursachen der Inflation wurden nicht berücksichtigt, das Schuldenproblem konnte nicht gelöst werden und die Liberalisierungs- und Deregulierungsmaßnahmen wurden zunächst eher zögerlich durchgeführt.

Nachdem Mexiko trotz der Sanierung seiner Staatsfinanzen erneut Ziel spekulativer Attacken gegen den Peso wurde, änderte sich der Schwerpunkt der Reformpolitik. Die inflationäre Entwicklung wurde als wesentliches Hindernis einer stabilen Entwicklung identifiziert. Die Inflationsbekämpfung rückte somit in den Mittelpunkt der Stabilisierungsmaßnahmen

Das Vertrauen internationaler Investoren konnte erst mit der Einführung heterodoxer Maßnahmen als Mittel zur Inflationsbekämpfung gegen Ende der 80er Jahre zurückgewonnen werden. Mit der Lösung des Schuldenproblems, weitreichender Liberalisierungs- und Privatisierungsmaßnahmen sowie durch die Vereinbarung zur NAFTA wurde Mexiko wieder interessant für internationale Kapitalanleger.

Der Ausbruch der Pesokrise 1994 kam für die Regierung und viele Beobachter und Analysten überraschend und wurde zunächst auf eine Reihe negativer nationaler und internationaler Schocks und dem überzogenen Entwicklungsoptimismus zurückgeführt. Systeminhärente Faktoren oder veränderte Rahmenbedingungen durch eine fortschreitende Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte wurden zunächst nicht in Betracht gezogen.

Kapitel III: Deutungsmuster in der wissenschaftlichen Literatur

Selten zuvor wurde ein Thema wie die Pesokrise in Mexiko und deren Auswirkungen auf andere Länder, sowie deren Bedeutung im Rahmen weltweiter Integrations- und Globalisierungstendenzen so intensiv und kontrovers diskutiert. Dennoch bestehen auch weiterhin Divergenzen, in welchem Ausmaß die einzelnen Hypothesen spekulativer Währungsattacken zur Entstehung und dem Grad der Pesokrise beigetragen haben. Die Betrachtung der Erfahrungen aus der Asienkrise weisen darauf hin, dass der Deutung spekulativer Währungsattacken der neunziger Jahren durchaus neuere Interpretationen zugrunde liegen, die auf eine Veränderung der internationalen Rahmenbedingungen zurückzuführen ist.

Ein wesentlicher Faktor dieser veränderten Rahmenbedingungen resultiert aus der fortschreitenden Liberalisierung der Kapitalmärkte in den achtziger Jahren, welcher zu hohen Kapitalzuflüssen in die Emerging Markets führte¹⁸³ und gleichzeitig die Instabilität der jeweiligen nationalen Finanzmärkte¹⁸⁴ erhöhte. Ein erster Anhaltspunkt, der auf diese veränderten Rahmenbedingungen hinweist, ergibt sich aus der immensen Höhe international fluktuierendes Kapitals, das 1997 US\$ 40 Billionen¹⁸⁵ überstieg. Somit können schon relativ geringe Änderungen im internationalen Portfolio zu massiven Schwankungen an den relativ kleinen Anlagemärkte in Empfängerländern wie Mexiko führen¹⁸⁶. Ein weiterer Faktor, der auf veränderte Rahmenbedingungen hinweist, ergibt sich aus der Beobachtung, dass schon wenige Monate nach Ausbruch der spekulativen Attacke internationale Kapitalanleger in das Land zurückkehrten, ohne dass dies auf die reale Entwicklung wirtschaftlicher Fundamentaldaten zurückzuführen war. Ebenso überraschend wie für viele die spekulative Attacke im Dezember 1994 erfolgte und so tiefgreifend sie war, wurde sie auch wieder überwunden, und das Wirtschaftswachstum erreichte bereits nach einem Jahr vorher nicht gekannte Höhen.

¹⁸³ Bacchetta/van Wincoop (1998)

¹⁸⁴ Kamin/Wood (1997)

¹⁸⁵ Griffith-Jones (1998)

¹⁸⁶ Nach Schätzungen der BIS (1998) kann ein hypothetischer 'shift' von nur einem Prozent im Portfolio der Anleihen institutioneller Anleger in den G-7 Ländern für Veränderungen von etwa 66 Prozent auf lateinamerikanischen Anleihemärkten verantwortlich sein

In der wissenschaftlichen Literatur lassen sich zwei Deutungsmuster der Pesokrise identifizieren. Die klassische Interpretation befasst sich dabei mit der Entwicklung fundamentaler wirtschaftlicher Rahmendaten, den Bilanzdefiziten der mexikanischen Volkswirtschaft sowie der realen Aufwertung des Peso. Die stetige Verschlechterung dieser Rahmendaten führte demnach zu einer Situation, die eine spekulative Attacke auf den Peso hervorrief¹⁸⁷. Die Ursachen der Pesokrise lagen dieser Auffassung nach nicht in der Tatsache der spekulativen Attacke an sich, sondern in der Diskrepanz von tatsächlicher ökonomischer Entwicklung und allgemeinem volkswirtschaftlichen Gleichgewichtszustand, die eine spekulative Attacke erst ermöglichte¹⁸⁸. Zu den Vertretern dieser klassischen Sichtweise gehören etwa Edwards¹⁸⁹, der sich vornehmlich auf die Entwicklung der Inertia Inflation konzentriert, und Dornbusch¹⁹⁰, der allgemein die Entwicklung der ökonomischen Rahmendaten vor dem Hintergrund einer stetigen Aufwertung des Peso und eines wachsenden Leistungsbilanzdefizits hervorhebt.

Eine zweite Interpretationsmöglichkeit bietet der monetaristische Erklärungsansatz, der vor allem von Sachs/Tornell/Velasco¹⁹¹, Calvo/Mendoza¹⁹² und Cole/Kehoe¹⁹³ vertreten wird. Ihrer Meinung nach liegt die Ursache der Pesokrise weniger in der Entwicklung der Fundamentaldaten, die nicht oder zumindest nicht hauptsächlich für die Entwicklung der Krise und die Ausweitung auf andere Länder verantwortlich zu machen sind. Die Gründe liegen vielmehr in einer verfehlten Geldpolitik Mexikos, die zum Teil durch das Währungssystem selbst bedingt war, sowie in der geänderten Risikowahrnehmung seitens internationaler Kapitalanleger. Der hohe Bestand kurzfristiger Verpflichtungen Mexikos, eine übermäßige Kredit- und Geldmengenausweitung und die Abnahme der Devisenreserven führten ihrer Ansicht nach zu einer wachsenden Glaubwürdigkeitsproblematik der Wirtschaftspolitik und schließlich zu einer selbsterfüllenden spekulativen Attacke¹⁹⁴. Calvo und Gil-Diaz/Carstens¹⁹⁵ heben dabei vor allem die Rolle eines schwachen Banksektors vor dem Hintergrund steigender realer Zinsen hervor, welche die Durchhaltbarkeit der Wirtschaftspolitik und die Aufrechterhaltung eines festen

¹⁸⁷ Das Grundmodell einer spekulativen Attacke bietet Krugman (1979)

¹⁸⁸ Zu den Grundlagen dieses Ansatzes siehe das Modell von Krugman (1979)

¹⁸⁹ Edwards/Steiner/Losada (1996) und Edwards (1998a)

¹⁹⁰ Dornbusch (1997) und Dornbusch/Werner (1994)

¹⁹¹ Sachs/Tornell/Velasco (1995/1996)

¹⁹² Calvo/Mendoza (1996)

¹⁹³ Cole/Kehoe (1996).

¹⁹⁴ Zu den Grundlagen siehe das Modell von Obstfeld (1994)

¹⁹⁵ Gil-Diaz/Carstens (1995)

Wechselkurses gefährdete. Kritiker wie Bordo/Schwartz¹⁹⁶ beurteilen die Erklärung solcher Attacken jedoch als wenig aussagekräftig und real.

Die Besonderheit der Pesokrise ist im Gegensatz zu vorherigen Währungskrisen zu einem Großteil auf starken Fluktuationen ausländischen Kapitals und die hohe Kapitalmobilität der zurückzuführen. Kapitalmobilität ist dabei grundsätzlich als positiv zu erachten, da es privatem Kapital idealer Weise erlaubt, über Landesgrenzen hinweg effektiv eingesetzt zu werden¹⁹⁷.

Im Folgenden wird zunächst auf die Rolle internationaler Kapitalzuflüsse eingegangen. Anschließend werden einzelnen Deutungsmuster dargestellt. Dabei soll zunächst der Erklärungsansatz hervorgehoben werden, der sich hauptsächlich mit der Frage der wirtschaftlichen Fundamentaldaten befasst. Hauptgegenstand ist dabei die Bewertung der Aufwertung des realen Wechselkurs und die damit verbundenen Auswirkungen auf die fundamentalen volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Der zweite Erklärungsansatz billigt der Entwicklung der Fundamentaldaten keine oder nur eine untergeordnete Rolle zu. Hauptgegenstand der Untersuchung ist vielmehr die Rolle internationaler Investoren und die fehlerhafte Reaktion der Regierung auf die Entwicklungen im Vorfeld der Pesokrise. Beide Ansätze jedoch weisen auch auf systeminhärente und internationale Faktoren hin, die sich aus der fortschreitenden Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte erklären lassen.

Aus beiden Erklärungsansätzen und dem Phänomen der äußerst raschen Erholung der mexikanischen Volkswirtschaft kurz nach Beendigung der Pesokrise ergibt sich eine neuere theoretische Diskussion um die Ursachen spekulativer Währungsattacken, die am Ende des Kapitels dargestellt wird. Dabei geht es hauptsächlich um die Frage, ob diese einen selbsterfüllenden Charakter besitzen oder durch die Entwicklung volkswirtschaftlicher Fundamentaldaten zu erklären sind.

¹⁹⁶ Bordo/Schwartz (1997)

¹⁹⁷ Vgl. Obstfeld (1998)

1. Die Rolle der Kapitalzuflüsse

Die signifikante Zunahme privater Kapitalzuflüsse zu Beginn der neunziger Jahre lässt sich aus einer Kombination interner und externer Faktoren zurückführen. Umfangreiche strukturelle Reformen und eine stabile Geldpolitik in den Emerging Markets trugen klar zur Rückkehr internationalen Kapitals bei und steigerten zudem die Kreditwürdigkeit der Empfängerländer. Zu den externen Faktoren gehörten vor allem die rezessive Entwicklung in den Industrienationen und die Reduzierung der US-amerikanischen Zinsrate in den frühen neunziger Jahren. Dies implizierte jedoch auch, dass diese Kapitalzuflüsse reversibel waren, da sich die Situation mit steigenden Zinsraten in den USA und einer anziehenden konjunkturellen Entwicklung in den Industriestaaten auch wieder ändern konnte¹⁹⁸.

Ein weiterer Faktor ist in der finanziellen Liberalisierung in Entwicklungsländern und der zunehmenden weltweiten Diversifizierung der Anlageportfolios privater und institutioneller Investoren zu finden. Nicht nur das Ausmaß, sondern auch die Struktur internationaler Kapitalzuflüsse unterschied sich stark von denen der achtziger Jahre. Der immense Anstieg privater Kapitalzuflüsse nach Lateinamerika in den frühen neunziger Jahren spiegelte auch das hohe Integrationsmaß der internationalen Finanzmärkte wider und wurde von einer extrem hohen Volatilität gekennzeichnet¹⁹⁹.

Die mexikanische Pesokrise von 1994 wurde von Michel Camdessus als die 'erste Finanzkrise des 21. Jahrhunderts' bezeichnet, da sie eine neue Stufe der Globalisierung der internationalen Finanzmärkte mit immenser Reaktionsgeschwindigkeit darstellte. Sie war rückblickend jedoch nur die erste einer ganzen Reihe von Währungskrisen in den neunziger Jahren.

¹⁹⁸ vgl. Calvo/Leiderman/Reinhart (1994)

¹⁹⁹ Vgl. Griffith-Jones (1988)

1.1 Ursachen von Kapitalzuflüssen

Als Ursachen von Kapitalzuflüssen können sowohl interne als auch externe Faktoren verantwortlich sein, deren Gewichtung im Falle Mexikos jedoch nicht eindeutig zuzuordnen ist²⁰⁰. Interne Faktoren basieren meist auf veränderte politische oder wirtschaftliche Rahmenbedingungen innerhalb des Empfängerlandes. Dazu gehören Programme, die etwa durch die erfolgreiche Senkung der Inflationsrate zu erhöhter makroökonomischer Stabilität führen, sowie institutionelle Reformen wie etwa die Liberalisierung der Kapitalmärkte²⁰¹. Beide Faktoren können die Attraktivität für langfristige Kapitalanlagen erhöhen. Kurzfristiges Anlagekapital reagiert hingegen häufiger auf Stabilisierungsprogramme, die kurzfristig erhöhte Konsumausgaben induzieren²⁰². Neben diesen wohlfahrtsinduzierten Kapitalzuflüssen, die entweder auf zukünftigen gesteigerten Konsum oder steigendes wirtschaftliches Wachstum beruhen, können auch wechselkursinduzierte Kapitalzuflüsse existieren. Die Einführung eines fixen oder quasi-fixen Wechselkursregimes im Kontext liberalisierter Kapital- und Finanzmärkte kann ausländischen Anlegern hohe Renditen zu geringem oder nicht vorhandenem Risiko ermöglichen, da die Zentralbank als 'Lender-Of-Last-Resort' (LOLR) fungiert.

Externe Faktoren liegen außerhalb der Kontrolle des Empfängerlandes und sind auch nicht auf die Politik des Landes zurückzuführen. Dies können beispielsweise sinkende Zinsraten oder eine Rezession innerhalb der Geberländer sein, die Geldanlagen in diesen Ländern weniger profitabel machten. Dabei haben die Kapitalzuflüsse meist einen zyklischen Charakter und sind abhängig von der Zinsentwicklung in den Industrieländern. Sie sind somit zeitlich begrenzt und reversibel²⁰³.

Eine weitere Form internationaler Kapitalzuflüsse sind Anlagen durch neue Kapitalgeber wie etwa Pensionsfonds oder institutionelle Anleger. Die Motivation solcher Anlagen ist oftmals in der Risikostreuung und der Diversifizierung des Anlageportfolios zu sehen. So wird ein bestimmter Kapitalanteil solcher internationaler Investorengruppen zur Investition auf bestimm-

²⁰⁰ Schnatz (1995) untersucht diese Faktoren vor dem Hintergrund der Pesokrise. Calvo/Leidermann/Reinhart (1993b) betonen die Rolle externer Faktoren und Hernandez/Rudolf (1997) die wechselnde Rolle interner und externer Faktoren im allgemeinen.

²⁰¹ Vgl. Hernandez/Rudolf (1994)

²⁰² vgl. Chuhan/Cassens/Mamingi (1993)

²⁰³ Calvo/Leiderman/Reinhart (1993a/b)

ten Märkten, wie etwa den Emerging Market, bereit gehalten. Derartige Investitionen unterliegen folglich nicht, oder zumindest nicht im gleichen Ausmaß den Schwankungen der Zinsentwicklung der Industrieländer²⁰⁴. Diese Form ausländischer Kapitalzuflüsse kann auch unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung, den erwarteten Wachstumsprognosen oder den Reformmaßnahmen eines Empfängerlandes stattfinden. Ausschlaggebend sind allein eine Reihe von Garantiefunktionen, die seitens des Empfängerstaates übernommen werden. Dies bedeutet für den internationalen Investor vielfach wesentlich höhere Kapitalrenditen als etwa in den industrialisierten Staaten zu einem weitaus niedrigerem Risiko²⁰⁵. Die hohe Volatilität solcher Kapitalzuflüsse wird traditionell mit ausländischen Portfolioinvestitionen in Verbindung gebracht²⁰⁶. Diese werden der Definition nach in leicht handelbare Wertpapiere angelegt und können aufgrund aktueller Informationen und Ereignisse schnell abgezogen werden²⁰⁷. Somit kann die hohe Volatilität dieser Anlagen auch negative Auswirkungen auf die Stabilität eines Landes haben. Langfristiges Anlagekapital in Form ausländischer Direktinvestitionen wird hingegen als förderlich für das wirtschaftliche Wachstum angesehen²⁰⁸.

Eine Einschränkung besteht jedoch dann, wenn Direktinvestitionen nicht zum Aufbau neuer Produktionsstandorte in das Land kommen, wie etwa dem Aufbau der Maquiladora-Industrie in Mexiko, sondern zum Kauf bestehender Unternehmen verwendet werden. In diesem Fall dienen die Direktinvestitionen nicht dem Aufbau einer neuen Industrie oder der Schaffung neuer Arbeitsplätze, sondern tragen im Rahmen der Modernisierung der Unternehmen häufig zum Arbeitsplatzabbau bei. Ein letzter Einwand bezieht sich auf die Stabilität der getätigten Investitionen. Claessens/Dooley/Warner²⁰⁹ etwa argumentieren, dass ausländische Portfolio- und Direktinvestitionen schließlich nur unterschiedliche Formen von Finanztransaktionen darstellen und das investierte Kapital in beiden Fällen problemlos und schnell abgezogen werden kann. In ihrer Untersuchung kommen sie zu dem Ergebnis, dass sich die kurzfristigen Kapitalzuflüsse nach Mexiko im Vorfeld der Pesokrise am stabilsten zeigten.

²⁰⁴ Vgl. Montiel/Reinhart (1999)

²⁰⁵ Dooley (1994)

²⁰⁶ Vgl. World Bank (1997)

²⁰⁷ Vgl. Reisen (1994)

²⁰⁸ Vgl. Ffrench-Davis/Reisen (1998)

²⁰⁹ Claessens/Dooley/Warner (1999), Vgl. auch Dooley/Mathieson (1994)

1.2 Probleme internationaler Kapitalzuflüsse

Internationale Kapitalzuflüsse beeinflussen den Wirtschaftsprozess eines Landes in mehrfacher Hinsicht. Weitgehendes Einvernehmen besteht dahingehend, dass Kapitalzuflüsse grundsätzlich als positiv zu betrachten sind, da durch sie neue Investitionen getätigt und wirtschaftliches Wachstum gefördert wird. Zunächst einmal erhöhen sie die Verfügbarkeit des benötigten Kapitalstocks, der entweder dazu benötigt werden kann, die Konsumnachfrage zu befriedigen oder aber nötige oder gewünschte Investitionen zu tätigen um die Profitabilität zu steigern oder auf diese zu reagieren²¹⁰. Lang anhaltende hohe Kapitalzuflüsse können darüber hinaus auch volkswirtschaftlich destabilisierende Effekte beinhalten²¹¹. Eine Reihe von Studien deuten darauf hin, dass hohe Kapitalzuflüsse dazu tendieren, die nationale Währung real stark aufzuwerten²¹². Dies ist vor allem dann problematisch, wenn ein fixer Wechselkurs wie in Mexiko als Strategie zur Inflationsbekämpfung eingesetzt wird. Von Bedeutung sind hierbei die Art der Auslandsinvestitionen und deren Verwendung. Im Falle Mexikos bestand ein Großteil der Investitionen aus Portfolioinvestitionen. Dieses zusätzlich vorhandene Kapital führt dabei weniger zu zusätzlichen Investitionen, als vielmehr zu erhöhten Ausgaben. Sofern diese Ausgaben auf den Bereich nicht-handelbarer Güter entfällt, kann dies wiederum zu erhöhten Preisen und zu einer realen Aufwertung der Währung führen.

Weiterhin beeinflussen Kapitalzuflüsse auch die politischen Entscheidungsprozesse, da in einem System fixer Wechselkurse die Zentralbank ausländische Devisen aufkaufen muss, um die nominale Wechselkursparität aufrecht zu erhalten²¹³. Somit führen steigende Kapitalzuflüsse zusätzlich zu steigenden Devisenreserven. Werden diese Reserven zum Kauf der nationalen Währung verwendet, verbreitert sich auch die monetäre Basis, ohne dass dieser Ausweitung eine entsprechende Produktionsausweitung gegenübersteht. Aus der Tatsache, dass zu viel Geld zu wenig Gütern gegenübersteht ergibt sich dementsprechend ein erhöhter Inflationsdruck auf die nationale Währung²¹⁴. Außerdem sind derartige sterilisierten Interventionen auf den Kapitalmärkten häufig mit hohen zusätzlichen fiskalischen Kosten verbunden, da die Interventionen

²¹⁰ vgl. Kamin/Rogers (1996)

²¹¹ Eine ausführliche Diskussion bietet Schnatz (1995b)

²¹² Vgl. Calvo/Leidermann/Reinhart (1993a/b); Eine empirische Überprüfung des Zusammenhangs von Kapitalzuflüssen und realer Aufwertung im Falle Mexikos bieten Dabos/Juan-Ramon (2000)

²¹³ Vgl. Ffrench-Davis/Reisen (1998)

²¹⁴ Vgl. Reisen (1993)

die Anpassung der inländischen Zinsen an das internationale Zinsniveau verhindern. Die Zinsdifferenz zwischen inländischen und ausländischen Wertpapieren muss daher von der Zentralbank getragen werden. Titelmann/Uthoff²¹⁵ schätzen im Falle Mexikos die dadurch entstandenen Kosten Anfang der neunziger Jahre auf etwa 0,25 Prozent des BSP. Zusätzlich weisen eine Reihe von Studien darauf hin, dass diese Art von Kapitalmarktinterventionen weitgehend ineffektiv waren²¹⁶.

Schließlich werden auch durch den Kapitalzufluss selbst wichtige und zeitweise nicht minder zweifelhafte Signale an internationale Kapitalanleger gegeben. Steigende Kapitalzuflüsse können signalisieren, dass sich verbesserte mittel- und langfristige Investitionsmöglichkeiten bieten, die aufgrund einer verbesserten wirtschaftlichen Situation des Landes eine höhere Rendite versprechen²¹⁷.

²¹⁵ Titelmann/Uthoff (1994)

²¹⁶ Vgl. Calvo/Leidermann/Reinhart (1994); Frankel/Okongwu (1996); Fernandez-Arias/Montiel (1996)

²¹⁷ Calvo/Leiderman/Reinhart (1993b, 340)

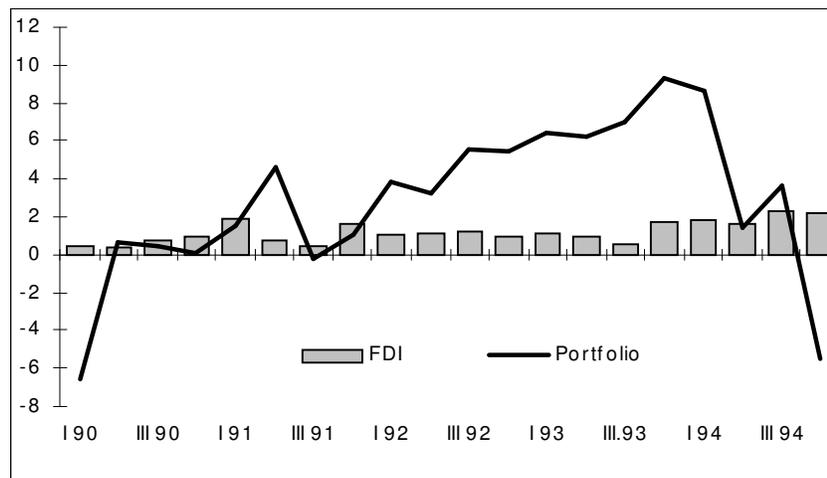
1.3 Ausmaß der Kapitalzuflüsse

Mexiko entschied sich dafür, die Öffnung der Kapital- und Finanzmärkte frühzeitig durchzuführen, so dass bereits Ende 1989 bis auf wenige Ausnahmen alle Kontrollen abgebaut waren. Die Gründe für dieses Vorgehen lagen in der Tatsache, dass Mexiko nach Abschluss des Brady-Abkommens nach Finanzierungsmöglichkeiten zur Reduzierung der noch immer hohen realen Zinsraten suchte²¹⁸. Hinzu kamen auch politische Gründe, da Mexiko beabsichtigte der OECD beizutreten um dadurch seine internationale Reputation zu steigern²¹⁹.

Seit Beginn der neunziger Jahre erreichte das Ausmaß an ausländischen Kapitalzuflüssen ungeahnte Höhen. Die Reformmaßnahmen im Rahmen des 'Washington Consensus' und hohe Gewinnaussichten seitens der Investoren führten dazu, dass sich die Kapitalzuflüsse nach Mexiko in nur vier Jahren seit 1989 mehr als verzehnfachten.

Graphik 5

Private Kapitalzuflüsse (I.1990-IV.1994) (in Mrd. US\$)



Quelle: IMF, International Financial Statistics

²¹⁸ Ortiz (1991)

²¹⁹ Edwards (1997a,105)

Paul Krugman²²⁰ beschreibt diese Situation wie folgt:

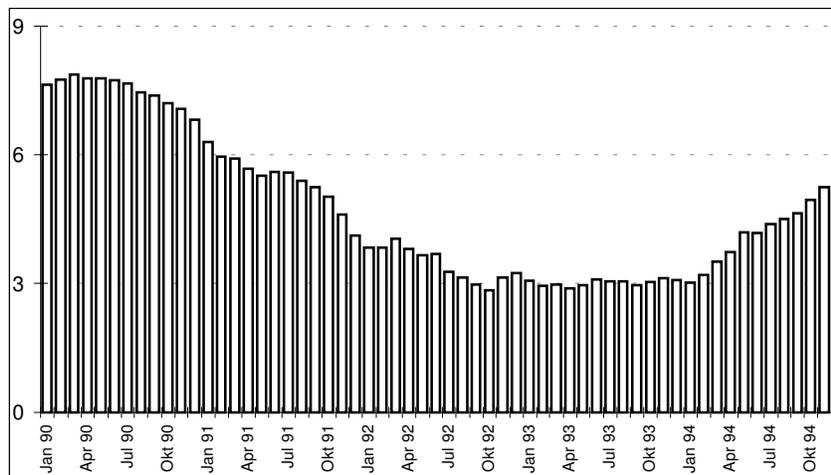
„Nations that most thought would not regain access to world financial markets for a generation abruptly became favorites of private investors, who plied them with capital on a scale not seen before World War I“

Die hohen Kapitalzuflüsse nach Mexiko, die direkt oder indirekt wesentlich zu dem hohen und steigenden Leistungsbilanzdefizit beitrugen, sind jedoch nicht allein auf die Liberalisierungs- und Reformpolitik Mexikos zurückzuführen. Vielmehr sanken in diesem Zeitraum die Zinsen in den wichtigsten Industrieländern. Der Unterschied vom US-amerikanischen zum mexikanischen Zinsniveau Anfang der neunziger Jahre war hoch, und das Wechselkursrisiko wurde als gering eingestuft, was sich auch in den country-risk ratios widerspiegelte²²¹. Zwischen 1992 und 1993 lag die Zinsrate für US T-Bills zeitweise bei unter 3 Prozent.

Graphik 6

Zinsentwicklung des 90-US T.Bill¹ (1990-1994)

(Angaben in %)



Quelle: US Federal Reserve Bank

¹ Dargestellt als Zinsrate der 3-Months US T-Bills

Große Zinsdifferenzen zwischen den USA und anderen Schwellenländern versprachen erhebliche Gewinnmargen und erhöhten die Bereitschaft, im Ausland zu investieren. Darüber hinaus

²²⁰ Krugman (1995,28)

²²¹ Vgl. Agenor/Masson (1996/1999)

verstärkte die fortschreitende Liberalisierung der Kapitalmärkte in anderen Ländern den Zufluss ausländischer Portfolioinvestitionen. Durch institutionelle Reformen in den USA wurde im April 1990 die Plazierung von Wertpapieren - sogenannte Amerikanische Hinterlegungszerifikate (Rule 144-A) - für ausländische Emittenten erleichtert²²².

Calvo/Leidermann/Reinhart²²³ schätzen, dass die Kapitalströme nur teilweise auf die durchgeführten Reformen zurückzuführen sind. Einen wesentlichen Einfluss führen sie auf sinkende Zinsraten und eine anhaltende Rezession in den Vereinigten Staaten zurück. Da Investoren weltweit neue und rentablere Anlagen suchten, führte dies in der Erwartung einer höheren Kapitalrendite zu den immensen Kapitalzuflüssen nach Mexiko. Hinzu kam die Tatsache, dass Investoren auch durch ein eventuell bevorstehendes wirtschaftliches take-off Mexikos angezogen wurden.

Aufgrund mangelnder und kostenintensiver Informationen können hohe Kapitaltransfers auch aufgrund von Gerüchten stattfinden. Calvo/Mendoza²²⁴ etwa schätzen den Zufluss an ausländischem Kapital nach Mexiko aus diesem Grund auf etwa US\$ 14 Mrd. Um so risikoreicher waren natürlich auch die Investitionsanlagen in Mexiko. Steigende Zinsraten in den USA könnten dabei jedoch zu einer Abnahme der Kapitalströme führen und somit für Unruhe an den Finanzmärkten des betreffenden Landes führen.

²²² Vgl. Griffith-Jones (1992) und Agosin/French-Davis (1998)

²²³ Calvo/Leiderman/Reinhart (1993b)

²²⁴ Calvo/Mendoza (1996)

1.4 Struktur der Kapitalzuflüsse

Zu Beginn der neunziger Jahre hatte sich nicht nur das Volumen der Kapitalzuflüsse erheblich erhöht, auch die Struktur der internationalen Kapitalströme hatte sich beträchtlich verändert. Galten in den siebziger Jahren und bis zum Ausbruch der Schuldenkrise 1982 vor allem offizielle Kreditgeber und Geschäftsbanken noch als bevorzugtes Finanzierungsinstrument, so spielten diese zu Beginn der neunziger Jahre nur noch eine untergeordnete Rolle. Vielmehr gewannen private Finanzierungsinstrumente in den neunziger Jahren stark an Bedeutung und dienten der Deckung der Finanzierungsdefizite.

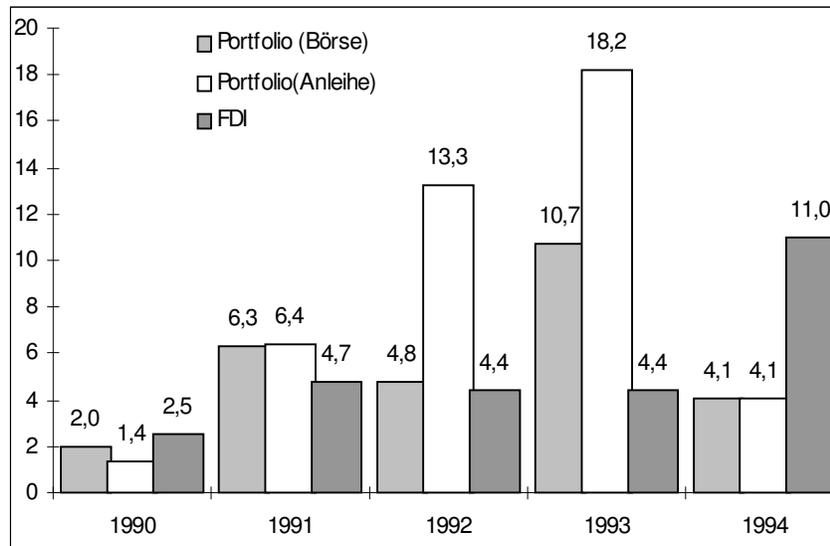
Auffällig ist vor allem der immense Zuwachs an Portfolioinvestitionen. Bis Ende der achtziger Jahre waren diese noch fast zu vernachlässigen. Kapitalzuflüsse fanden bis dahin vor allem in Form ausländischer Direktinvestitionen statt. 1990 machte der Anteil der Portfolioinvestitionen schon 21 Prozent der gesamten Zuflüsse aus und stieg bis 1993 auf über 80 Prozent an. Portfolioinvestitionen machten im Zeitraum von 1991 bis zur Pesokrise etwa 70 Prozent, Direktinvestitionen durchschnittlich 17 Prozent der gesamten internationalen Kapitalströme aus.

Der privatwirtschaftliche Charakter dieser neuen Form internationaler Kapitalzuflüsse versprach - zumindest theoretisch – auch eine Beschleunigung der wirtschaftlichen Entwicklung, da die private Kreditaufnahme eine effizientere Finanzallokation versprach. Eigenkapitalfinanzierung gestattet demnach eine adäquate Risikoverteilung zwischen Kapitalgebern und -empfängern. Steigende Direktinvestitionen ermöglichen darüber hinaus Technologietransfer und Zugang zu den bereits bestehenden Vertriebsnetzen in den Industrieländern. Zwischen 1990 und 1994 kam Privatkapital in einer Höhe von US\$ 98,3 Mrd. nach Mexiko.

Diese Zuflüsse lassen sich in drei unterschiedliche Anlageformen differenzieren, die jeweils unterschiedlich starken Einfluss auf die Finanzmärkte ausüben können. Ausländische Direktinvestitionen erreichten einen kumulierten Wert von US\$ 27 Mrd., wobei über ein Drittel dieser Investitionen allein 1994 im Zuge der NAFTA-Vereinbarungen in das Land flossen. Sie wurden hauptsächlich von solchen ausländischen Unternehmen getätigt, die bereits existierende Unternehmen oder Filialen aufkauft. Sie verfügten somit über einen längeren Anlagehorizont und waren im Empfängerland relativ gebunden.

Graphik 7

Struktur ausländischer Kapitalzuflüsse (1990-1994) (in Mrd. US\$)



Quelle: IMF, International Financial Statistics

Die zweite Gruppe ausländischer Kapitalzuflüsse geschah in Form von Investitionen an der mexikanischen Börse, die im beobachteten Zeitraum US\$ 27,9 Mrd. erreichten. Ein plötzlicher Stopp weiterer Investitionen oder gar der Versuch ausländischer Investoren, sich aus Mexiko zurückzuziehen hätte nur in geringem Maße die mexikanischen Devisenreserven direkt unter Druck setzen können und sich hauptsächlich auf die Aktienkurse ausgewirkt²²⁵.

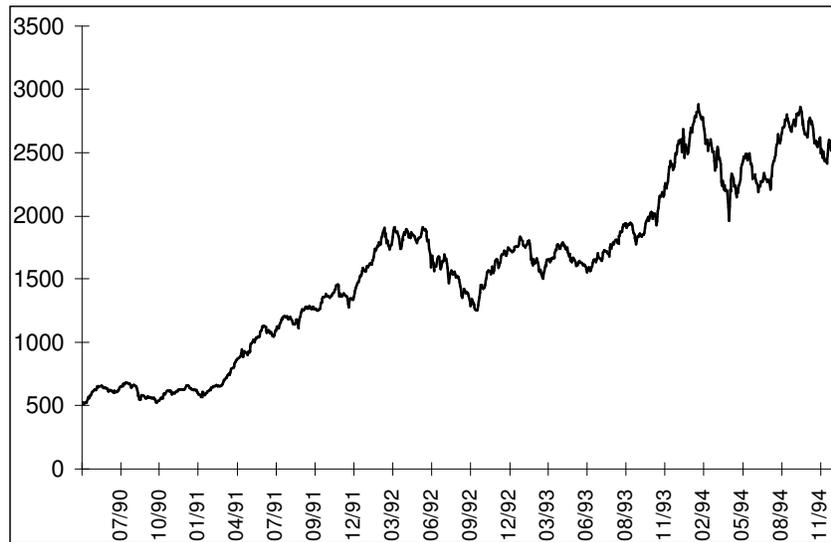
Die mexikanische Börse wurde Ende der achtziger Jahre für ausländische Investoren geöffnet, und bot damit ein beträchtliches Diversifizierungspotential für internationale Anleger. Während sich die Aktienmärkte in den Industrieländern annähernd gleich entwickelten, ergab sich zwischen den Industrieländern und Mexiko nur ein Korrelationskoeffizient von 0,33²²⁶. Zwischen April 1990 und September 1994 konnte sich der mexikanische Börsenindex (IPC) mehr als verfünffachen.

²²⁵ Whitt (1996)

²²⁶ B. Schnatz (1996,43)

Graphik 8

Entwicklung des mexikanischen Börsenindex (1990-1994)



Quelle: Banco de Mexico

Den weitaus größten Anteil der Kapitalzuflüsse machte der Kauf von Obligationen aus, welche hauptsächlich in Form von staatlichen Schuldverschreibungen getätigt wurde. In den fünf Jahren seit 1990 kamen auf diese Weise etwa US\$ 43,3 Mrd. in das Land. Diese kurzfristigen Portfolioinvestitionen hatten meist einen Anlagehorizont von ein bis drei Monaten und waren somit hoch volatil. Von dieser Anlageform ging die größte Gefahr für die mexikanische Währung aus. Investoren konnten ihre Anlagen innerhalb kürzester Zeit aus Mexiko abziehen, indem sie ihre Obligationen fällig werden ließen, ohne das Geld in neue Schuldverschreibungen zu reinvestieren. Aufgrund des Wechselkursregimes und der LOLR-Funktion der Zentralbank konnten die Devisenreserven des Staates innerhalb weniger Wochen unter erheblichen Druck geraten²²⁷.

Die Entstehung dieser neuen Struktur ausländischer Kapitalzuflüsse wurde auch durch nationale Faktoren begünstigt. Kapitalmarktbeschränkungen wurden im Rahmen des Stabilisierungsprogramms in Mexiko schon wurden früh eliminiert und die Instrumente ausländischer

²²⁷ Chang/Velasco (1998) etwa arbeiten die Verbindung von 'bank runs' und internationalen Finanzkrisen heraus. Dabei kann eine Abnahme in der Verfügbarkeit internationalen Kapitals die mangelnde Liquidität der Geschäftsbanken noch verstärken und somit zu einem Kollaps des Banksektors führen. Agiert die Zentralbank in einem System fester Wechselkurse als 'Lender-of-Last-Resort', entwickelt sich aus dem 'Run' auf die Banken ein 'Run' auf die Währung.

Verschuldung verändert. Während dem Staat zuvor Vorzugsbedingung bezüglich der Staatsverschuldung durch die Geschäftsbanken gewährt wurden, so wurden im Zuge der Reformen mehr und mehr marktüblich verzinsten Staatsanleihen ausgegeben, die damit auch für ausländische Investoren zunehmend an Attraktivität gewannen.

Tabelle 4

Zusammensetzung öffentlicher Schuldverschreibungen (1990-1994)
(in Mrd. US\$)

	1990	1991	1992	1993	1994
Cetes	24,4	23,6	19,0	26,1	7,5
Tesobono	0,4	0,3	0,3	1,2	17,8
Bondes	21,9	18,9	11,8	5,5	1,6
Ajustabono	4,9	12,7	11,6	10,8	5,4
Sonstige	3,2	0	0	0	0
Total	54,8	55,5	42,8	43,7	32,2

Quelle: Banco de Mexico (Jahresendwerte)

1.5 Verwendung der Kapitalzuflüsse

Bei der Beurteilung der ausländischen Kapitalzuflüsse und ihrem Einfluss auf die nationale Währung ist es wichtig, Aussagen über deren Verwendung zu treffen. Mit dem Zufluss von Kapital nach Mexiko erhöhten sich zunächst die Konsumausgaben und trugen zu einer Verstärkung des Leistungsbilanzdefizits bei²²⁸. Um eine negative Leistungsbilanz wie in Mexiko rechtfertigen zu können, erfordert die Verwendung des Kapitals eine hohe investive Komponente. Zusätzliche Investitionen ermöglichen so eine langfristige Rentabilität der Kapitalanlagen und führen zu Produktivitätssteigerungen in den investierten Sektoren. Werden dahingegen die Kapitalzuflüsse hauptsächlich für konsumptive Zwecke verwendet, erhöht sich tendenziell der Aufwertungsdruck auf die nationale Währung²²⁹.

Bei der Untersuchung der Verwendung des BIP in Mexiko lässt sich feststellen, dass die Investitionsquote zwar gestiegen war, sich aber noch weit unterhalb des Niveaus befand, welches sich in ostasiatischen Schwellenländern oder anderen lateinamerikanischen Ländern verzeichnen ließ. Weiterhin zeigte sich, dass bei abnehmender Sparquote der Anteil des privaten Konsums in Mexiko gestiegen war.

Tabelle 5

Spar- und Investitionsrate (1988-1994) (in % des BIP)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Sparrate	19,0	18,7	20,3	18,7	16,6	15,2	14,7
Investitionsrate	20,4	21,3	21,9	22,4	23,3	22,0	23,6

Quelle: Banco de Mexico

Diese Entwicklungen deuten darauf hin, dass durch die ausländischen Kapitalzuflüsse einen starken konsumptiven Charakter besaßen²³⁰. Wie sich anhand der Kennzahlen weiterhin feststellen lässt, fanden die Konsumsteigerungen fast ausschließlich im privaten Sektor statt. Die

²²⁸ Edwards (1997a)

²²⁹ Eine eingehende Betrachtung dieses Zusammenhanges bieten Agenor/Hoffmaister (1996)

²³⁰ Schnatz (1996)

konstante staatliche Konsumrate deutet hingegen auf die erfolgreichen Konsolidierungsbemühungen im Staatsbudget hin.

Tabelle 6

Verwendung des BIP in Mexiko (1988-1993)

(in % des BIP)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
BIP	100	100	100	100	100	100
- priv. Konsum	62,4	64,4	65,4	66,2	67,0	66,7
- staatl. Konsum	11,4	11,0	10,8	10,8	10,8	11,0

Quelle: Banco de Mexico, in: Schnatz (1996, 54)

Die Kapitalzuflüsse verstärkten einerseits den Aufwertungsdruck auf die Währung, halfen andererseits aber auch der Regierung, das entstehende Leistungsbilanzdefizit auszugleichen. Die Tatsache, dass ein Großteil der Investitionen privater Natur war, wurde von vielen Beobachtern und seitens der mexikanischen Behörden als positive Entwicklung und Bestätigung der Politik gedeutet und nicht als besorgniserregend angesehen. Vielmehr bestärkte es die Auffassung der Regierung, dass die Aufwertung des Peso in Richtung eines gleichgewichtigen Wechselkurs stattfand. Weiterhin wurde das Kapital hauptsächlich im privaten Sektor investiert und diente nicht der Finanzierung einer hohen Staatsverschuldung. Nach Auffassung der Regierung waren die Kapitalzuflüsse Ausdruck eines verbesserten wirtschaftlichen Umfeldes, welche die Investitionsbereitschaft ausländischer Anleger maßgeblich steigerte. Die getätigten Investitionen würden sich weiterhin bald in steigenden Exporten niederschlagen und somit dazu beitragen, das Leistungsbilanzdefizit weiter zu verringern²³¹.

Aus theoretischer Perspektive ist eine solche Schlussfolgerung durchaus zu vertreten. Mit Rücksicht auf das Ausmaß und die Struktur der Kapitalzuflüsse kamen jedoch Zweifel auf, da vor dem Hintergrund eines nur geringen oder nicht vorhandenen Wirtschaftswachstums langfristig ein Kapitalzufluss von über 7 Prozent des BIP langfristig nicht durchzuhalten war²³². Die

²³¹ The Economist, April 3, 1993, S. 65

²³² Vgl. dazu etwa die Berechnungen von Edwards/Steiner/Losada (1996,91), wonach selbst bei einem Wirtschaftswachstum von 7 Prozent jährlich die langfristig durchhaltbaren Zuflußgrößen ausländischen Kapitals weit überschritten wurden.

mexikanischen Behörden gingen hingegen von der Annahme aus, dass im Zuge des NAFTA-Abkommens auch weiterhin ausreichend Kapital nach Mexiko fließen würde, um das stark angestiegene Leistungsbilanzdefizit auszugleichen. Die hohen Zuflussgrößen seien nicht problematisch und ließen sich durch die hohe Erwartungshaltung der Investoren und die verbesserten wirtschaftlichen Entwicklungsmöglichkeiten des Landes erklären²³³. Schon bald einsetzende Produktivitätssteigerungen sollten zu einem Exportboom und wirtschaftlichem Wachstum führen, das wiederum neue Investitionen nach sich zieht. An dieser Position wurde bis zum Ausbruch der spekulativen Attacke im Dezember 1994 festgehalten.

²³³ Banco de Mexico, *The Mexican Economy* (1995)

2. Klassische Interpretation der Pesokrise

Die klassische Interpretation der Pesokrise befasst sich mit der Entwicklung der volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten des Landes. Dabei geht man von einem allgemeinen, langfristigen wirtschaftlichen Gleichgewichtszustand oder Pfad aus, den ein Land inne hat oder während eines Wachstumsprozesses beschreitet, und der anhand makroökonomischer Fundamentaldaten gemessen, beziehungsweise beurteilt werden kann. Ein Ungleichgewicht ist dann gegeben, wenn die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung langfristig vom imaginären Gleichgewicht abweicht und sich in hohen Bilanzdefiziten oder falsch bewerteten Wechselkursen niederschlägt.

Eine wirklich ernsthafte Kritik hinsichtlich der Entwicklung der Fundamentaldaten kam bereits Anfang 1994 durch Dornbusch/Werner²³⁴ auf und bezog sich hauptsächlich auf die zu beobachtende reale Aufwertung der Währung und dem damit einhergehenden hohen Leistungsbilanzdefizit. Auch in der späteren Analyse der Pesokrise standen diese Punkte im Zentrum der Untersuchung²³⁵. In diesem Zusammenhang ist jedoch weniger die Höhe der realen Aufwertung als vielmehr deren Rechtfertigung relevant. Theoretisch ist eine lang anhaltende Aufwertung der Währung dann zu rechtfertigen, wenn sie mit einer substantiellen Verbesserung der ökonomischen Fundamentaldaten wie etwa hoher Produktivitätssteigerungen im Handelsbereich einher geht²³⁶. Im Kontext quasi-fixer Wechselkurssysteme kann eine Aufwertung jedoch auch Ausdruck der Inkonsistenz zwischen der Geld- und Wechselkurspolitik sein, oder auf die Existenz einer Inertia Inflation oder mangelnder Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik zurückgeführt werden²³⁷. Eine Aufwertung der Währung kann auch durch massive Kapitalzuflüsse induziert sein²³⁸. Diese können dann problematisch werden, wenn der treibende Faktor nicht auf einer Verbesserung der langfristigen Fundamentaldaten basiert. Das zusätzlich verfügbare Kapital dient dann nicht mehr dem wirtschaftlichen Aufbau, sondern wird verstärkt für konsumptive Zwecke verwendet.

²³⁴ Dornbusch/Werner (1994)

²³⁵ vgl. Dornbusch/Goldfajn/Valdes (1995); Edwards/Steiner/Losada (1996); Lustig (1998)

²³⁶ Für diese klassische Interpretation der Wechselkursentwicklung siehe Krugman/Obstfeld (1994); Dornbusch/Fischer/Startz (1997)

²³⁷ Vgl. Edwards (1996a/b) und Calvo (1986)

²³⁸ Vgl. Calvo/Leidermann/Reinhart (1993a/b)

Ein weiterer Gegenstandsbereich der klassischen Analyse ist die Untersuchung des Leistungsbilanzdefizits und seiner Komponenten. Auch hier ist nicht so sehr die Höhe des Defizits ausschlaggebend, als vielmehr die Solvenz des Landes und damit die Durchhaltbarkeit eines Defizits über einen längeren Zeitraum²³⁹. Zur Beurteilung werden dafür relevante Größen wie das reale Wirtschaftswachstum, die Entwicklung der Handelsbilanz sowie der Entwicklung der Investitions- und Sparquote herangezogen. Weiterhin ist die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits und dabei vornehmlich die Höhe und Struktur der Kapitalzuflüsse relevant²⁴⁰. Je längerfristiger diese Anlagen ausgestaltet sind, desto stabiler ist die Durchhaltbarkeit des Defizits.

Vor diesem Hintergrund wurde in der klassischen Analyse schließlich die Leistungsfähigkeit des Wechselkurssystems in Frage gestellt²⁴¹. Eine reale Überbewertung der Währung wurde durch hohe reale Zinsraten und Kapitalverkehrskontrollen weiter aufrecht erhalten, was wiederum zu wachsenden Konsumausgaben führte und zur Ausweitung eines Leistungsbilanzdefizits beitrug. Ein aufgrund eines hohen Wechselkurses unter Druck geratener Exportsektor verminderte dabei die Möglichkeiten, diese Ungleichgewichte auszugleichen. Aus der Betrachtung von realer Aufwertung und hohem Leistungsbilanzdefizit ergab sich die Forderung einer weiteren Flexibilisierung des Währungsregimes. Dahinter stand die Idee, dass nach der erfolgreichen Inflationsbekämpfung das System durch ein flexibleres Modell abgelöst werden muss, um dem inhärenten Aufwertungsdruck entgegenzuwirken²⁴².

Die Möglichkeit, dass die Funktionsfähigkeit des Wechselkursregimes aufgrund geänderter internationaler Rahmenbedingungen und durch die verstärkte Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte in Frage gestellt werden musste, wurde zunächst jedoch nicht berücksichtigt.

²³⁹ Vgl. Milezi-Ferretti/Razin (1996)

²⁴⁰ Auf den Zusammenhang von Leistungsbilanzdefiziten und Kapitalzuflüssen sind vor allem Autoren wie Calvo/Leidermann/Reinhart (1993a/b), Corbo/Hernandez (1996), Fernandez-Arias (1996) und Fernandez-Arias/Montiel (1996) eingegangen, und unterstrichen dabei die Bedeutung von 'push' und 'pull' Faktoren.

²⁴¹ Bereits im Mai 1992 forderte Freedman die Aufhebung des fixen Wechselkurssystems und forderte den freien Float des Peso. Seine Gründe lagen jedoch im steigenden Geldmengenwachstum und der relativen Preisentwicklung im Verhältnis zu den Entwicklungen in den USA (siehe dazu Meigs (1997); ein ähnlicher monetaristischer Ansatz findet sich bei Pazos (1993/1994/1995)).

²⁴² Dornbusch (1997,131) unterteilt die Entwicklung derartiger Stabilisierungsprogramme in drei Phasen: Eine kurze Phase, in der die Inflation unter Kontrolle gebracht wird. Eine zweite Phase, die durch steigende Aufwertung der Währung und wachsende Bilanzdefizite gekennzeichnet ist und notwendige Reformen noch durchgeführt werden könnten, welche jedoch häufig verschoben werden. Eine letzte Phase, in welcher die Aufwertung einen Ausmaß erreicht hat, welches durch Reformen nicht korrigiert werden kann und eine massive Abwertung der Währung erfordert.

2.1 Inertia Inflation und Aufwertung des realen Wechselkurses

Zahlreiche Autoren argumentierten, dass ein nominaler Wechselkursanker das effektivste Mittel sei, den Deflationsprozess zu begleiten und makroökonomische Stabilität zu gewährleisten²⁴³. Begleitet wurde diese Maßnahme in Mexiko mit dem weitreichenden Abbau tarifärer und nichttarifärer Handelshemmnisse. In das Zentrum dieser Bemühungen trat die Aufnahme der Gespräche über die Nordamerikanische Freihandelszone NAFTA, die den zollfreien Handel mit dem Haupthandelspartner USA sicherstellen sollte. Waren erst einmal die Beschränkungen im internationalen Handel eliminiert, sollte nach Ansicht des damaligen Finanzministers Aspe²⁴⁴ gerade die Wechselkurspolitik das Ausmaß an Inertia Inflation begrenzen und regulierend auf die Preisentwicklung von Handelsgütern wirken:

„(Pegging the exchange rate) and ... lowering ... trade barriers in the tradeable sector were indispensable for breaking down inertia. Consensus and a tendency toward purchasing power parity could reinforce each other to bring down inflation“

Stabilisierungsprogramme, die auf einem fixierten Wechselkurs basieren, führen meist zu einer realen Aufwertung der nationalen Währung²⁴⁵. Dies ist der Fall, wenn nach der Implementierung eines Stabilitätsprogramms die reale Inflationsrate noch immer einen bestimmten Wert über der prognostizierten Rate liegt. Verantwortlich dafür ist zum einen, dass sich Vertragsbedingungen in der Regel an den Preissteigerungen und den Inflationsraten aus den vorausgegangenen Perioden orientieren.

Ein weiteres Problem liegt darin, dass sie ein gewisses Risiko an Trägheitsinflation in sich bergen, da Preis- und Lohnentwicklung etwa aufgrund bestehender Verträge auch nach der Einführung eines fixen Wechselkurses weiter steigen können²⁴⁶. Zum anderen wird Inertia durch die systeminhärente Steigerung der Konsumnachfrage von ERBS hervorgerufen, die eine Angleichung der Inflationsrate an die vorgegebene Abwertungsrate verzögert oder verhindert. Somit ist die reale Aufwertung des Wechselkurses durch die verzögerte Anpassung der mexi-

²⁴³ Eine ausführliche Diskussion findet sich bei Edwards (1996a), Tornell/Velasco (1995a/b)

²⁴⁴ Aspe (1993,44)

²⁴⁵ Eine detaillierte Analyse bieten etwa Agenor/Hoffmaister (1996)

²⁴⁶ vgl. Velasco (1996)

kanischen Inflationsrate an das internationale Niveau zu erklären²⁴⁷. Einen weiteren wichtigen Aspekt bildet das Ausmaß an Glaubwürdigkeit des Stabilisierungsprogrammes und dessen Einfluss auf die inflationäre Entwicklung. Eine mangelnde Glaubwürdigkeit und fehlendes Vertrauen in die Fähigkeiten der Regierung, der Ausgestaltung des Programms oder der anvisierten Inflationsrate vergrößert dabei den Einfluss, den die bestehende Inflationsrate auf die Erwartungsbildung der zukünftigen Inflationsrate hat²⁴⁸.

Der Erfolg eines auf den fixen Wechselkurs basierenden Stabilisierungsprogrammes ist also wesentlich davon abhängig, wie schnell und in welchem Umfang die Inertia gesenkt oder beseitigt werden kann. Voraussetzung dafür ist zum einen, dass die Mechanismen formeller und informeller Art, die eine Indexierung des Wechselkurses hervorrufen, beseitigt werden müssen und das Stabilisierungsprogramm selbst tragfähig und vor allem glaubwürdig sein muss. Eine Verletzung einer dieser beiden Prämissen kann zu einer schleichenden realen Aufwertung und später zur Überbewertung des Wechselkurses führen²⁴⁹. Wird diese ungewollte reale Aufwertung der nationalen Währung nicht rechtzeitig bekämpft, kann die Glaubwürdigkeit des Programms in Frage gestellt werden und den Weg für spekulative Angriffe auf die Währung freimachen²⁵⁰.

Gegen solche Gefahren sah sich die mexikanische Regierung vor allem dadurch geschützt, dass das Land zum einen über hohe Währungsreserven verfügte, um solchen Attacken zu begegnen, zum anderen der Peso zunächst unterbewertet war und eine Aufwertung erst einmal in Richtung gleichgewichtigen Wechselkurs tendierte²⁵¹. Darüber hinaus enthalte das System durch den Crawl der Währung eine ausreichende inhärente Flexibilität, um auf Ungleichgewichte reagieren zu können.

Nach Berechnungen von Edwards/Steiner/Losada²⁵² konnte zwar mit dem Stabilisierungsprogramm die Inertia Inflation zunächst bedeutend gesenkt werden, sie hielt sich jedoch im weite-

²⁴⁷ Edwards (1993b)

²⁴⁸ Calvo (1986)

²⁴⁹ Edwards (1996b)

²⁵⁰ Vgl. Fischer/Reisen (1993)

²⁵¹ Vgl. Aspe (1993); Vgl. auch die Äußerungen des damals amtierenden Finanzministers Ortiz (1994)

²⁵² Vgl. Edwards/Steiner/Losada (1996). Wie schon bei den Berechnungen eines gleichgewichtigen Wechselkurses und der Durchhaltbarkeit des Leistungsbilanzdefizits basiert die Höhe der Inertia mangels eindeutiger ökonomischer Modelle auf Schätzungen.

ren Verlauf des Jahres auf niedrigem Stand, um nach Einführung des Crawl der Währung wieder anzusteigen. Wie schon beispielsweise in Chile Anfang der achtziger Jahre führte der Gebrauch des nominalen Wechselkursankers so zu einer schleichenden realen Aufwertung²⁵³. Resultat war, dass die weitere Senkung der Inflationsrate nur langsam vor sich ging und mit erheblichen Kosten verbunden war. Edwards²⁵⁴ kommt zu dem Schluss, dass der Einfluss von Inertia Inflation im Rahmen des Stabilisierungsprogramms zwar erheblich reduziert werden konnte, sie jedoch nicht eliminierte.

²⁵³ Edwards (1996b)

²⁵⁴ Edwards (1997a,104)

2.2 Wechselkursentwicklung

Das wesentliche Kriterium bei der Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung Mexikos war die Untersuchung des Wirtschaftswachstums. Seit Beginn der Reformen war dieses äußerst moderat und entsprach nicht den Erfahrungen anderer Länder wie in Südostasien. Der Grund dafür wurde in der schleichenden Aufwertung der mexikanischen Währung gesehen, die schließlich zu einer Überbewertung des Peso führte. Zu den wenigen Kritikern dieser Entwicklung gehörte Rüdiger Dornbusch, der schon im November 1992 eine Erhöhung der täglichen Abwertungsrate von 40 auf 120 Centavos pro Tag forderte²⁵⁵. Auch die Weltbank notierte bereits 1993, dass das geringe Wirtschaftswachstum „can be traced to a combination of slow productivity growth (...) and real exchange appreciation“²⁵⁶.

In einer Anhörung vor dem US-amerikanischen Kongreß Mitte 1993 empfahlen sowohl Dornbusch²⁵⁷ als auch Williamson²⁵⁸ dringend Maßnahmen zu ergreifen, die den realen Wechselkurs des Peso senken sollten um die Wettbewerbsfähigkeit des Landes zu stärken und das Leistungsbilanzdefizit zu bekämpfen. Ihrer Meinung nach war der Peso zu diesem Zeitpunkt um etwa 10 bis 20 Prozent überbewertet und eine Ausweitung des Crawl eine geeignete Maßnahme, diesem zu begegnen.

In einer Panel Veranstaltung der Brookings Institution Anfang 1994 bezifferten Dornbusch und Werner²⁵⁹ das Ausmaß der Überbewertung der mexikanischen Währung auf mindestens 20 Prozent²⁶⁰. Beide argumentierten, dass der überbewertete Peso das Wirtschaftswachstum behinderte und schließlich zum Stillstand kommen ließ. Nach ihren Berechnungen hatte sich die mexikanische Währung seit 1988 real um 40 Prozent aufgewertet, was jedoch nur zum Teil auf verbesserte wirtschaftliche Fundamentaldaten zurückzuführen sei.

Das ausschlaggebende Argument dafür, dass die Aufwertung des Peso auch tatsächlich eine Überbewertung darstellte, wurde in der Tatsache gesehen, dass das erwartete Wirtschafts-

²⁵⁵ Excelsior, 23. November 1992, S.1

²⁵⁶ The World Bank, Trend in Developing Economies (1993, 325-330)

²⁵⁷ Dornbusch (1993)

²⁵⁸ Williamson (1993)

²⁵⁹ Dornbusch/Werner (1994)

²⁶⁰ Eine aktuelle Studie von Dabos/Juan-Ramon (2000) beziffert die Überbewertung zum Ausbruch der Krise auf 12-25 Prozent.

wachstum ausblieb. Beide empfahlen daher eine Abwertung um 20 Prozent, welche ausreichen würde, eine ausgeglichene Handelsbilanz zu erreichen und die finanzielle Abhängigkeit des Landes zu senken. Der Auffassung eines überbewerteten Peso lag folglich die Idee zugrunde, dass die Maßnahmen zwar zur Bekämpfung der Inflation erfolgreich waren, dass sich aber ein wirtschaftlicher Erfolg solange nicht abzeichnen würde, bis die Währung abgewertet und die Ursachen der Überbewertung behoben seien.

2.2.1 Bestimmung des realen Wechselkurses

Eine Möglichkeit, die Entwicklung des realen Wechselkurses darzustellen liegt in der Berechnung der Konsumenten- bzw. Produzentenpreise. Beide Indizes zeigten eine starke Aufwertung des Peso zwischen 1987 und 1994. Bis 1993 stiegen die Produzentenpreise seit der Einführung des PACTO um über 45 Prozent mehr als im Vergleich zu der Entwicklung in den USA²⁶¹. Zur Beurteilung, ob dieser Entwicklung auch eine Überbewertung zugrunde lag, ist diese Betrachtung jedoch unzureichend, da der gleichgewichtige reale Wechselkurs einer Währung unbekannt ist²⁶².

Das grundsätzliche Problem besteht folglich in der Bestimmung eines langfristigen, gleichgewichtigen realen Wechselkurses²⁶³. Eine Möglichkeit, diesen zu schätzen besteht darin, einen Durchschnitt der realen Wechselkursraten der vergangenen Perioden unter der Annahme zu bilden, dadurch einen langfristigen gleichgewichtigen Wechselkurs zu erhalten. Im Verhältnis zu den Jahren 1981-93 ergab sich für die mexikanische Währung Anfang 1994 eine rechnerische Überbewertung von 20 Prozent hinsichtlich des Index der Produzentenpreise (PPI) und von rund 30 Prozent auf Grundlage des Konsumentenpreisindex (CPI)²⁶⁴.

Eine weitere Möglichkeit besteht darin, die Wechselkursrate auf der Basis einer Periode zu berechnen, in der die Leistungsbilanz nahezu ausgeglichen ist. Für Mexiko erscheint dabei das Jahr 1989 angemessen, da das Leistungsbilanzdefizit mit US\$ 5,8 Mrd. weitaus geringer ausfiel

²⁶¹ Dornbusch (1997, 127)

²⁶² Zu den Schwierigkeiten der Bestimmung des realen Wechselkurses siehe Mendoza (2000b)

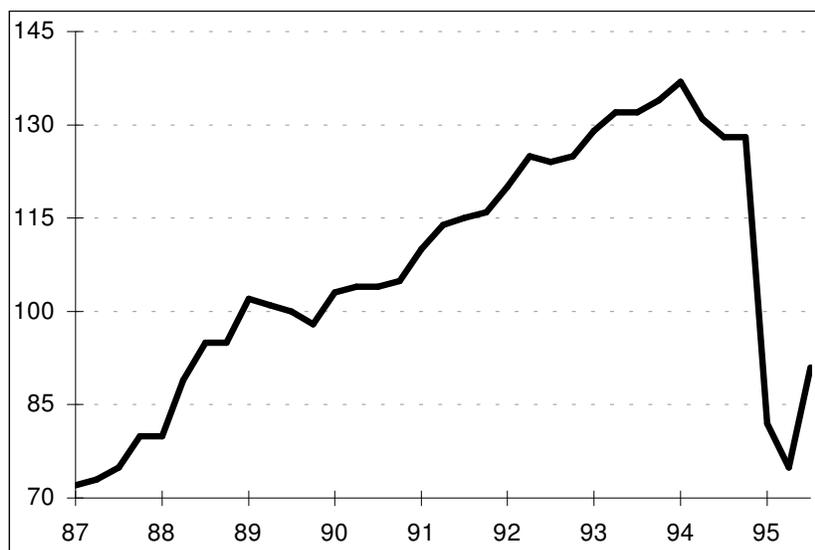
²⁶³ Für eine eingehende theoretische Betrachtung siehe Montiel (1998)

²⁶⁴ Eine Zusammenfassung dieser Ergebnisse bietet z.B. Whitt (1996)

als in den folgenden Jahren und die Kapitalzuflüsse hauptsächlich in Form langfristiger Direktinvestitionen in das Land kamen. Auf Grundlage dieser Berechnung ergibt sich für Anfang 1994 eine Aufwertung von 25 Prozent hinsichtlich des PPI und 35 Prozent auf der Basis des CPI. Die Tatsache, dass sich beide Berechnungen im Ergebnis ähneln, spricht für die Vermutung, dass die reale Aufwertung des Peso tatsächlich zu einer Überbewertung der Währung geführt hat²⁶⁵.

Graphik 9

Entwicklung des realen Wechselkurses (1987-1995)
(Consumer Price Index, 1985=100)



Quelle: Whitt (1996, 8), basierend auf Daten des IMF, International Financial Statistics; US Department of Commerce

Seitens der mexikanischen Regierung wurde die Auffassung vertreten, dass die Aufwertung des mexikanischen Peso auf die Wirtschaftsrefomen und den erneuten Zugang zu den Kapitalmärkten zurückzuführen sei, was zu einer Veränderung der relativen Preise geführt hat. Von daher sei die Aufwertung ein natürliches Ergebnis der verbesserten wirtschaftlichen Situation des Landes. Selbst wenn der Peso leicht überbewertet sein sollte, sei dies nur Ausdruck eines Anpassungsprozesses. Handlungsbedarf bestünde daher nicht. Schon bald einsetzende Produktivitätssteigerung würden vielmehr zu erhöhten Exporten führen und das entstandene Handels-

²⁶⁵ Vgl. Whitt (1996)

defizit auszugleichen helfen. Schließlich seien auch die mittel- und langfristigen Aussichten für die mexikanische Wirtschaft insbesondere im Rahmen des NAFTA-Abkommens zufriedenstellend²⁶⁶. Der damals amtierende Finanzminister Ortiz²⁶⁷ argumentierte 1994 hinsichtlich einer Überbewertung des Wechselkurses:

„It is true that the Mexican currency has appreciated, but such a fact is far from implying a strong devaluation of the currency. That depends on the equilibrium of the real exchange rate, which is difficult to calculate, adding to the fact that the peso has undergone a strong devaluation before the current stabilization effort started, which probably made it undervalued. ... (T)he appreciation process is a natural, and not necessarily a negative, consequence of the reform process in Mexico“

Im Hintergrund dieser Argumentation steht die Auffassung, dass die Entwicklung des Peso mit der Verbesserung der volkswirtschaftlichen Rahmendaten einher geht und als natürliche Folge der Reformmaßnahmen zu werten sei²⁶⁸. Eine ähnliche Beurteilung wurde auch von Stanley Fisher, dem späteren stellvertretenden Direktor des IMF geäußert. Er argumentierte, dass auch andere Länder wie Spanien und Israel im Zuge ihrer Reformen eine reale Aufwertung der Währung erfahren haben und die Erfahrungen Mexikos dem entsprechen²⁶⁹.

²⁶⁶ Banco de Mexico, *The Mexican Economy* (1995)

²⁶⁷ Ortiz (1994, 306); Gegen eine Abwertung a la Dornbusch/Werner richtete sich auch das Credibility Argument von anderer Seite. Nora Lustig (1994) und Guillermo Calvo (1994) widersprachen nicht der Tatsache, daß der Peso real überbewertet sei, vielmehr würde jedoch eine (einmalige) Abwertung die Glaubwürdigkeit des Staates so stark beeinträchtigen, daß das Vertrauen der Investoren verloren gehe und dadurch eine Finanzkrise herbeigeführt werden könnte

²⁶⁸ Eine genauere Analyse der Gleichgewichtshypothese und der Überbewertungshypothese findet sich bei Dornbusch/Werner (1994, 267-280)

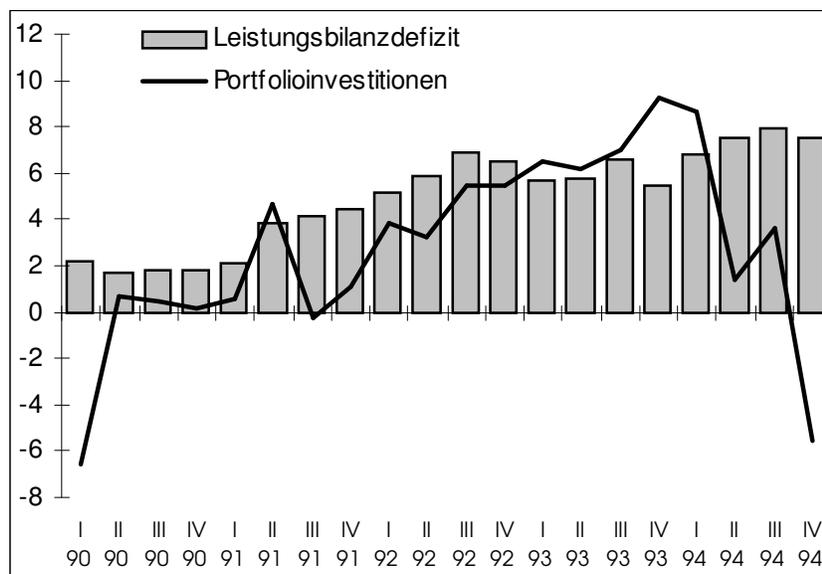
²⁶⁹ Fisher (1994) befürwortete gleichzeitig auch eine Abwertung des Peso. Diese Ansicht lag jedoch nicht in der Überbewertung des Peso begründet, sondern in dem erwirtschafteten hohen Leistungsbilanzdefizit Mexikos.

2.3 Leistungsbilanz

Als Resultat dieser Entwicklungen verzeichnete Mexiko seit Beginn der Reformen ein stetig wachsendes Leistungsbilanzdefizit. Zwar war die Primärbilanz nahezu ausgeglichen, die defizitäre Handelsbilanz und die Differenz zwischen Spar- und Investitionsquote waren jedoch Gegenstand der Kritik. Hauptkritikpunkt war auch hier weniger die Höhe des Defizits, sondern dessen Durchhaltbarkeit, da die Finanzierung durch kurzfristige Portfolioinvestitionen stattfand²⁷⁰. Ein Abzug dieser Investitionen würde eine anderweitige Finanzierung des Defizits erfordern. Dies würde zunächst zu einer Zahlungsbilanzkrise und in einem quasi-fixen Wechselkursystem schließlich zu einer Währungs- und der Aufgabe des Systems führen. In Mexiko trat genau dies ein.

Graphik 10

Leistungsbilanz und Portfolioinvestitionen (I.1990-IV.1994)
(in Mrd. US\$)



Quelle: Banco de Mexico

Wie schon bei der Ermittlung eines gleichgewichtigen realen Wechselkurses besteht das Problem bei der Beurteilung des Leistungsbilanzdefizits in der Berechnung der Durchhaltbarkeit. Da keine fundierten ökonomischen Modelle zu seiner Berechnung bestehen, kann lediglich

von ungefähren Schätzungen ausgegangen werden. Eine Methode zur Bestimmung der Durchhaltbarkeit des Leistungsbilanzdefizits besteht in der Betrachtung von effektiver Zinsrate und Wirtschaftswachstum. Dabei wird davon ausgegangen, dass ein durchhaltbares Defizit von beiden Faktoren abhängig ist²⁷¹. Je höher diese ausfallen, desto höher sind auch die Kapitalzuflüsse und das durchhaltbare Leistungsbilanzdefizit. Zwar kennzeichnete Mexiko eine höhere effektive Zinsrate im Verhältnis zu den USA, das reale Wirtschaftswachstum war jedoch sehr gering, so dass auch nach dieser 'Regel' das Leistungsbilanzdefizit nicht lange durchhaltbar erschien²⁷².

Eine letzte Größe schließlich, die häufig zur Beurteilung des Leistungsbilanzdefizits herangezogen wird, bildet das Verhältnis von Verschuldung zum BIP, welches generell eine Höhe von 40 Prozent nicht überschreiten sollte²⁷³. In der Tat wurde dieser Wert im Vorfeld der Pesokrise nicht erreicht. Vielmehr sank dieser Wert auf 35,7 Prozent in 1992 und lag bei 38,3 Prozent in 1994. Nach Ansicht der mexikanischen Regierung stellte das Defizit in der Leistungsbilanz kein besorgniserregendes Problem dar. Seitens der Banco de Mexico²⁷⁴ hieß es, dass

„(...) the current account deficit has been determined exclusively by the private sector's decisions to save and invest. Because of (...) the solid position of public finances, the current account deficit should clearly not be a cause for concern“

²⁷⁰ Vgl. Milezi-Ferretti/Razin (1996)

²⁷¹ Vgl. Williamson (1994)

²⁷² Reisen (1996, 192)

²⁷³ Williamson (1994)

²⁷⁴ Banco de Mexico, Annual Report (1994). Miguel Mancera, damals Präsident der Banco de Mexico, teilte noch im Januar 1994 diese Ansicht Edwards (1997a, 107-108)

2.4 Entwicklung weiterer Fundamentaldaten

Neben der realen Aufwertung des Peso und der Entwicklung der Leistungsbilanz wurden noch eine Reihe anderer Fundamentaldaten als Faktoren und Argumente für die Entstehung der Pesokrise verantwortlich gemacht. Als Beispiele soll hier auf die Entwicklung der Handelsbilanz und das geringe Produktivitätswachstum eingegangen werden, die letztlich auch zu dem geringen Wirtschaftswachstum beigetragen haben.

2.4.1 Handelsbilanz

Wie bereits erwähnt ist eine Aufwertung des Peso dann gerechtfertigt, wenn sie auf einer Verbesserung der Fundamentaldaten basiert. Dabei ist davon auszugehen, dass etwa durch eine gesteigerte Produktivität im Exportsektor die Nachteile einer realen Aufwertung egalisiert werden und langfristig zu keiner Verschlechterung der Handelsbilanz führen.

Tabelle 7

Handels- und Leistungsbilanz Mexiko (1988-1994)

(in Mrd. US\$)

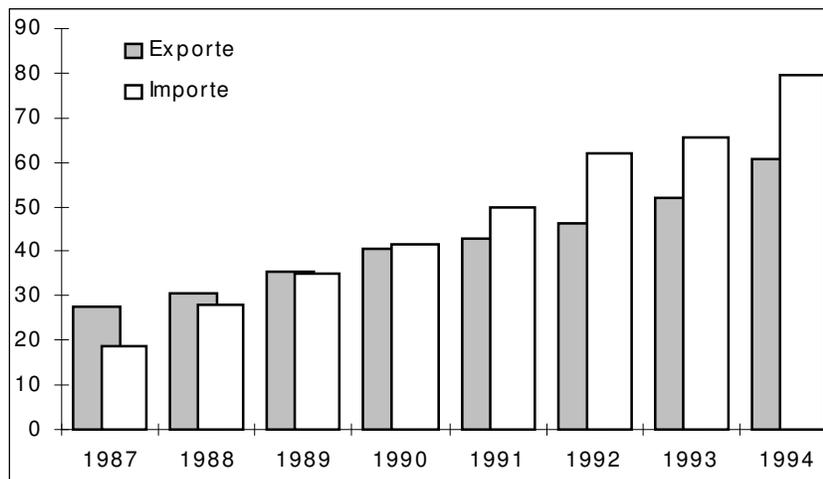
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Handelsbilanz	2,6	0,4	-0,8	-7,2	-15,9	-13,4	-18,4
Leistungsbilanz	-2,3	-5,8	-7,4	-14,8	-24,8	-23,4	-29,6

Quelle: Banco de Mexico

Entgegen diesen Annahmen war ein Effekt der realen Aufwertung der mexikanischen Währung die zunehmende Verschlechterung der Handelsbilanz, welche wiederum wesentlich zum weiteren Anwachsen des Leistungsbilanzdefizits beitrug. Zwar verdoppelte sich das Exportvolumen zwischen 1988 und 1994, für den gleichen Zeitraum war jedoch auch eine knappe Verdreifachung der Importe festzustellen.

Graphik 11

Export- und Importentwicklung (1987-1994) (in Mrd. US\$)



Quelle: Banco de Mexico

Nach Ansicht der mexikanischen Regierung und vieler Analysten war das entstehende Handelsbilanzdefizit nicht besorgniserregend, sondern spiegelte vielmehr den Transformationsprozess der Wirtschaft im Rahmen der eingeleiteten Reformen wider. Ein hohes Defizit wies darauf hin, dass Investitionen getätigt und Kapitalgüter importiert werden, welche die zukünftige Exportbasis bildeten²⁷⁵. Getragen wurde dieser Optimismus durch den Abschluss der NAFTA-Vereinbarungen und dem Zugang zu den Absatzmärkten in Nordamerika.

Tabelle 8

Importstruktur nach Mexiko (1989-1994) (Wachstumsraten in %, Basisjahr 1993)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Konsumgüter	75,8	38,9	29,5	32,6	-1,1	27,0
Intermediaries	17,3	15,2	18,3	19,6	1,4	18,2
Kapitalgüter	13,1	41,6	25,4	31,8	-6,4	22,9

Quelle: Lustig (1998,189)

²⁷⁵ Dornbusch/Werner (1994, 281)

Nicht beachtet wurde dabei jedoch die Änderung in der Struktur der Importe. Durch die Handelsliberalisierung hatte sich der Anteil der Konsumgüter an den gesamten Importen zwischen 1986 und 1992 mehr als verdoppelt. Auffällig waren auch die hohen Steigerungsraten importierter Konsumgüter, die mit einem Wert von über 30 Prozent im Betrachtungszeitraum weit über den Zuwächsen an Kapital- oder weiterverarbeiteten Gütern lag²⁷⁶.

2.4.2 Internationale Wettbewerbsfähigkeit

Stehen einer Aufwertung des Wechselkurses keine Produktivitätssteigerungen im Exportsektor oder importkonkurrierendem Sektor gegenüber, verschlechtert sich dadurch die internationale Wettbewerbsfähigkeit jener Wirtschaftsbereiche. Diese Produktivitätsfortschritte fielen in Mexiko jedoch relativ gering aus²⁷⁷. Aufgrund des überbewerteten Peso waren ausländische Produkte für inländische Verbraucher relativ billiger. Dadurch wurde ein Substitutionsprozess in Gang gesetzt, der zu einer relativen Ausweitung der Produktion nicht-gehandelter Güter führte, während sich der Anteil der Handelsgüter sukzessive verringerte²⁷⁸.

Tabelle 9

Wachstum in ausgewählten Sektoren (1988-1994)
(Angaben in %)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Prod.Gewerbe	3,2	7,2	6,1	4,0	2,3	-1,5
Baugewerbe	-0,4	2,1	7,0	2,4	7,8	3,1
BIP-Wachstum	1,2	3,3	4,5	3,6	2,8	0,4

Quelle: Schnatz (1996,59)

Da in den mexikanischen Statistiken keine Aufteilung in gehandelte und nicht-gehandelte Güter existierte, soll stellvertretend das produzierende Gewerbe und das Baugewerbe herangezogen

²⁷⁶ Lustig (1998)

²⁷⁷ Die Schätzungen liegen bei etwa 1-2,5% (Lustig 1998, 152); Dornbusch (1997, 134f) schätzt die angegebenen Produktivitätssteigerungen von 5,7 Prozent von offizieller mexikanischer Seite als äußerst unwahrscheinlich ein, u.a. da diese noch höher liegen als die japanischen Erfahrungen zwischen 1960-73.

²⁷⁸ Vgl. Schnatz (1995)

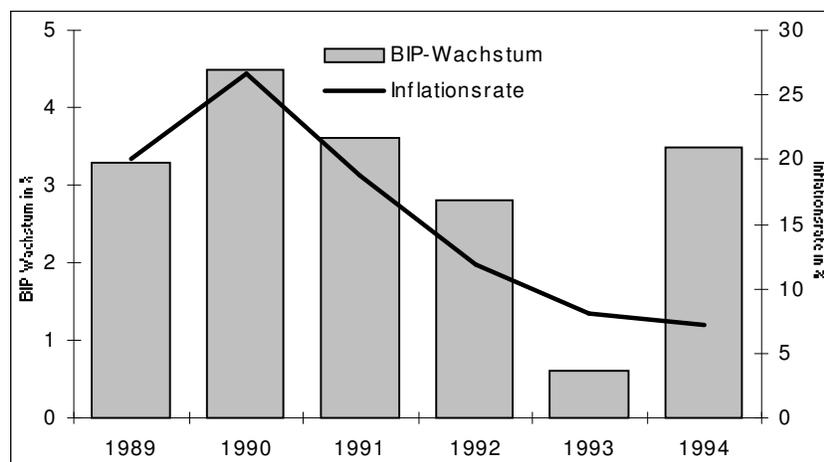
werden. Es zeigt sich, dass im Zusammenhang mit der Liberalisierung des Außenhandels und der Abwertung der Währung Ende der achtziger Jahre das produzierende Gewerbe zunächst ein überproportionales Wachstum aufwies. Der Verlust internationaler Wettbewerbsfähigkeit kann an der unten angegebenen Tabelle nachvollzogen werden. Mit wachsendem Aufwertungsdruck des Peso zeigte sich jedoch in den folgenden Jahren der Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit des produzierenden Gewerbes, was sich in der kontinuierlichen Abnahme der Wachstumsraten zeigte und 1993 schließlich sogar negativ war. Der Bereich nicht-gehandelter Güter gewann dagegen einen immer größeren Stellenwert.

2.4.3 Entwicklung des BIP

Resultat dieser Entwicklungen war ein stetig sinkendes BIP. Lag dieses 1990 noch bei 4,5 Prozent, sank es bis 1993 auf nur noch 0,6 Prozent ab. Die erwarteten positiven Effekte der Stabilisierungsmaßnahmen blieben somit aus und auch die von der Regierung proklamierten Produktivitätssteigerungen schlugen sich nicht in erhöhtem Wachstum nieder. Allerdings wurde die Entwicklung 1994 im Jahr der Pesokrise jedoch als Rechtfertigung der Maßnahmen seitens der Regierung genutzt, nachdem das BIP wieder auf über 3 Prozent anstieg.

Graphik 12

BIP-Wachstum und Inflationsrate (1989-1994)
(Basisjahr 1980)



Quelle: Banco de Mexico

3. Monetäre Interpretation der Pesokrise

Während eine Gruppe von Kritikern die Bedeutung fundamentaler ökonomischer Rahmendaten in den Vordergrund der Analyse stellt, bot eine derartige klassische Analyse der Pesokrise für eine zweite Gruppe um Jeffrey Sachs und Guillermo Calvo keinen ausreichenden Erklärungszusammenhang. Die klassische Begründung spekulativer Währungsattacken lag in der Theorie in einer hohen Staatsverschuldung. Ein solcher Zusammenhang war jedoch im Vorfeld der Pesokrise nicht zu beobachten. Vielmehr fiel das operative Budget Mexikos zwischen 1990 und 1994 positiv aus, und die Neuverschuldung fand hauptsächlich durch den Privaten Sektor statt. Die Vertreter dieser zweiten Analyserichtung stellen die monetären Aspekte in das Zentrum ihrer Untersuchung²⁷⁹. Die Kernbereiche befassen sich dabei mit dem Umgang Mexikos mit ausländischen Kapitalzuflüssen, der Funktionsweise des Wechselkurssystems, der Verschuldungssituation und der Struktur ausländischer Verbindlichkeiten. Anhand dieser Größen wird dabei auf die geänderte Risikowahrnehmung seitens der internationalen Kapitalgeber eingegangen. Dies spricht gegen die vorherige Begründung der Krise, da die Entwicklung der ökonomischen Fundamentaldaten nicht oder nur bedingt für die Entscheidung ausländischer Investoren, ihr Kapital abzuziehen, verantwortlich waren. Mexiko wurde dieser Ansicht nach Opfer einer selbsterfüllenden spekulativen Attacke, die sich aufgrund einer geänderten Wahrnehmung seitens der Investoren ereignete²⁸⁰.

Drei Bereiche stehen bei diesem Erklärungsansatz im Mittelpunkt. Erstens die Abnahme der mexikanischen Devisenreserven, die schließlich zu einem Kollaps des mexikanischen Peso führte, zweitens die Problematik der Kreditausweitung und der damit verbundenen Gefahr einer Bankenkrise aufgrund steigender non-performing loans (**siehe Annex 1**), und schließlich die Verschuldungssituation und die damit verbundene Gefahr, die kurzfristigen, hauptsächlich die dollardenominierten Schulden bald nicht mehr begleichen zu können. Die Grundlage dieses Ansatzes bietet der Umgang Mexikos mit den hohen Kapitalzuflüssen. Um die Auswirkungen dieser Zuflüsse auf das Währungssystem und damit auf den quasi-fixen Wechselkurs nicht zu stark zu belasten, wurde ein Großteil der Kapitalzuflüsse sterilisiert.

²⁷⁹ Vgl. Sachs/Tornell/Velasco (1995/1996); Calvo/Mendoza (1996); Cole/Kehoe (1996)

²⁸⁰ Vgl. Cole/Kehoe (1996) und Calvo/Mendoza (1996)

3.1 Sterilisierungspolitik Mexikos

Ausländische Kapitalzuflüsse lassen sich als Anstieg der Nettoverschuldung des privaten und öffentlichen Sektors gegenüber dem Ausland definieren²⁸¹. Die Überschüsse in der Kapitalverkehrsbilanz entsprechen dabei in etwa der Summe aus Leistungsbilanzdefizit und offiziellen Devisenreserven. Die Zentralbank des betreffenden Landes kann vereinfacht auf zwei Arten auf diese Kapitalzuflüsse reagieren, je nach dem, ob die Währung fixiert ist oder frei gefloatet werden kann. Existieren keinerlei Interventionen seitens der Zentralbank, wie dies unter einem absolut freien Float der Fall ist, führen Kapitalimporte nicht zu einer Veränderung des Devisenbestandes des Landes. Im Falle quasi-fixer Wechselkurse muss die Zentralbank hingegen aktiv intervenieren und die Devisen vollständig aufkaufen, um einer Aufwertung der Währung entgegen zu wirken. Somit schlagen sich Kapitalimporte voll und ganz in steigenden Devisenreserven nieder. Die Finanzierungslücke zwischen Sparquote und Investitionsquote bleibt dabei unberührt. In der Realität jedoch wird meist eine Kombination dieser beiden Optionen gewählt.

Diese Sterilisierungspolitik erfolgt dabei meist in Form von Offenmarktoperationen. Dazu wurden Mexiko Staatspapiere zu einem bestimmten Zinssatz ausgegeben und somit Geld aus dem System absorbiert. Im Zuge dieser Maßnahmen wurde die nationale Komponente der Geldbasis reduziert um dadurch die Auswirkungen ausländischer Kapitalzuflüsse zumindest vorübergehend auszugleichen²⁸². Diese Methode, das Geldangebot durch den Handel von Staatspapieren seitens der Zentralbank zu kontrollieren, wird in vielen Emerging Markets praktiziert. Offenmarktoperationen können dabei auf zwei Arten genutzt werden. Entweder kann der Devisenbestand als Zielgröße genutzt werden und die Zinsrate zum Erreichen dieser Größe frei fluktuieren, oder man setzt die Zinsrate als Zielgröße und lässt den Devisenbestand frei fluktuieren²⁸³.

Im Falle Mexikos ergab sich im Vorfeld der Pesokrise das Dilemma, dass zum einen ein bestimmter Betrag an Devisenreserven benötigt wurde, zum anderen aber die Zinshöhe nicht unbeschränkt steigen sollte oder durfte. Die Gründe lagen in den strukturellen Schwächen innerhalb des Banksektors. Dazu gehörten aber auch schlecht entwickelte Sekundärmärkte und eine

²⁸¹ Calvo/Leidermann/Reinhart (1993a)

²⁸² Zu den Mechanismen und Auswirkungen einzelner Sterilisierungsmaßnahmen siehe Jang-Yung Lee (1997) und Reisen (1993/1996)

ineffiziente Bankaufsicht²⁸⁴. Im Zeitraum zwischen 1991 und 1993 verzeichnete Mexiko hohe Defizite der Leistungsbilanz. Trotz wachsender Defizite gelangte sehr viel ausländisches Kapital nach Mexiko, so dass die Kapitalverkehrsbilanz einen Überschuss aufwies. In dieser Phase akkumulierte die mexikanische Zentralbank hohe Devisenreserven während sie gleichzeitig die heimischen Kredite reduzierte. Um diese Kapitalzuflüsse zu sterilisieren, wurden große Mengen an pesodenominierten Schuldverschreibungen, den „Certificados de Tesoreria“ - Cetes, ausgegeben. Somit konnte das Land nicht nur seine defizitäre Leistungsbilanz ausgleichen, sondern gleichsam auch seine Devisenreserven um über US\$ 15 Mrd. erhöhen²⁸⁵. Die Sterilisierungspolitik bewahrte die Banco de Mexico weiterhin davor, die Geldbasis zu erhöhen und das Geldangebot zu steigern. Gleichfalls rechtfertigte die Zentralbank ihre Politik damit, dass ohne Sterilisierung die monetäre Expansion zu einer inflationären Entwicklung geführt hätte²⁸⁶.

Eine Konsequenz dieser Sterilisierungspolitik war, dass durch diese Art der Verknappung des Geldangebotes die inländische Zinsrate weiterhin auf relativ hohem Niveau verharrte und somit zusätzliches Kapital nach Mexiko zog. Weiterhin zeigte sich in Mexiko, dass in einem unzureichend entwickelten Markt für langfristige Kapitalanlagen derartige Offenmarktoperationen hauptsächlich nur durch kurzfristige Instrumente durchgeführt werden konnten. Diese Kombination führte dazu, dass die benötigten Kapitalzuflüsse hauptsächlich auf der Basis kurzfristiger Portfolioinvestitionen erfolgte, was die Anfälligkeit des Systems weiter erhöhte. Das Risiko solcherart kurzfristiger Verbindlichkeiten ist offenkundig. Kapital kann problemlos und schnell abgezogen werden und dadurch das quasi-fixe Wechselkursregime gefährden.

²⁸³ Eine ausführliche Darstellung bietet Axilrod (1995)

²⁸⁴ Calvo/Mendoza (1996)

²⁸⁵ Rechnerische Fehlbeträge ergeben sich aus Errors and Omissions

²⁸⁶ Banco de Mexico, The Mexican Economy 1994 (1995, 75-87)

3.2 Abnahme der Devisenreserven

Nach der Verabschiedung des NAFTA-Vertrages verzeichneten die Devisenreserven Mexikos im Februar 1994 eine Rekordhöhe von US\$ 29 Mrd. Innerhalb der nächsten neun Monate Jahres sanken die Devisenbestände auf weniger als US\$ 6 Mrd. Der dramatische Rückgang der Reserven wurde in der monetären Interpretation jedoch nicht als Resultat negativer Schocks angesehen, sondern als eine Kombination aus dem Rückgang an Kapitalzuflüssen und einer Geldpolitik, die das Ziel verfolgte, die inländischen Zinsen nicht weiter steigen zu lassen.

Um diesen Zusammenhang zu verdeutlichen kann vorausgesetzt werden, dass sich das Leistungsbilanzdefizit entweder durch zusätzliches Kapital oder durch sinkende Devisenreserven finanzieren lässt. Seit März 1994, etwa beginnend mit der Ermordung des damaligen Präsidentschaftskandidaten Colosio, blieben weitere Kapitalzuflüsse aus. Bei gleichbleibend hohem Defizit blieb Mexiko nur die Möglichkeit, dieses durch den Verkauf der Devisenreserven zu finanzieren. War bis zum ersten Quartal 1994 das Defizit durch den Zustrom ausländischen Kapitals noch mehr als gedeckt worden, wurde es bis Ende 1994 zu 86,3 Prozent aus Devisenbeständen finanziert. Dieser Zusammenhang wird anhand der unten stehenden Tabelle deutlich.

Tabelle 10

Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits (1991-1994) (Angaben in %)

	1991	1992	1993	I.94	II.94	III.94	IV.94
Current Account	100	100	100	100	100	100	100
Capital Account	167	108,1	138,8	168,4	36,5	42,2	-49,5
Errors and Omission	-15	-3,9	-13,4	-66,8	-52,2	49,3	16,3
Devisenreserven	-50	-4,1	-25,6	-1,6	115,7	-1,8	133,3

Quelle: Eigene Berechnungen, Banco de Mexico

Die Banco de Mexico argumentierte, dass der Rückgang der Kapitalzuflüsse das Resultat unvorhergesehener politischer Ereignisse war. Sie ging folglich davon aus, dass der Zustrom ausländischen Kapitals nur für kurze Zeit unterbrochen war und sich bald wieder einstellen

würde²⁸⁷. Eine Anhebung der Zinsen erschien daher nicht erforderlich. Die getroffenen Maßnahmen führten somit zum Abbau der Devisenreserven und waren lediglich als kurzfristige Notfallmaßnahme konzipiert. Auf Dauer war die Finanzierung des Defizits der Leistungsbilanz durch den Abfluss von Devisenreserven nicht durchzuhalten²⁸⁸.

3.2.1 Zinsrate und Kapitalzufluss

Um das Vorgehen Mexikos in der Theorie zu erklären und den Zusammenhang von Zinsrate und Kapitalzufluss zu verdeutlichen, ist es sinnvoll, das Leistungsbilanzdefizit als Differenz von Investitionen zu Sparvolumen zu definieren²⁸⁹. Bei niedriger Zinsrate sinkt die Sparrate, während die Investitionen steigen. Verlangen nun ausländische Investoren aufgrund eines steigenden Anlagerisikos höhere Zinsen auf mexikanische Wertpapiere, müsste somit die Zinsrate in Mexiko steigen. Bei steigenden Zinsen wiederum verringert sich das mexikanische Leistungsbilanzdefizit, da sich die Sparrate erhöht und die Investitionen sinken. Es existiert folglich eine negative Korrelation zwischen dem Leistungsbilanzdefizit Mexikos und der Zinsrate, die von ausländischen Investoren für mexikanische Wertpapiere verlangt wird.

Im Vorfeld der mexikanischen Pesokrise, und insbesondere Ende 1993 und Anfang 1994 im Zuge der Unterzeichnung und Ratifizierung des NAFTA-Vertrages, wurde das Anlagerisiko in Mexiko als relativ gering eingestuft. Ausländische Investoren waren demzufolge bereit, zu einer relativ niedrigen Zinsrate in Mexiko zu investieren. So konnte das Leistungsbilanzdefizit durch den Zustrom ausländischen Kapital gedeckt werden. Die Situation änderte sich im März 1994 und fiel zeitlich mit der Ermordung des Präsidentschaftskandidaten Colosio und der weiteren Zinserhöhung der Federal Reserve Bank der USA zusammen. Politische Unruhen erhöhten das Anlagerisiko, und die Investoren verlangten nun eine deutlich höhere Verzinsung ihrer Einlagen.

Um den weiteren Zustrom von benötigtem Auslandskapital zu sichern, müsste diesem Modell zufolge die Zinsrate steigen. Bei steigender Zinsrate würde gleichsam die Sparquote steigen

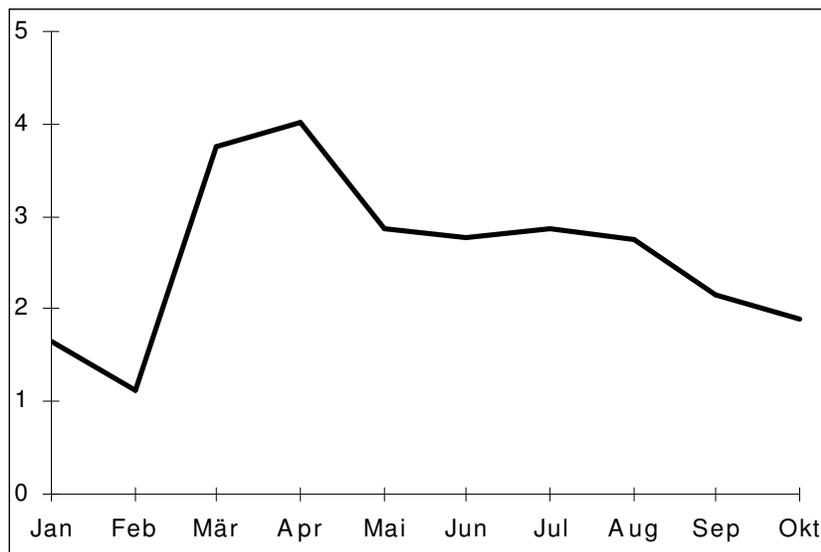
²⁸⁷ Banco de Mexico, The Mexican Economy 1994 (1995)

²⁸⁸ Vgl. Burria (1996)

und die Investitionen zurückgehen, was wiederum einen Rückgang des Leistungsbilanzdefizits zur Folge hätte²⁹⁰. Dieser Anpassungsprozess ginge zudem unabhängig von den Devisenreserven von statten, das sinkende Defizit würde weiterhin durch Kapitalzuflüsse finanziert, auch wenn diese geringer als vorher und zu einer höheren Zinsrate ausfallen²⁹¹.

Graphik 13

Anlagerisiko¹ in Mexiko (1994)



Quelle: Banco de Mexico, eigene Berechnungen

¹ Gemessen als Zinsdifferenz von Tesobono zu US T-Bills

Tatsächlich stiegen zum April 1994 die Zinsen in Mexiko stark an, da heimische und ausländische Anleger aufgrund eines erhöhten Wechselkursrisikos weniger Staatspapiere nachfragten. Die Zinsen für staatliche pesodenominierte Anleihen stiegen von unter 10 Prozent im Februar auf mehr als 16 Prozent im April 1994. Jedoch entsprach dieser Anstieg augenscheinlich nicht der verlangten erhöhten Risikoprämie ausländischer Kapitalgeber.

²⁸⁹ Vgl. Krugman/Obstfeld (1994) und Dornbusch/Fischer/Stratz (1997)

²⁹⁰ vgl. Sachs/Tornell/Velasco (1995)

²⁹¹ Lahiri/Vegh (2000a/b) kommen in ihren Untersuchungen jedoch zu dem Ergebnis, daß eine aktive Zinspolitik zur Abwendung von Zahlungsbilanzkrisen nur bedingt geeignet sind. Ab einem bestimmten Punkt führt eine weitere Steigerung der Zinsrate aufgrund der negativen Auswirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität vielmehr zu einer Beschleunigung der Krise.

Ein weiterer Anstieg der Zinsen hätte jedoch den schwach entwickelten Banksektor in Gefahr gebracht (**siehe Annex I**). Eine weitere Abwertung des Peso kam nicht in Frage, da sich dieser bereits am oberen Rand des Interventionsbandes befand. Einen zumindest teilweisen Ausweg aus dieser Situation bot die Ausgabe dollardenominierter kurzfristiger Schuldverschreibungen, dem Tesobono, die zu einer schrittweisen, später beinahe vollständigen Substitution der Cetes-Papiere führte. Mexiko konnte somit zwar die weitere Erhöhung der Zinsen verhindern, jedoch auf Kosten weiterer Kapitalzuflüsse und eines erhöhten Währungsrisikos im Falle eines fortschreitenden Rückgangs der Devisenreserven.

3.2.2 Kreditvergabe und Währungsreserven

Da der Kurs des Peso bereits an der oberen Interventionsgrenze angelangt war, kam eine weitere Abwertung des Peso nicht in Frage. Um den benötigten Bedarf an ausländischer Währung für den privaten Sektor weiterhin sicherzustellen, weitete die Zentralbank die Kreditvergabe aus. Die Banco de Mexico finanzierte somit den Devisenbedarf durch die verbliebenen Devisen, was zu einer Abnahme der Währungsreserven führte. Bis zum März 1994 attrahierte der private Sektor durchschnittlich US\$ 1,7 Mrd. an ausländischem Kapital, oder anders ausgedrückt verkaufte der private Sektor Anleihen und Wertpapiere an ausländische Investoren in Höhe von über US\$ 20 Mrd. jährlich. Nachdem die Möglichkeiten einer externen Finanzierung ab März 1994 nicht mehr gegeben waren, bezog der private Sektor die benötigten Gelder zur Finanzierung seiner Investitionen von der Zentralbank²⁹². Wichtig hierbei ist, dass die Zentralbank Gelder nun zu einer niedrigeren Zinsrate bereit stellte, als diese von ausländischen Investoren gewünscht wurden. Die Zentralbank begegnete folglich einer Erhöhung der Zinsrate durch eine expansive Geldpolitik.

Durch die Ausweitung der Kreditvergabe allerdings wurden auch weiterhin ausländische Investoren ferngehalten. Tatsächlich zeigt sich in Mexiko eine starke Kreditausweitung seit März 1994, die innerhalb von drei Monaten von NP 15,7 Mrd. auf NP 33,5 Mrd. im Juni 1994, und um weitere 10 Prozent bis zum September des gleichen Jahres auf NP 36,5 Mrd. stieg²⁹³. Die

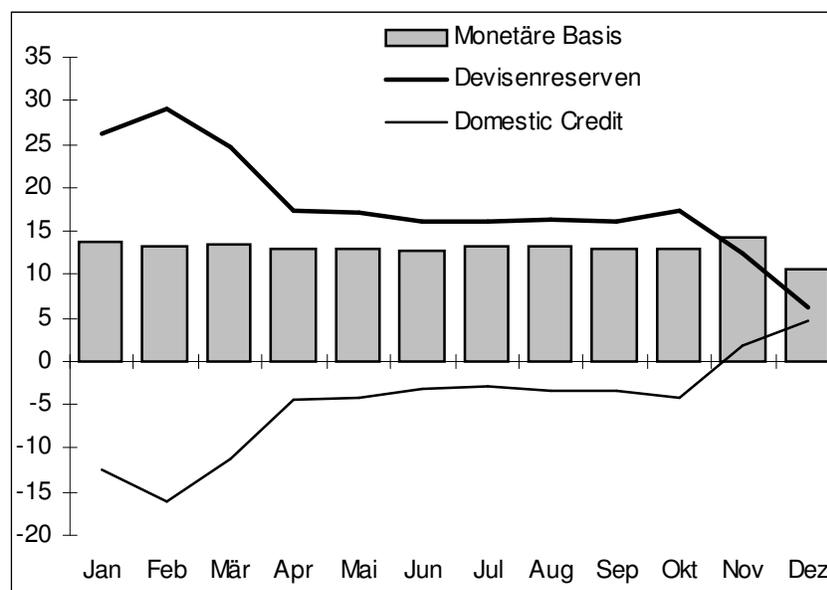
²⁹² Sachs/Tornell/Velasco (1995, 9)

²⁹³ vgl. Sachs/Tornell/Velasco (1995)

Ausweitung der Kreditvergabe kann volkswirtschaftlich jedoch wieder nur durch einen Abbau an Devisenreserven oder einer Steigerung des Geldangebotes erfolgen²⁹⁴. Da in Mexiko während des Jahres 1994 keine nennenswerte Veränderungen des Geldangebotes und der monetären Basis zu verzeichnen war, muss folglich die Ausweitung der Kredite gleichbedeutend gewesen sein mit der Abnahme der Devisenreserven der mexikanischen Zentralbank²⁹⁵.

Graphik 14

Kreditausweitung und Devisenreserven (1995)
(in Mrd. US\$)



Quelle: Banco de Mexico

Mexiko ließ die Zinsrate nicht weiter steigen und sterilisierte folglich die Verluste aus den Devisenabnahmen durch eine steigende Kreditausweitung. Die Devisenbestände gingen zurück während Kapitalzuflüsse in Form von Portfolioinvestitionen kaum noch zu verzeichnen waren. Somit musste das Leistungsbilanzdefizit durch den Abbau von Devisenreserven bezahlt werden²⁹⁶.

²⁹⁴ Krugman/Obstfeld (1994)

²⁹⁵ Eine Untersuchung hinsichtlich der Geldmengenpolitik Mexikos und der Bedeutung der einzelnen Aggregate findet sich bei Calvo/Mendoza (1996) und Kamin/Rogers (1996)

²⁹⁶ Vgl. Blaine (1998, 40)

Die folgende Tabelle veranschaulicht die Auswirkungen der massiven Kredit- und Geldmengenausweitung auf die Preisentwicklung in Mexiko. Produzenten- und Konsumentenpreise stiegen im Zeitraum 1990-94 um 51 Prozent beziehungsweise 66 Prozent.

Tabelle 11

Preisentwicklung in Mexiko 1988-1994
(1990=100)

	1990	1991	1992	1993	1994
Aktienpreise	100	191	289	326	442
Produzentenpreise	100	119	133	142	151
Konsumentenpreise	100	123	142	156	166

Quelle: IMF, International Financial Statistics, 1995

Den höchsten Zuwachs verzeichneten jedoch die Preise für Aktien an der mexikanischen Börse. Zwischen 1988 und 1990 verdreifachten sich diese und in den Folgejahren bis 1994 stiegen sie nochmals um mehr als das vierfache. Im Vergleich dazu stieg dieser Wert in den USA zwischen 1990 und 1994 gerade einmal um 39 Prozent. Vor dem Hintergrund der nachfolgenden Finanzkrise spricht dies häufig für den spekulativen Charakter an den Finanzmärkten interpretiert²⁹⁷. Dieser starke Anstieg in der Bewertung der Unternehmen an der Börse kann wiederum Effekte hervorrufen, welche die Situation weiter verschlechtern²⁹⁸. Zum einen kann eine höhere Bewertung die Unternehmen und Anleger dazu verleiten, gegen den 'überhöhten' Kurswert weitere Kredite aufzunehmen, um weiteren Konsum oder Investitionen zu tätigen, was wiederum den Inflationsdruck auf die Währung und den Preisdruck auf Konsum- und Luxusgüter sowie Liegenschaften erhöht. Zum anderen halten Banken einen Teil ihrer Aktiva in Unternehmensanteilen. Ein Anstieg in den Aktiva kann wiederum zu einer Kreditausweitung seitens der Banken führen, welche durch Unternehmensbeteiligungen gedeckt werden.

²⁹⁷ International Monetary Fund, International Capital Markets (1995, 175-185)

²⁹⁸ Vgl. Becker/Gaston Gelos/Richards (2000)

3.3 Cetes und Tesobono

Mexiko stand ab März 1994 vor dem Problem, neues ausländisches Kapital in das Land zu holen, ohne zeitgleich die Zinsen weiter zu erhöhen, was wiederum den bereits angeschlagenen Banksektor stark gefährdet hätte. Es stellte sich die Frage, ob die heimischen Zinsen weiter steigen sollten und man somit in mitten eines Wahljahres die Gefahr einer Rezession eingehen sollte, oder aber die bald fällig werdenden pesodenominierten Schuldverschreibungen durch dollardenominierte zu substituieren.

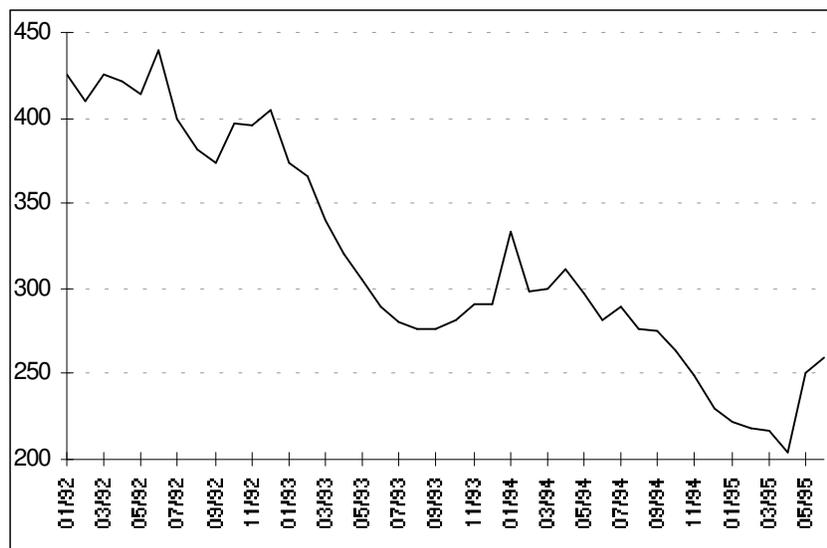
Im April 1994 wurde die Entscheidung getroffen, die Zinsen des mexikanischen Peso nicht weiter steigen zu lassen. Gleichzeitig wurden vermehrt dollardenominierte Schuldverschreibungen ausgegeben. Da das Wechselkursrisiko wie beim Cetes ausgeschlossen war, beziehungsweise indirekt von der Regierung übernommen wurde, lagen auch die Zinsen des Tesobono deutlich niedriger als beim Cetes. Durch die verstärkte Ausgabe von Tesobono-Papieren erschloß sich Mexiko somit die Möglichkeit, erneute Kapitalzuflüsse auf der Basis niedrigerer Zinsen zu nutzen.

Die Einführung des Tesobono konnte auch als Beitrag gesehen werden, die Glaubwürdigkeit der Regierung zu stärken um dadurch die Investitionsbereitschaft ausländischer Anleger zu steigern. Im Falle einer Abwertung des Peso würden die volkswirtschaftlichen Kosten stark ansteigen und gleichzeitig der Nutzen einer Abwertung sinken. Die Bereitschaft einer Abwertung der Währung würde mit zunehmender Dollarverschuldung abnehmen.

Von der Möglichkeit, langfristige Papiere wie etwa den Ajustabono, auszugeben, wurde abgesehen. Der Effekt war, dass die Laufzeiten der Schuldpapiere stetig sanken und die fällig werdenden Schulden immer schneller durch die Ausgabe neuer Papiere ersetzt werden mussten, wodurch Mexiko stärker von Marktschwankungen abhängig wurde. Mit dieser Entscheidung änderte sich auch das Ausmaß und die Struktur kurzfristiger Verbindlichkeiten im Verhältnis zu den Währungsreserven Mexikos. Seit 1990 war es ausländischen Anlegern erlaubt, mexikanische Staatsanleihen und Aktien zu halten, was zu einem immensen Zufluss an zumeist kurzfristigem Auslandskapital führte.

Graphik 15

Durchschnittliche Laufzeit öffentlicher Schuldverschreibungen (1992-1995) (Angaben in Tagen)



Quelle: Banco de Mexico

Bereits Ende 1993 repräsentierten Cetes-Papiere etwa den Gegenwert des Gesamtbestandes internationaler Währungsreserven und im Zuge der Ratifizierung des NAFTA-Abkommens hielten die immensen Kapitalzuflüsse auch im ersten Quartal 1994 weiter an. Als Resultat der Swap-Operationen von Cetes zu Tesobono erhöhte sich der Bestand von US\$ 1 Mrd. zu Beginn des Jahres 1994 auf US\$ 4 Mrd. im März und US\$ 11 Mrd. im April. Schließlich entsprach der Stock an Tesobono mit US\$ 18 Mrd. im September 1994 in etwa den gesamten noch zur Verfügung stehenden Währungsreserven Mexikos.

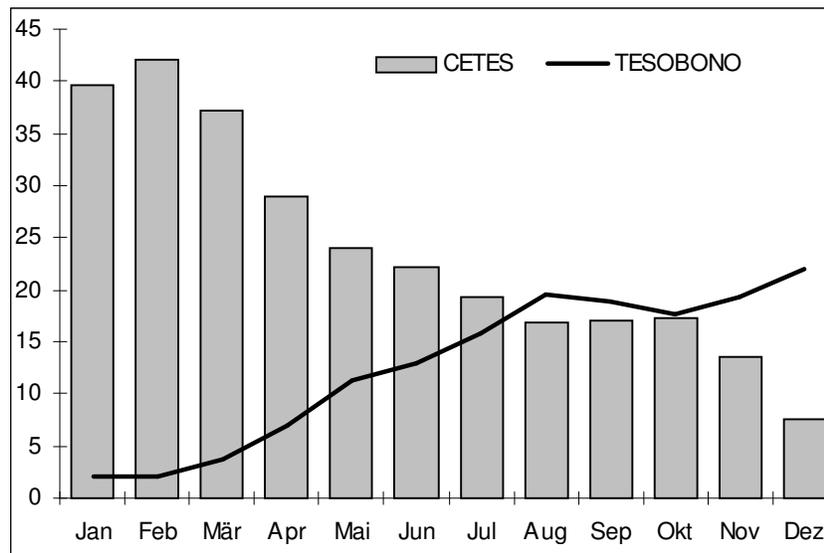
Auch das Verhältnis von Cetes zu Tesobono veränderte sich dramatisch. Lag der Anteil des Tesobono am Gesamtbestand beider Schuldtitel Anfang des Jahres noch bei 10 Prozent, so erreichte er bereits im April eine Höhe von 40 Prozent, im Juli 60 Prozent und stieg zum Jahresende weiter auf 87 Prozent an²⁹⁹. Noch im Dezember 1993 befanden sich 75 Prozent der pesodenominierten Schuldverschreibungen im Besitz ausländischer Anleger. Bis November 1994 repräsentierten die Anlagen in Cetes nur noch 25 Prozent im Portfolio ausländischer Investoren, während 70 Prozent der Investitionen nun in Tesobono getätigt wurden³⁰⁰.

²⁹⁹ Vgl. Lustig (1995)

³⁰⁰ Banco de Mexico, The Mexican Economy (1995, 261)

Graphik 16

Cetes und Tesobono (1994) (in Mrd. US\$)



Quelle: Banco de Mexico

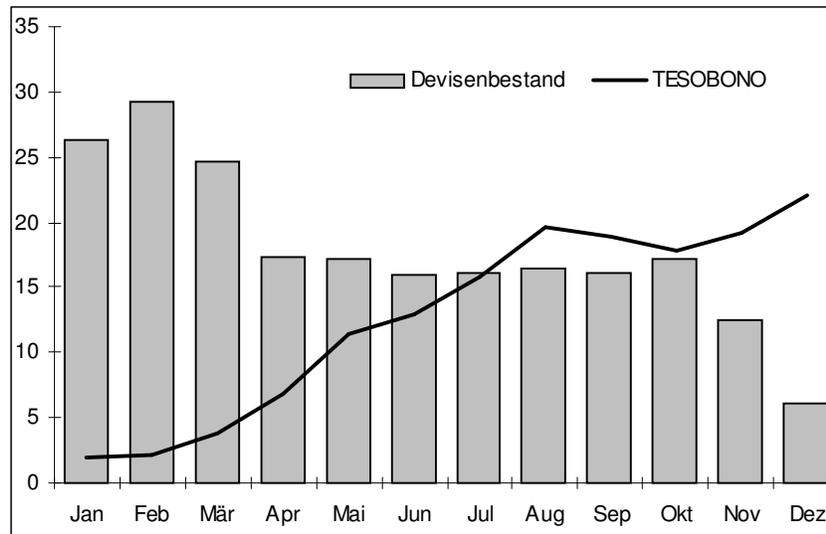
Gleichzeitig stieg dabei der Anteil privater Anleger in Tesobono Papieren von 4 Prozent zum Ende 1993 auf über 75 Prozent Ende 1994³⁰¹. Ein Effekt, der durch die Substitution von Cetes durch Tesobono erreicht wurde, war eine erhebliche Verringerung der Zinslast. Der 'spread' beider Papiere lag etwa zwischen sechs und acht Prozentpunkten. Allerdings implizierte diese Politik auch die Gefahr hoher Kosten, da im Falle die Regierung im Falle einer Abwertung nicht von einer Abnahme der realen Schuldenlast profitieren konnte. Ein weiterer Effekt der Substitution von Cetes in Tesobono Schuldtitel lag darin, dass bereits im April der Anteil ausländischer Währungen an der gesamten Geldmenge M3 größer war als der Bestand an ausländischen Devisenreserven der Zentralbank. Mit schwindenden Reserven einerseits und steigendem Bestand an Tesobono andererseits verschlechterte sich die Situation weiterhin³⁰². Ende November und nach weiteren massiven Rückgängen der Devisenreserven erreichte der Bestand an kurzfristigen öffentlichen Schulden eine Höhe von US\$ 27 Mrd. - etwa 70 Prozent davon in dollardenominierten Tesobono, dem Devisenreserven in Höhe von US\$ 12,5 Mrd. gegenüber standen.

³⁰¹ Calvo/Mendoza (1996, 7)

³⁰² Eine ausführliche Diskussion über die Geldmengenpolitik in Mexiko findet sich in Kamin/Rogers (1996)

Graphik 17

Devisenreserven und Tesobono (1994) (in Mrd. US\$)



Quelle: Banco de Mexico

Zu diesem Zeitpunkt war das Problem Mexikos weit über das eines Leistungsbilanzdefizits oder einer überbewerteten Währung hinaus gewachsen. Vielmehr stand Mexiko vor dem Ausbruch einer immensen Finanzkrise, da die noch vorhandenen Devisenreserven offensichtlich nicht ausreichten, um die kurzfristigen öffentlichen Schulden zu decken. Die Abnahme der Devisenreserven der mexikanischen Zentralbank ist folglich nicht auf den Vertrauensverlust ausländischer Anleger per se zurückzuführen. Dieser Vertrauensverlust hätte zu steigenden Zinsen, erhöhter Sparquote und einem abnehmenden Leistungsbilanzdefizit geführt. Vielmehr verfolgte die Zentralbank das Ziel, die Zinsrate nicht in dem Maße weiter steigen zu lassen, wie dies von ausländischen Investoren nachgefragt wurde. Dafür bediente man sich einer Ausweitung der Kreditvergabe, was wiederum unweigerlich zu sinkenden Devisenreserven führte.

Nach Ansicht der Vertreter dieses monetaristischen Ansatzes waren folglich weder die überbewertete Währung noch das Leistungsbilanzdefizit Schuld an der Krise. Sie resultierte vielmehr aus dem Unvermögen Mexikos, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen³⁰³.

³⁰³ Calvo/Mendoza (1996)

3.3.1 Wechselkursrisiko und Country Risk Ratio

Ein Phänomen der mexikanischen Pesokrise lag darin, dass sich die Gefahr eines Wechselkursrisikos scheinbar nicht im Investitionsverhalten ausländischer Anleger antizipieren ließ, was somit gegen die klassischen Ursachen spekulativer Attacken spricht³⁰⁴. Interpretiert man die Zinsdifferenz von Cetes zu Tesobono als Indikator für ein bestehendes Wechselkursrisiko und das Verhältnis von Tesobono zu US-Zins als Länderrisiko, so war die Ausgangslage Mexikos zu Beginn des Jahres 1994 recht positiv³⁰⁵. Bis zum März 1994 war im Zuge der NAFTA-Vereinbarungen das Wechselkursrisiko von 14,05 im Dezember 1992 auf 4,70 gesunken und auch die Differenz zwischen Tesobono und US-Zins wurde geringer.

Allein im März 1994 fielen allerdings im Zuge der Colosio Ermordung die Devisenreserven um US\$ 10 Mrd. und standen gegen Ende des zweiten Quartals bei nur US\$ 16,9 Mrd. Zwischen März und Mai stieg das Wechselkursrisiko als Verhältnis von Cetes zu Tesobono sprunghaft auf einen Wert von über 9 Punkten an und verharrte auch in den darauf folgenden Monaten auf hohem Niveau. Nach den Wahlen im August 1994 sank dieses Risiko jedoch wieder auf einen Wert unter 7 Punkte und stabilisierte sich bis zum Ende des Jahres in etwa auf diesem Niveau.

Auch das Länderrisiko als Differenz zwischen Tesobono und US-Zinsrate sank bis Anfang Dezember 1994 nahezu kontinuierlich auf einen Wert unter 2 Punkten, nachdem es im März und April auf über 4 Punkte gestiegen war. Besonders auffällig ist die Tatsache, dass das Risiko einer Abwertung des Peso in den Monaten und Wochen vor Ausbruch der Krise nicht in dem Cetes-Tesobono Verhältnis indiziert war. Die Zinsdifferenz beider Anlagen stieg zwar im April vor dem Hintergrund der Ermordung von Colosio stark an, sank aber in den Folgemonaten kontinuierlich. Besonders nach der Präsidentschaftswahl im August 1994 sank das Abwertungsrisiko und die Zinsdifferenz von Tesobono näherte sich bis in die ersten Dezemberwochen sogar stark an die der US-amerikanischen T-Bills³⁰⁶.

³⁰⁴ Vgl. Agenor/Masson (1996)

³⁰⁵ Das Wechselkursrisiko spiegelt dabei das Vertrauen der Investoren in die Währung und die Beibehaltung des Wechselkurssystems wieder, das Länder- oder Defaultrisiko hingegen das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit des Landes.

³⁰⁶ Vgl. Griffith-Jones (1996)

Tabelle 12

Anlagerisiko in Mexiko (1994)

(Angaben in %)

	Cetes (1)	Tesobono (2)	US T-Bill (3)	Wechsel- kurs- risiko (1) - (2)	Länder- risiko (2) - (3)
Jan	10,89	4,67	3,02	6,22	1,65
Feb	9,13	4,34	3,21	4,79	1,13
Mar	11,97	7,27	3,52	4,70	3,75
Apr	16,45	7,75	3,75	8,70	4,01
Mai	16,54	7,05	4,19	9,49	2,86
Jun	16,49	6,95	4,18	9,54	2,77
Jul	17,19	7,25	4,39	9,94	2,86
Aug	13,82	7,24	4,50	6,58	2,74
Sep	13,10	6,79	4,64	6,31	2,15
Okt	14,35	6,85	4,96	7,50	1,89
I Nov	14,50	6,81	5,10	7,69	1,71
II Nov	14,18	6,82	5,24	7,36	1,58
III Nov	14,50	6,77	5,38	7,73	1,39
IV Nov	14,76	7,50	5,52	7,26	1,98
I Dez	14,58	7,58	5,65	7,00	1,93
II Dez	14,89	7,40	5,70	7,49	1,70
III Dez	17,00	8,26	5,50	8,74	2,76
IV Dez	31,99	10,49	5,50	21,50	4,99

Quelle: Banco de Mexico; US Federal Reserve

Ein ähnliches Resultat ergibt sich, wenn die Erwartungshaltung der Marktteilnehmer über eine bevorstehende Abwertung des Peso zugrunde gelegt wird. Als Grundlage dafür dienen die monatlichen Veröffentlichungen des Currency Forecasters' Digest³⁰⁷. Danach bestand zwar im November 1993 im Zuge des NAFTA-Abkommens und im August 1994 im Zuge der Präsidentschaftswahlen ein erhöhtes Währungsrisiko, jedoch sanken diese Erwartungen im Oktober 1994 stark ab³⁰⁸. Der Grund für diese Entwicklung kann einerseits damit begründet werden, dass internationale Anleger trotz des überbewerteten Peso und anhaltender Leistungsbilanzdefizite die volkswirtschaftlichen Rahmendaten grundsätzlich als vertretbar und angemessen beurteilt haben³⁰⁹. Dabei muss beachtet werden, dass die Informationslage gerade in Bezug auf wichtige volkswirtschaftliche Daten gerade gegen Ende des Jahres 1994 unzureichend war.

³⁰⁷ Der *Currency Forecasters' Digest* (heute: Financial Times Currency Forecasters) beinhaltet die Beurteilung von Währungsaussichten Multinationaler Unternehmen, Investment Banken und Unternehmen, die regelmäßig Prognosen über die Entwicklung der Währung veröffentlichen.

³⁰⁸ Vgl. Agenor/Masson (1999)

³⁰⁹ Agenor/Masson (1996)

Offensichtlich behinderten mexikanische Behörden die Veröffentlichung wichtiger Daten wie zum Beispiel den Bestand an Währungsreserven. Ob dies absichtlich geschah oder diese Angaben in Anbetracht der immensen Transaktionen nicht verfügbar waren, sei dahingestellt. Jedoch darf dieser Aspekt auch nicht überbewertet werden. Die reale Aufwertung und die damit einhergehende Überbewertung des Peso zeichnete sich bereits Ende der achtziger Jahre ab. Das Leistungsbilanzdefizit war bereits seit 1991 hoch und auch die steigenden Anlagen in den Tesobono waren erkennbar. Eine grundlegende Änderung volkswirtschaftlicher Rahmendaten fand folglich in 1994 nicht statt.

Ein anderer Faktor kann in der Beurteilung internationaler Investoren bezüglich der künftigen Wirtschafts- und Finanzpolitik Mexikos liegen. Auffallend ist, dass gerade nach den Präsidentschaftswahlen im August das Wechselkursrisiko weiter sank. Die neu gewählte und im Dezember ins Amt tretende Regierung hatte bekundet, an der bisher verfolgten Politik festzuhalten. Dafür sprach auch, dass der Amtsnachfolger Zedillo Mitglied des Teams war, das unter Präsident Salinas das Anpassungsprogramm mit vorbereitet und gestaltet hatte³¹⁰. Das Absinken der Cetes-Tesobono Zinsdifferenz kann dabei auch als steigendes Vertrauen der Anleger in die Politik des Landes und sinkende Erwartungen politischer Instabilität interpretiert werden. Zumindest war eine steigende Unsicherheit der Investoren bezüglich der Durchhaltbarkeit der bisherigen Politik nicht zu verzeichnen. Aufgrund dieser Indikatoren gab es keinerlei Hinweis darauf, dass die Finanzmärkte, und damit die Investoren, einen Wechsel in der Wirtschaftspolitik antizipiert haben³¹¹.

Einschränkend muss jedoch konstatiert werden, dass die Aussagekraft dieser Kennzahlen durchaus bestritten werden kann, da die Mexiko seine Zinsrate künstlich niedrig hielt. Der Substitutionseffekt von Cetes zu Tesobono Papieren kann durchaus als Zeichen schwindenden Vertrauens in die mexikanische Währung interpretiert werden. Gleichzeitig lässt das sinkende Volumen der Cetes-Papiere gerade im Vorfeld der Krise die Relevanz dieser Daten zur Bestimmung des Wechselkursrisikos bezweifeln.

³¹⁰ Agenor/Masson (1996, 6)

³¹¹ vgl. Sachs/Tornell/Velasco (1995)

4. Stabilisierungsmaßnahmen im Anschluss an die Pesokrise

Die Auswirkungen der mexikanischen Pesokrise waren zunächst dramatisch und nach Ansicht vieler Analysten schien Mexiko erneut für mehrere Jahre vom Zugang zu den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten abgeschnitten zu sein. Die Tatsache, dass bereits kurz nach der Pesokrise wieder Kapital in das Land gelangte war ebenso überraschend wie die Pesokrise an sich. Obwohl Mexikos Zugehörigkeit zur NAFTA einen bestimmten Einfluss auf die Investitionsentscheidungen internationaler Kapitalanleger vor allem hinsichtlich der Direktinvestitionen gehabt haben mag³¹², gingen die wesentlichen Impulse für die Rückkehr internationalen Kapitals auf das 'Bail-Out' Programm zurück. Auffällig in diesem Zusammenhang war, dass schon die bloße Zusage dieser Unterstützungsmaßnahmen auszureichen schien, um das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen. Unterstützt wurde dieser Prozess auch dadurch, dass die Regierung von dirigistischen Eingriffen wie nach Ausbruch der Schuldenkrise absah. Vielmehr reagierte Mexiko mit weiteren Liberalisierungs- und Deregulierungsmaßnahmen und behielt das frei floatende Wechselkursystem bei.

Die Maßnahmen Mexikos im Anschluss an die Pesokrise lassen sich grob in kurzfristige und langfristige Maßnahmen unterteilen. Als kurzfristige Maßnahme ist dabei die Vereinbarung des 'Bail-Out' Programms in den ersten Wochen und Monaten des Jahres 1995 zu benennen. Der immense Devisenbedarf zur Deckung der kurzfristigen dollardenominierten Auslandsschulden konnte nur mit Hilfe internationaler Unterstützung gewährleistet werden. Letztlich musste jedoch nur die Hälfte der angebotenen Hilfen zur Überwindung der Krise in Anspruch genommen werden. Ebenfalls wurde im Februar 1995 ein spezielles 'Bail-Out' Programm initiiert, dass dem angeschlagenen Banksektor zugute kam und eine systemische Krise vermeiden sollte. Dieses Programm wurde jedoch von Mexiko allein getragen und sah darüber hinaus weitgehende institutionelle Reformen vor (**siehe Annex 2**).

Zu den längerfristigen Maßnahmen gehörte die Umstrukturierung der Verschuldungsinstrumente des Staates. So wurde die Verschuldungsmöglichkeit über die Ausgabe von Tesobono,

³¹² Vgl. Sanchez/Karp (1999)

der als einer der ausschlaggebenden Faktoren der Pesokrise verantwortlich zu machen ist, bis zum März 1997 abgeschafft und durch neue, langfristige Instrumente ersetzt.

Nachdem die Neuauflage des PACTO bereits kurze Zeit später scheiterte, wurde zunächst auf derartige Programme verzichtet. Mit der Einführung des Programa Nacional de Financiamiento de Desarrollo (PRONAFIDE) im Jahr 1997 wurden die bis dahin allgemein formulierten wirtschaftlichen Zielgrößen zusammengefasst und zukünftige Zielgrößen festgelegt. Schließlich wurde die Zentralbank weitgehend unabhängig von den Entscheidungen der Regierung gemacht und bestimmte somit den künftigen Kurs der Währungspolitik. Nachdem die Banco de Mexico bis etwa 1997 einem Monetary-Targeting folgte, war etwa zeitgleich mit dem Amtsantritt des neuen Zentralbankpräsidenten ein langsamer Wandel in Richtung eines Inflation-Targeting Systems zu erkennen, was besonders während der Bewältigung der Russland- und Brasilienkrise deutlich wurde.

Im Folgenden sollen nun zunächst die Stabilisierungsmaßnahmen Mexikos im Anschluss an die Pesokrise und deren weiteren Verlauf dargestellt werden.

4.1 Bail-Out Programm Mexikos

Die Pesokrise war mit enormen Kosten verbunden, die von der mexikanischen Regierung nicht allein getragen werden konnte. Bereits im März 1994 wurde von den Mitgliedsländern der NAFTA ein Abkommen geschlossen, dass den Mitgliedsländern 'swap facilities' in Höhe von US\$ 6 Mrd. garantierte³¹³. Hintergrund dieser Maßnahme war die Ermordung des Präsidentschaftskandidaten Luis Donaldo Colosio, in dessen Folge ein Vertrauensverlust der Investoren und ein 'Run' auf die mexikanische Währung befürchtet wurde. Weitere US\$ 6 Mrd. wurde von seiten der EU und Japan zur Verfügung gestellt. Trotz sinkender Devisenreserven wurde diese Hilfe jedoch nicht in Anspruch genommen.

Nach Ausbruch der spekulativen Attacke auf den Peso sanken die Devisenreserven der Banco de Mexico bis zum 22. Dezember 1994 auf etwa US\$ 6 Mrd. ab, so dass sich die Regierung gezwungen sah den Peso frei floaten zu lassen³¹⁴. Den verbliebenen Devisenbeständen und den 'swap facilities' im Rahmen des NAFA standen für 1995 allein US\$ 35 Mrd. an Forderungen seitens ausländischer Gläubiger gegenüber. Davon entfielen US\$ 17 Mrd. auf noch ausstehende Tesobono, wovon allein US\$ 10 Mrd. bereits im Januar 1995 fällig wurden. Hinzu kamen weitere Forderungen in Höhe von US\$ 18 Mrd. seitens nationaler Geschäftsbanken³¹⁵.

Am 2. Januar 1995 wurde daraufhin ein erstes Hilfspaket in Höhe von US\$ 18 Mrd. aufgelegt, um zunächst die im Januar fällig werdenden Zahlungen im Rahmen des Tesobono zu decken. Dazu wurden die NAFA Gelder auf US\$ 10 Mrd. aufgestockt. Hinzu kamen US\$ 5 Mrd. seitens der BIS. Unter anderem aus Angst vor restriktiven Maßnahmen wie die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen griff die Panik auch auf solche Anleger über, die keine Tesobono-Papiere hielten. Schätzungen zufolge beliefen sich die ausstehenden dollardenominierten Zahlungsverpflichtungen auf US\$ 50 Mrd., denen jedoch nur knapp US\$ 18 Mrd. an finanziellen Zusagen gegenüber standen³¹⁶. Auch die Kreditgewährung durch den IMF vom 26. Januar 1995 in Höhe von US\$ 7,8 Mrd. erschienen unzureichend.

³¹³ North American Financial Agreement (NAFA)

³¹⁴ Eine Chronologie der Ereignisse und eine Darstellung der Sofortmaßnahmen bietet der IMF (1995, 53-79)

³¹⁵ Die angegebenen Werte beziehen sich auf die Darstellung von Lustig (1998, Chap. 7) recherchierten Zahlen.

³¹⁶ Die Zusammensetzung der dollardenominierten Schulden Mexikos gestaltete sich wie folgt: Kurzfristige öffentliche Verschuldung US\$ 6,3 Mrd., langfristige öffentliche Verschuldung US\$ 6 Mrd., Verschuldung des

Nachdem sich sehr bald herausstellte, dass die bereitgestellten Gelder nicht ausreichend waren, wurde für den Februar 1995 ein zweites Hilfspaket aufgelegt, das sich auf etwa US\$ 52 Mrd. bezifferte. Der IMF stockte seine Finanzhilfen um weitere US\$ 10 Mrd. auf und erreichte damit eine vorher nie dagewesene Höhe gewährter Finanzausgaben. Die USA stellte im Rahmen des Exchange Stabilization Funds (ESF) weitere US\$ 20 Mrd. zur Verfügung. Weltbank und IDB beteiligten sich mit US\$ 3 Mrd., während die BIS US\$ 10 Mrd. zur Verfügung stellte. Weitere Zusagen kamen aus Kanada, einigen lateinamerikanischen Ländern und internationalen Geschäftsbanken.

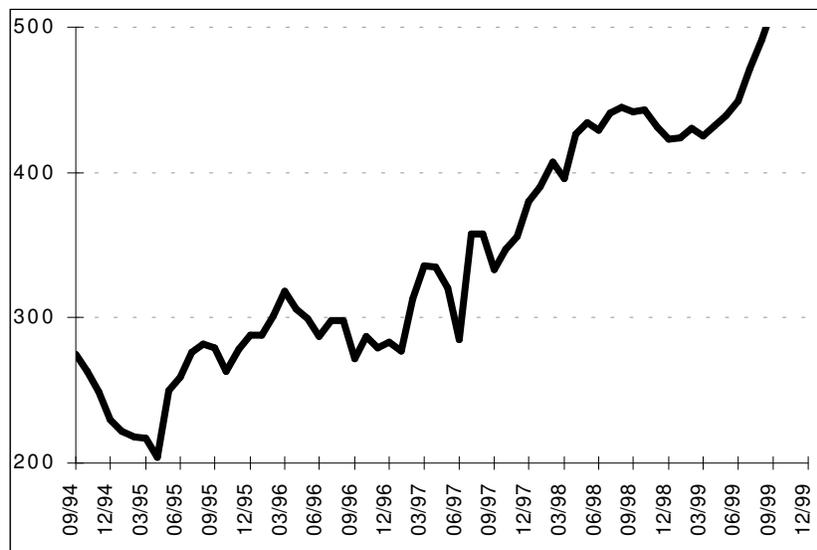
Überraschenderweise konnte Mexiko im Gegensatz zu den Entwicklungen 1982 bereits im April 1995 erneut Geld an den internationalen Finanzmärkten aufnehmen und brauchte nur etwa die Hälfte der zur Verfügung gestellten Gelder in Anspruch nehmen. Dennoch durchlebte Mexiko in der Folgezeit eine tiefe Rezession, die zu hoher Arbeitslosigkeit und einem drastischen Verfall der Realeinkommen führte.

4.2 Schuldenmanagement

Eine Ursache der Krise war die Entwicklung der kurzfristigen dollardenominierten Schuldverschreibungen, deren Bestand Ende 1994 noch rund US\$ 29 Mrd. ausmachte. Erklärtes Ziel der neuen Regierung war daher der Abbau des Tesobono. Bis zum Juli 1995 wurde der Bestand mit Hilfe der Kreditzusagen aus den USA und Kanada auf US\$ 8,9 Mrd. zurückgeführt und bis zum Februar 1996 schließlich vollständig abgebaut³¹⁷. Gleichzeitig wurde darauf abgezielt, die Fälligkeiten der Verschuldung zu verlängern. Als Instrumente wurden ab 1996 daher der Bon-des mit einer Laufzeit von ein bis zwei Jahren, und der Udibonos mit einer Laufzeit von fünf Jahren ausgegeben. Die durchschnittlichen Fälligkeiten öffentlicher Schuldverschreibungen stiegen dadurch von 204 Tagen im April 1995 kontinuierlich auf 559 Tage im Dezember 1999. Darüber hinaus konnte Mexiko bis zum Januar 1997 seine von den USA in Anspruch genommenen Kredite in Höhe von US\$ 13,5 Mrd. und bis April 1997 gegenüber dem IMF US\$ 3,7 Mrd. zurückzahlen³¹⁸. Weiterhin erklärte sich die Regierung unter Zedillo dazu bereit, ein Überwachungssystem externer Schulden in Zusammenarbeit mit dem IMF zu etablieren³¹⁹.

Graphik 18

Durchschnittliche Laufzeit öffentlicher Schuldverschreibungen (1995-1999) (Angaben in Tagen)



Quelle: Banco de Mexico

³¹⁷ Krueger/Tornell (1999)

³¹⁸ Lustig (1998, 185)

³¹⁹ Mexico, Letter of Intent, June 15, 1999, veröffentlicht auf der Webseite des IMF

4.3 Strukturelle Reformen

Neben den Anfang 1995 zur Verfügung gestellten internationalen Finanzhilfen wurde unter der Regierung von Zedillo im Januar diesen Jahres ein letztes Mal ein Programm zur wirtschaftliche Stabilisierung initiiert, das wie zuvor den Namen PACTO trug und freiwillige Lohn- und Preisbeschränkungen beinhaltete. Die kontrollierten Preise sollten um 10 Prozent, Löhne und Gehälter lediglich um 7 Prozent steigen dürfen, während sich die Unternehmer dazu verpflichteten, die durch höhere Importkosten verursachten Preissteigerungen zu begrenzen. Mit einer projektierten Inflation von 19 Prozent bedeutete dies einen erheblichen Verlust der Realeinkommen. Für Bezieher niedriger Einkommen wurde daher ein geringer Lohnsteuerrabatt gewährt.

Eine wesentliche Änderung stellte sich hinsichtlich der inzwischen unabhängig gewordenen Zentralbank dar. Der freie Wechselkurs wurde beibehalten, wobei die Hauptaufgabe der Banco de Mexico in der Aufrechterhaltung der Preisstabilität lag³²⁰. Statt einer Aufrechterhaltung der Währungsparität ging die Banco de Mexico nun dazu über, die Neukreditvergabe auf einem bestimmten Niveau zu halten³²¹. Bereits nach wenigen Wochen wurde deutlich, dass sich die im Programm zu Grunde gelegten Wirtschaftsprognosen nicht erfüllen ließen. Der Kapitalabfluss konnte nicht gestoppt werden. Im März 1995 wurde ein erweitertes Stabilisierungsprogramm, basierend auf revidierten Prognosen beschlossen. Nachdem im Januar noch von einem geringen Wirtschaftswachstum ausgegangen war, wurde für den Rest des Jahres ein Rückgang des BIP von 2 Prozent prognostiziert. Die Projektionen für den Wechselkurs lagen bei 6 Pesos pro Dollar, und die Inflationsrate wurde mit 42 Prozent veranschlagt. Die inländische Zinsrate wurde erhöht, und Mehrwertsteuer von vormals 10 auf 15 Prozent angehoben, die öffentlichen Ausgaben um etwa 10 Prozent gesenkt und die Preise für öffentliche Güter erhöht. Weitere Privatisierungsmaßnahmen sollten die dringend benötigten Devisen zur Schuldentilgung erbringen. Um die negativen Effekte des Programms abzumildern, wurden die Mindestlöhne um 12 Prozent angehoben und zeitweilige Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen initiiert.

³²⁰ Eine genaue Darstellung dieses neuen Wechselkursmechanismus und die neue Rolle der Banco de Mexico findet sich in Edwards/Savastano (1998) und Carstens/Werner (1999)

³²¹ Die genaue Entwicklung dieser Größen sowie deren Projektionen werden regelmäßig im Monetary Policy Report der Banco de Mexico veröffentlicht.

Wesentliches Kennzeichen der Politik Zedillos war die Fortsetzung der bisherigen Politik der Liberalisierung, Deregulierung und Öffnung zum Weltmarkt. Im Gegensatz zu früheren Szenarien wie etwa 1982 wurden hinsichtlich der Handelspolitik keinerlei protektionistische Maßnahmen ergriffen³²². Vielmehr wurde die Privatisierungspolitik weiter vorangetrieben und auf See- und Flughäfen, sowie Eisenbahn ausgedehnt³²³. Der Telekommunikationsbereich wurde für den internationalen Wettbewerb geöffnet und die Eigentumsbeschränkungen an nationalen Finanzinstituten weiter zurückgefahren.

Einige der Grundlagen und Eckpunkte des neuen Programms wurden im PRONAFIDE zusammengefasst, das die bis dahin allgemeine Strategie des Entwicklungsplans bis zum Jahr 2000 konkretisierte³²⁴. In diesem ambitionierten Programm wurden die Ziele und Maßnahmen für die nächsten Jahre festgelegt. Danach sollte ein Wirtschaftswachstum bei durchschnittlich 5 Prozent, das Leistungsbilanzdefizit bei 3 Prozent des BIP, und eine Inflationsrate von 7,5 Prozent bis zum Ende des Programms im Jahr 2000 erreicht werden. PRONAFIDE stellte somit erstmals einen quantitativen Rahmen dar, wobei besonders der Zusammenhang zwischen Ersparnis und Investition sowie zwischen Investition und Wachstum unterstrichen wurde.

Ein wichtiges Element für den Ausbau nationaler Kapitalmärkte war eine radikale Rentenreform. Wie schon zuvor in Chile und anderen lateinamerikanischen Ländern wurde im Juli 1997 ein neues System der privaten Altersvorsorge und somit der Aufbau nationaler Pensionsfonds durchgesetzt. Ein weiteres wichtiges Reformfeld war die Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der Geldpolitik der Banco de Mexico. Weiterhin begann die Zentralbank im März 1995 mit der wöchentlichen Veröffentlichung wichtiger ökonomischer Daten, wie der Entwicklung der Geldbasis und ihrer einzelnen Elemente, dem Devisenbestand und den Veränderungen im Kreditbestand³²⁵.

³²² Vielmehr wurde mit der EU ein Handelsvertrag vereinbart und eine weitere Integration in die APEC beschlossen.

³²³ Vgl. Ministry of Finance, Economic Policy Guidelines for 1998

³²⁴ Einen Überblick gibt dazu die OECD (1998)

³²⁵ Krueger/Tornell (1999)

4.4 Geld- und Wechselkurspolitik

Mit dem Ausbruch der Pesokrise und der Freigabe des Wechselkurses war auch die Glaubwürdigkeit der mexikanischen Zentralbank in Frage gestellt worden. Nachdem der Wechselkurs nicht mehr als nominaler Anker der Wirtschaft fungierte, wurde diese Aufgabe zunächst durch eine Monetary-Targeting Strategie (MTS) wahrgenommen, welche die Geldpolitik und die Geldmengensteuerung als eines ihrer wesentlichen Instrumente zur Inflationsbekämpfung einsetzte. Die Zentralbank befolgt seitdem eine restriktive Politik, bei der das Geldmengenziel täglich überprüft und die Geldmenge entsprechend angepasst wird.

Bereits in der ersten Hälfte 1995 wurde jedoch deutlich, dass dieses System nur bedingt zur Inflationskontrolle beitrug, da der direkte Zusammenhang von Geldbasis und Inflationsentwicklung in Krisenzeiten nur wenig ausgeprägt war und die Zentralbank kurzfristig nur eine geringe Kontrolle über die Entwicklung der Geldbasis besaß³²⁶. Daher ging die Zentralbank Mitte des Jahres 1995 dazu über, neben der Geldbasis auch durch die Einflussnahme auf die Zinsentwicklung die Inflationsentwicklung unter Kontrolle zu bringen. Allerdings dauerte die Umstellung auf ein effektives System bis in das Jahr 1996³²⁷. Seit diesem Zeitpunkt ist die mexikanische Zentralbank dazu übergegangen, eine täglich aktualisierte Voraussage der Geldmengenentwicklung und ihrer Aggregate auf ihrer Webseite zu veröffentlichen.

Trotz stetig fallender Inflationsraten viel es der mexikanischen Zentralbank zunehmend schwer, die prognostizierten Ziele der Geldpolitik mit der tatsächlichen Entwicklung in Einklang zu bringen. Besonders 1997 wich die tatsächliche Entwicklung der Geldmenge und ihrer Aggregate aufgrund der Contagion-Effekte der Asienkrise mehr und mehr von den im Jahr zuvor prognostizierten Zielen ab. Die Geldbasis lag 1997 um 4.1 Prozentpunkte höher als erwartet, während die Inflationsrate mit 15.7 Prozent dem Ziel von 15 Prozent nahezu entsprach. Die Banco de Mexico hatte einige Mühe, diese Diskrepanz in ihren Berichten zu erklären³²⁸. Die Diskrepanz zwischen Zielvorgaben und tatsächlicher Entwicklung trat auch in den beiden folgenden Jahren auf. So überstieg die tatsächliche Inflationsrate 1998 die Vorgabe von 12 Prozent um sieben Prozentpunkte, während die Geldbasis um 1,5 Prozentpunkte niedriger ausfiel

³²⁶ Gil-Diaz (1998a)

³²⁷ Eine ausführliche Darstellung der einzelnen Maßnahmen seitens der mexikanischen Zentralbank bieten Carstens/Werner (1999).

als prognostiziert. Im folgenden Jahr 1999 ergab sich ein umgekehrtes Bild. Die Inflationsrate entsprach mit 12,0 Prozent der prognostizierten Vorgabe, während die Geldmengenausweitung um mehr als 21 Prozentpunkte höher als die Prognose ausfiel.

Der direkte Zusammenhang zwischen Geldmenge einerseits und Inflationsrate andererseits, wie er bei einer geldmengenorientierten Strategie zur Inflationsbekämpfung gedacht ist, schien sich nicht zu bestätigen. Auch der vermutete Zusammenhang, dass eine Ausweitung der Geldmenge unweigerlich zu höheren Inflationsraten führt, schien widerlegt zu sein. Mit der Einführung des neuen Zentralbankpräsidenten Ortiz im Januar 1998 wurde daraufhin die Bedeutung des Geldmengenziels mehr und mehr heruntergespielt, wenngleich die regelmäßige Publikation der Vorgaben beibehalten wurde³²⁹. Generell ist somit ein Wandel in der Geld- und Währungspolitik hin zu einem Inflation-Targeting System zu erkennen. Erste Schritte dazu wurden bereits im ersten Halbjahr 1995 unternommen, indem die Möglichkeit der Zinssteuerung als weiteres Instrument der Geldmengensteuerung zur Inflationsbekämpfung hinzugezogen wurde. Notwendig wurde dieser Wandel vor allem vor dem Hintergrund der Finanzkrisen in Asien, Russland und Brasilien, die höhere Ansprüche an die Flexibilität an die verschiedenen, zur Verfügung stehenden Instrumentarien stellte.

Weiterhin existiert seit 1997 ein Verkaufsprogramm zur Stabilisierung des Wechselkurses. Demnach kann die Zentralbank US\$ 200 Mio. offerieren, sollte sich der Kurs zum Dollar um mehr als 2 Prozent gegenüber dem Vortag verschlechtern. Der politische Wandel schlug sich auch in den vom Finanzministerium und der Banco de Mexico veröffentlichten Richtlinien nieder³³⁰. Im Monetary Programm für das Jahr 2000 der Zentralbank heisst es dazu³³¹:

„(...) in order to help guide inflation expectations and the path of inflation for the following year, Banco de México' s Board of Governors has agreed with the Federal Government to establish a maximum inflation target of 10 percent for the year 2000. (...)

Banco de México will continuously monitor the different sources of inflation pressures in order to assess the advisability of adjusting its monetary policy stance.

³²⁸ Banco de Mexico, The Mexican Economy 1998, June

³²⁹ Mishkin/Savastano (2000)

³³⁰ Siehe dazu die regelmäßigen Veröffentlichungen des Ministry Of Finance, Economic Policy Guidelines for 1999 and 2000, sowie der Banco de Mexico, Report on Monetary Policy, 1999 und 2000

³³¹ Banco de Mexico, Monetary Policy Programm for 2000, Executive Summary, S. 2ff

Nonetheless, as the effects of monetary policy actions take a relatively long period to materialize, the possibility for Banco de México to influence future inflation requires that actions be taken sufficiently in advance.

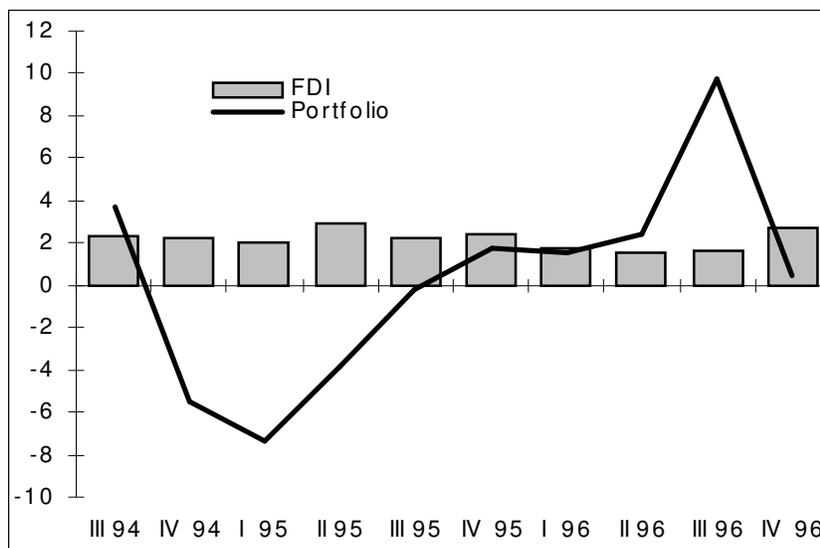
(...) At the onset of 1999, Banco de México envisaged an adverse external environment for the remainder of the year. Thus, it was deemed necessary to have flexible domestic economic policies and a high degree of coordination among them.“

4.4 Wirtschaftliche Entwicklung im Anschluss der Pesokrise

Die Auswirkungen der Pesokrise und das Ausmaß der spekulativen Attacke zeigten sich besonders im starken Rückgang der Portfolioinvestitionen während der ersten drei Quartale 1995. Allein in diesem Zeitraum wurden etwa US\$ 13 Mrd. aus Mexiko abgezogen und lag damit sogar über den entsprechenden Kapitalzuflüssen im Vergleichszeitraum des Vorjahres.

Graphik 19

Private Kapitalzuflüsse (III.1994-IV.1996) (in Mrd. US\$)



Quelle: Banco de Mexico

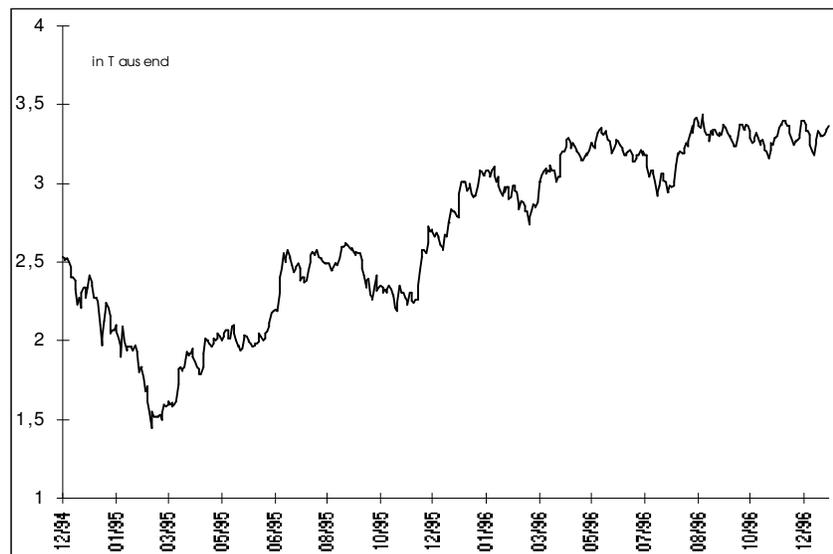
Auffällig war jedoch die Konstanz ausländischer Direktinvestitionen, was einen ersten Unterschied zu den Entwicklungen während der Schuldenkrise 1982 darstellt und zum großen Teil auf die Integration Mexikos in die NAFTA zurückzuführen ist³³². Auffällig war auch die schnelle Rückkehr des Vertrauens internationaler Kapitalanleger. Bereits im ersten Quartal 1996 konnten wieder positive Nettokapitalzuflüsse verzeichnet werden und im Herbst erreichte der Zustrom mit knapp US\$ 9,8 Mrd. ein zuvor nie erreichtes Niveau.

³³² Vgl. Sanchez/Karp (1999)

Eine ähnliche Entwicklung zeichnete sich bei der Betrachtung der mexikanischen Börse ab. Nachdem der IPC bis zum März 1995 etwa 50 Prozent seines Wertes eingebüßt hatte, erreichte der Börsenindex sechs Monate später in etwa wieder ein Ausgangsniveau vom Oktober 1994.

Graphik 20

Entwicklung des mexikanischen Börsenindex (1995-1996)



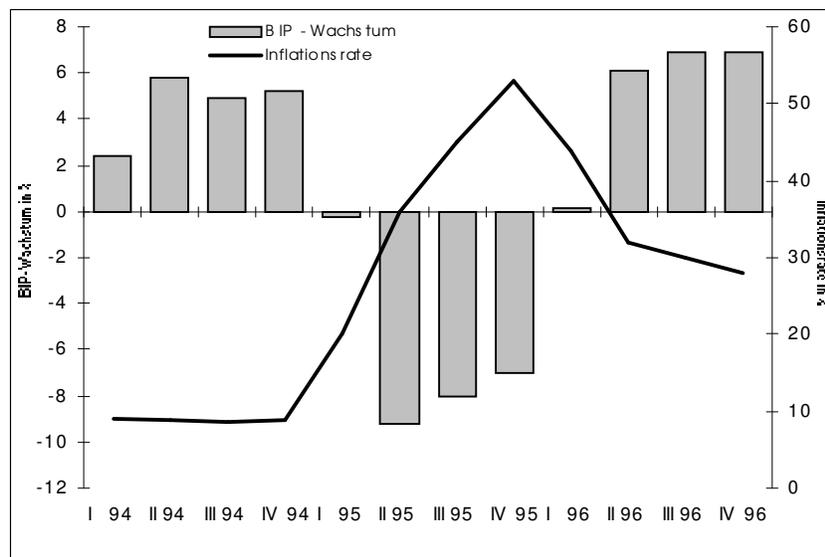
Quelle: Banco de Mexico

Die Auswirkungen der Krise auf das reale Wirtschaftswachstum waren zunächst dramatisch. In den letzten drei Quartalen des Jahres 1995 sank das reale BIP um 9,2 Prozent beziehungsweise 8,0 Prozent und 7,0 Prozent, und für das Gesamtjahr wurde eine Abnahme von 6,2 Prozent verzeichnet. Die Inflationsrate stieg von einstelligen Werten zu Zeiten des alten Systems auf Werte um über 50 Prozent im vierten Quartal 1995.

Die Industrieproduktion fiel um über 7 Prozent und führte in Zusammenhang mit der Abwertung des Peso zu einem Rückgang der Importe. Bereits im zweiten Quartal 1996 konnten daher auch wieder ein positives Wirtschaftswachstums verzeichnet werden, und auch in den folgenden Quartalen lagen die Wachstumsraten bei über 5 Prozent.

Graphik 21

BIP-Wachstum und Inflationsrate (I.1994-IV.1996) (Angaben in %)



Quelle: Banco de Mexico

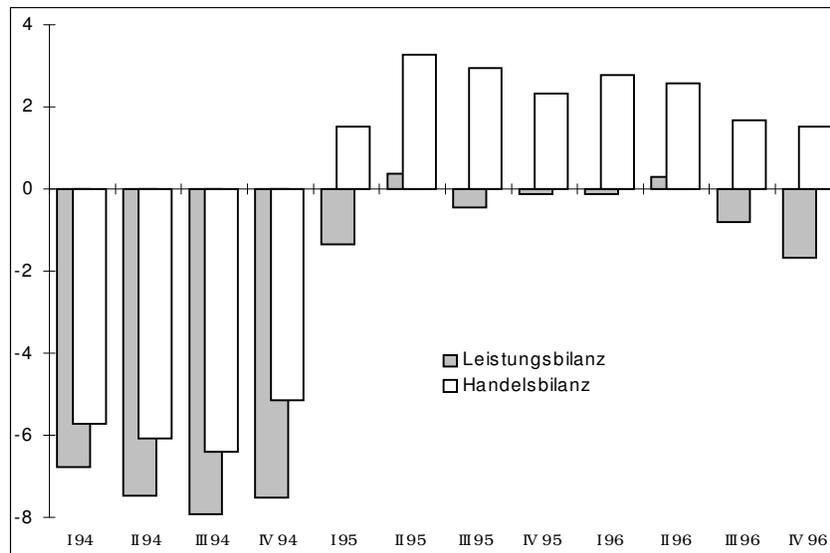
Diese Entwicklung war im wesentlichen auf den Handelsbereich und den stark anwachsenden Exportsektor zurückzuführen, wobei der Maquiladora-Industrie und dem weiterverarbeitenden Sektor eine zunehmend wichtigere Rolle zukam und der Anteil der Rohölexporte am gesamten Exportvolumen zurückging. Die Erholung anderer Wirtschaftsbereiche hingegen schritt nur langsam voran³³³.

Auffällig war der starke Anstieg der Exporte von mehr als 30 Prozent innerhalb eines Jahres. Unterstützt wurde diese Entwicklung durch die Abwertung des Peso, wodurch sich die Wettbewerbsfähigkeit mexikanischer Produkte im internationalen Vergleich erheblich verbesserte. Der gleichzeitige Rückgang der Importe um fast 9 Prozent gegenüber 1994 führte schon im ersten Quartal 1995 zu einem Handelsbilanzüberschuß von knapp US\$ 2 Mrd. Durch die Überschüsse in der Handelsbilanz und trotz sinkenden Wirtschaftswachstums war 1995 erstmals seit langem die Leistungsbilanz ausgeglichen.

³³³ Krueger/Tornell (1999)

Graphik 22

Leistungs- und Handelsbilanz (I.1994-IV.1996) (in Mrd. US\$)



Quelle: Banco de Mexico

Mit der Einführung des Stabilisierungsprogramms vom März 1995 wurden die Zinsen freigegeben, so dass die kurzfristige Cetes Zinsrate auf nahezu 80 Prozent anstieg³³⁴. Diese Entwicklung war Ausdruck der mangelnden Glaubwürdigkeit der mexikanischen Zentralbank, die daraufhin in einigen Gebieten wie etwa dem Auktionsverfahren und dem Zahlungssystem wesentliche Veränderungen vornahm. Gleichzeitig weitete die Banco de Mexico ihre Informationspolitik massiv aus, legte den größten Teil ihrer Daten täglich aktualisiert im Internet dar und veröffentlichte regelmäßig die aktuellen Prognosen und Ziele der Zentralbank³³⁵.

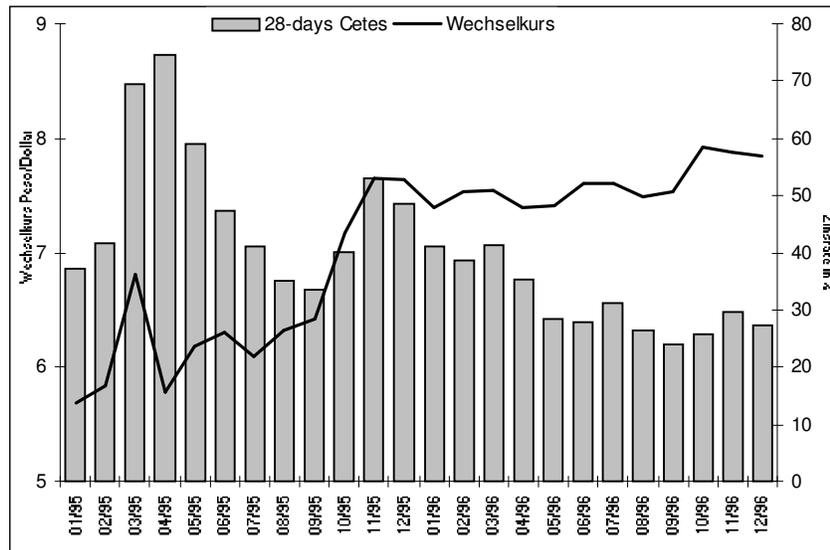
Erste Erfolge stellten sich im zweiten Quartal 1995 ein und waren im wesentlichen auf die finanziellen Zusagen aus dem 'Bail-Out' Programm und die Tilgung der Tesobono Schulden zurückzuführen, die das Vertrauen der Investoren stärkten und die massiven Kapitalabflüsse stoppten. Der Wechselkurs konnte sich auf etwa 6 N\$ pro US-Dollar stabilisieren und die Zinsrate für kurzfristige Anleihen sank zunächst auf unter 40 Prozent.

³³⁴ Die 90-Tage Cetes Rate stieg im März 1995 auf über 80 Prozent Lustig (1998, 190ff)

³³⁵ Vgl. Carstens/Werner (1999)

Graphik 23

Zins- und Wechselkursentwicklung (1995-1996)



Quelle: Banco de Mexico

Eine langfristige Stabilisierung trat jedoch erst zum Herbst 1995 ein. Der Wechselkurs des Peso fluktuierte im Verlauf der folgenden beiden Jahre um einen Wert zwischen 7,5 und 8 Pesos pro Dollar. Hinter dieser lang anhaltenden Stabilität der Währung vermuteten Calvo/Reinhart³³⁶ massive Interventionen seitens der Zentralbank, die letztlich auf ein 'Fear-of-Floating' zurückzuführen seien. Edwards/Savastano³³⁷ konnten in ihrer Untersuchung ein derartiges Verhalten jedoch nicht nachweisen.

³³⁶ Calvo/Reinhart (2000a/b)

³³⁷ Edwards/Savastano (1998)

5. Theorien spekulativer Währungsattacken

Im Anschluss an die mexikanische Pesokrise begann eine wissenschaftliche Debatte über die Ursachen von Währungskrisen. Inhaltlich wurde der Frage nachgegangen, ob spekulative Währungsattacken einen selbsterfüllenden Charakter besitzen oder durch die Entwicklung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten ausgelöst wird³³⁸. Gerade die Erfahrungen Mexikos einer plötzlichen spekulativen Attacke gefolgt von rascher wirtschaftlicher Erholung ohne grundlegende Änderung volkswirtschaftlicher Fundamentaldaten schienen dabei auf neue Zusammenhänge hinzudeuten. Bis zu diesem Zeitpunkt bestand weitgehendes Einvernehmen darin, dass spekulative Attacken dann auftreten können, wenn die Wirtschaftspolitik eines Landes langfristig den Anforderungen eines fixen Wechselkurses entgegen steht. Hauptargumente dieser 'first-generation' Modelle waren die Entwicklung der ökonomischen Fundamentaldaten und hohe anhaltende Staatsdefizite, welche schließlich zur Aufgabe der Wechselkursparität führten.

Die Entwicklungen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre jedoch gaben Anlaß, die Ursachen neu zu überdenken. Mexiko schien zunächst eine gesunde Wirtschaftspolitik zu verfolgen, die der Aufrechterhaltung der Wechselkursparität und damit des quasi-fixen Wechselkurses entsprach. Die Hauptargumente der klassischen Interpretation eines hohen staatlichen Defizits und schwacher Fundamentaldaten als Ursache spekulativer Währungsattacken konnten die massiven Kapitalabflüsse und die starke Abwertung der Währung nicht rechtfertigen.

In den daraufhin entwickelten 'second-generation' Modellen ging man folglich davon aus, dass spekulative Attacken auch unabhängig von der Entwicklung wirtschaftlicher Rahmendaten entstehen können. Grundlage dieses Modells war die Annahme, dass Währungsattacken entweder durch sich verändernde Risikoeinschätzungen internationaler Investoren oder durch die veränderte Rolle des Staates, bei der dieser als selbständiger Akteur in den Wirtschaftsprozess einbezogen wird, von statten gehen können. Spekulative Währungsattacken sind dieser Annahme zufolge eine Konsequenz multipler Gleichgewichtssituationen der Wirtschaft eines Landes. Die Wahl des Gleichgewichtszustandes bestimmt sich aus der Einschätzung der Marktteilnehmer und hat somit einen selbsterfüllenden Charakter.

³³⁸ Siehe dazu Krugman (1996) und Obstfeld (1996)

5.1 'First-generation' Modelle

Die Annahmen dieses Modells gehen davon aus, dass die Ursachen spekulativer Währungsattaken in einer Wirtschaftspolitik des betreffenden Landes liegen, und dabei der Aufrechterhaltung eines fixen oder quasi-fixen Wechselkurses widersprechen. Dabei unterstreichen diese traditionellen Modelle die Bedeutung schwacher ökonomischer Rahmendaten. Eine exzessive und expansive Fiskal- und Geldpolitik führt zu einem fortschreitenden Verlust an internationalen Währungsreserven, was die jeweilige Regierung dazu nötigt, die Währungsparität aufzugeben. Paul Krugmans³³⁹ Modell, später vereinfacht von Flood/Garber³⁴⁰, zeigt unter der Annahme eines festen Wechselkurses, dass eine inländische Expansion der Kredite, sei es zur Finanzierung des Staatsdefizits oder zur Unterstützung eines schwachen Banksektors, zu einem graduellen aber anhaltenden Verlust internationaler Währungsreserven führt.

Diesem Modell liegt die Annahme zugrunde, dass der Staat keinen Zugang zu den Kapitalmärkten hat und daher sein Defizit etwa durch eine Ausweitung der Kreditvergabe monetarisieren muss. Eine weitere Kreditausweitung oder Erhöhung der Geldbasis führt zu erhöhter Inflation. Bei Aufrechterhaltung der Zinsparität kommt es gleichzeitig zu Kapitalabflüssen und dadurch zu einer weiteren graduellen Abnahme der Währungsreserven. Die sinkenden Reserven führen letztendlich zu einer spekulativen Währungsattacke und zur Aufgabe der Wechselkursparität.

Die Attacke vollzieht sich zu einem Zeitpunkt, zu dem die Devisenreserven ein kritisches Niveau unterschreiten. Ist dieses Niveau erreicht, sehen sich die Investoren dazu genötigt, innerhalb kurzer Zeit ihre Gelder abzuziehen um mögliche Kapitalverluste zu minimieren³⁴¹. Dieses rational zu erklärende Verhalten führt schließlich zum Verlust der übrigen Devisenreserven, so dass der fixierte Wechselkurs nicht aufrecht erhalten werden kann. Dieses Modell geht folglich davon aus, dass im Vorfeld einer Attacke eine graduelle und anhaltende Abnahme internationaler Reserven und ein starker Anstieg inländischer Kredite oder der Geldbasis erkennbar ist³⁴².

³³⁹ Krugman (1979)

³⁴⁰ Flood/Garber (1984)

³⁴¹ Zum Problem des Timing einer spekulativen Attacke siehe Flood/Garber (1984)

³⁴² Eine Diskussion der 'first generation' Modelle bieten Agenor/Bhandari/Flood (1992)

Weiterführende Modelle dieses Ansatzes zeigen, dass einer spekulativen Attacke generell eine Aufwertung der Währung und eine Verschlechterung der Handelsbilanz vorangeht. Diese Ergebnisse basieren auf der Annahme, dass eine expansive Kredit- und Fiskalpolitik zu erhöhter Nachfrage sowohl von handelbaren Gütern führt, was sowohl eine Verschlechterung der Handelsbilanz mit sich bringt, als auch die Nachfrage von nicht-handelbaren Gütern steigert. Dies führt zu einem Anstieg der relativen Preise und einer Aufwertung der nationalen Währung³⁴³. Andere Varianten dieses Ansatzes, die auf die Geschehnisse in Mexiko zurückgreifen, beziehen etwa auch die Rolle einer aktiven Sterilisierungspolitik seitens der Zentralbank mit in die Analyse ein³⁴⁴.

Das zentrale Argument der Vertreter dieser 'first-generation' Modelle für das Zustandekommen einer Krise liegt in der Unvereinbarkeit eines exzessiven öffentlichen Sektors, der auf die eine oder andere Weise monetarisiert wird, mit dem System eines fixen Wechselkurses, in dem die Zentralbank die Rolle eines 'Lender-Of-Last-Resort' einnimmt³⁴⁵. Wesentliches Charakteristikum des 'first-generation' Modells ist dabei, dass diese Krise sowohl vorhersehbar als auch unvermeidbar ist, und Investoren die spekulative Attacke anhand der Wirtschaftsdaten gewissermaßen antizipieren können³⁴⁶.

³⁴³ Vgl. Dornbusch/Goldfajn/Valdes (1995); Edwards (1989) verwies weiterhin auf den Zusammenhang von Aufwertung und Leistungsbilanzdefiziten im Vorfeld von Finanzkrisen.

³⁴⁴ Flood/Garber/Kramer (1996)

³⁴⁵ Krugman (1996); Dooley (1998) etwa integriert die nationale Kreditausweitung in ein 'modifiziertes first-generation' Modell. Demnach ist die Ausweitung der nationalen Kreditvergabe ein Indiz für schwache Fundamentaldaten.

³⁴⁶ Agenor/Masson (1996) etwa untersuchen dabei das Anlageverhalten ausländischer Investoren in Mexiko anhand von Cetes und Tesobono und kommen zu dem Schluß, daß die Krise nicht vorhergesehen wurde, da sie sich in den Zinsniveaus der verschiedenen Anlagen nicht widerspiegelte.

5.2 'Second-generation' Modelle

Während die ersten Modelle eine Verschlechterung der ökonomischen Rahmendaten als Ursache benennen, geht das auf Maurice Obstfeld³⁴⁷ zurückgehende 'second-generation' Modell davon aus, dass spekulative Währungsattacken auch ohne eine signifikante Verschlechterung der ökonomischen Rahmendaten erfolgen können und sowohl rational erklärbar als auch selbsterfüllend sind³⁴⁸. Anders als in den traditionellen Ansätzen gehen die neueren Modelle davon aus, dass die Wechselkursparität auch aus anderen Gründen als der Abnahme internationaler Währungsreserven aufgegeben werden kann³⁴⁹. Eine wesentliche Annahme in diesem Modell ist, dass die Wirtschaftspolitik nicht als exogen gegeben angenommen wird, sondern der Staat als Marktteilnehmer auf wirtschaftliche Veränderungen reagiert. Im Zentrum stehen folglich nicht mehr die volkswirtschaftlichen Rahmendaten, sondern die Einschätzung der Investoren über die Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik³⁵⁰. Sollten die Kosten zur Aufrechterhaltung der Parität, etwa die Erhöhung des Zinsniveaus, eine hohe Arbeitslosenquote oder die Aufrechterhaltung eines gesunden Finanzsektors den Nutzen übertreffen, kann dies zur Aufhebung der Parität führen.

Um einen fixen Wechselkurs aufrecht zu erhalten kann es etwa notwendig sein, die inländischen Zinsen anzuheben, was dem Staat wiederum höhere Kosten zur Bedienung seiner Schulden auferlegt. Mit steigenden Kosten steigt aber auch, zumindest nach der Kosten - Nutzen Analyse anderer Marktteilnehmer, die Wahrscheinlichkeit, dass die Währungsparität aufgegeben wird, um diese Kosten zu minimieren³⁵¹. Die Wahrscheinlichkeit der Aufgabe der Parität - gemessen in den entstehenden Kosten - ist somit eine Funktion, die sich aus der Höhe der Verschuldung und der Höhe der Realzinsen ergibt³⁵². Höhere Zinsen können darüber hinaus zu einer Schwächung des Banksektors beitragen. Da die Regierung implizit oder explizit als 'Len-

³⁴⁷ Obstfeld (1986) bezieht sich dabei zunächst auf die Erklärung von Zahlungsbilanzkrisen. Der Begriff 'second-generation' wurde erstmals in Obstfeld (1994) als Interpretationsansatz auf die Finanzkrise innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) und noch vor Ausbruch der Pesokrise in Mexiko entwickelt.

³⁴⁸ Vgl. dazu die Ausführungen von Daniel (1997). Zu den maßgeblichen Vertretern dieses 'second-generation' Ansatzes gehören Obstfeld (1996), Calvo (1995), Cole/Kehoe (1996) und Sachs/Tornell/Velasco (1996).

³⁴⁹ Vgl. Kaminsky/Lizondo/Reinhart (1997)

³⁵⁰ Flood/Marion (1996/1997)

³⁵¹ Vgl. Obstfeld (1994)

³⁵² Vgl. Velasco (1996)

der-Of-Last-Resort' fungiert und die Kosten im Falle eines Bankrotts zu tragen hat, kann auch dies die Wahrscheinlichkeit einer Aufgabe der Parität erhöhen³⁵³.

Ein Resultat dieser Einschätzung des Staates als Marktteilnehmer ist die Entstehung sogenannter multipler Gleichgewichte, in denen die anderen Marktteilnehmer die möglichen Entscheidungen des Staates in ihre Entscheidungen mit einbeziehen³⁵⁴. Gleichzeitig reagiert jedoch die Wirtschaftspolitik wieder auf die Entscheidungen und Erwartungen der Marktteilnehmer. In diesem Wechselspiel, so die Annahme des Modells, können also gleichzeitig mehrere Gleichgewichte existieren, ohne dass sich die ökonomischen Rahmendaten ändern müssen. Die Entstehung multipler Gleichgewichte benötigt dabei keine Änderung der Wirtschaftspolitik des Landes, sondern ist ausschließlich von der Wahrnehmung der Investoren abhängig³⁵⁵.

Je nach Einschätzung der Marktteilnehmer können dabei parallel unterschiedliche Gleichgewichtszustände existieren. Folglich kann sich eine Wirtschaft mit fixem Wechselkurs, die sich nach Ansicht der Marktteilnehmer zunächst in einem wirtschaftlichen Gleichgewicht befindet, durch eine plötzliche Änderung der Erwartungshaltung dazu gezwungen sehen, seine Wirtschaftspolitik in Richtung eines neuen, geforderten Gleichgewichts zu verändern. Dies wiederum kann zur Aufgabe der Parität führen und bestätigt somit wiederum die Erwartungshaltung der Marktteilnehmer. Diese Formen selbsterfüllender Erwartungen sind ein weiteres Charakteristikum der 'second-generation' Modelle³⁵⁶. Die zentrale Aussage bezieht sich folglich auf die Glaubwürdigkeit der Wechselkursparität. Ein fixer Wechselkurs ist solange glaubwürdig wie die Marktteilnehmer glauben, dass die Regierung alles unternimmt, um die Parität aufrecht zu erhalten, ungeachtet der dadurch entstehenden Kosten³⁵⁷.

Unterschiedliche Einstellungen bezüglich der 'second-generation' Modelle bestehen jedoch im Hinblick auf die Bedeutung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten. Eine erste Gruppe stellt

³⁵³ Vgl. Calvo (1995); Obstfeld (1996) benennt als weiteren Faktor, der zur Aufgabe der Parität führen kann, die Höhe der Arbeitslosigkeit.

³⁵⁴ Vgl. Obstfeld (1994)

³⁵⁵ Ein erstes Gleichgewicht definiert den Zustand, zu dem keine Attacke stattfindet und es zu keinem Wechsel der Fundamentaldaten kommt. Das Währungssystem bleibt somit auf unbestimmte Zeit bestehen. Ein zweiter Gleichgewichtszustand definiert sich durch das Auftreten einer Attacke. Dabei verändern und sich die Fundamentaldaten entsprechend der prognostizierten Werte der Investoren.

³⁵⁶ Zu den energischsten Vertretern dieser Richtung gehört Calvo (1995) und Flood/ Marion (1996/1997). Eine Kritik der Annahme selbsterfüllender Währungskrisen bietet Krugman (1996)

³⁵⁷ Vgl. Flood/ Marion (1997)

dabei diese Rahmendaten in den Mittelpunkt ihrer Betrachtung und geht davon aus, dass die Wahrscheinlichkeit einer Krise von diesen Variablen abhängig ist und somit eine Krise nur auftreten kann, wenn die Fundamentaldaten nicht optimal sind. Es existiert somit eine 'Grauzone', innerhalb der eine spekulative Attacke erfolgen kann. Dieser Ansatz gibt zwar keinen Aufschluss darüber wann eine Krise ausbricht, er kann jedoch bei richtiger Einschätzung der Fundamentaldaten die Gruppe eventuell betroffener Länder eingrenzen³⁵⁸. Eine andere Gruppe geht davon aus, dass der Ausbruch einer Krise völlig unabhängig von der Struktur der ökonomischen Fundamentaldaten stattfindet und somit eine Konsequenz purer Spekulationen gegen eine Währung ist³⁵⁹. Zur Erklärung der Ursachen dieses rein spekulativen Vorgehens existieren zwei Modelle. Der erste Analyseansatz des geht davon aus, dass hohe Informationskosten, oder besser die Grenzkosten der Informationsbeschaffung, internationale Investoren dazu verleiten, Entscheidungen auf der Basis eingeschränkter, unvollständiger Informationen zu treffen, wodurch der Markt aufgrund des Mangels an vollständiger Information gegenüber Gerüchten weitaus sensibler wird³⁶⁰. Ein zweiter Ansatz befasst sich mit dem Auftreten sogenannter Contagion-Effekte. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen den von Währungskrisen betroffenen Ländern irgend eine Art von Beziehung oder Verflechtung existiert, die als Transmissionsmechanismus von Finanzkrisen fungiert. Die Varianten von 'Contagion' können durchaus vielfältig sein und werden an späterer Stelle eingehender untersucht³⁶¹. Wichtig ist in diesem Kontext jedoch, dass die Ursachen von Finanzkrisen unabhängig von der Struktur der ökonomischen Fundamentaldaten sind.

Relevant für die Existenz von 'second-generation' Modellen ist somit die Glaubwürdigkeit des Systems und die Wahrnehmung der Investoren, die zu einer spekulativen Attacke führen. Eine derartige Attacke besitzt somit einen selbsterfüllenden Charakter, da sie sich völlig oder zumindest weitgehend unabhängig von der Entwicklung der Fundamentaldaten entwickelt. Das wesentliche Charakteristikum von 'second-generation' Modellen besteht in der Auffassung, dass spekulative Attacken zwar nicht unbedingt unvermeidbar sind, sie jedoch aufgrund der Entwicklung wirtschaftlicher Fundamentaldaten nicht vorhersagbar sind.

³⁵⁸ Vgl. Obstfeld (1994/1996); Sachs/Tornell/Velasco (1995/1996)

³⁵⁹ Vgl. Flood/Marion (1998); Calvo (1995) betont dabei die Glaubwürdigkeitsproblematik auf den internationalen Kapitalmärkten, die mit realen wirtschaftlichen Fundamentaldaten nichts gemein haben: „If investors deem you unworthy, no funds will be forthcoming and, thus, unworthy will you be“ (1995, 1).

³⁶⁰ Dieses Konzept findet sich vor allem in Calvo/Mendoza (1997)

³⁶¹ Contagion (dt.: Seuche) ist ursprünglich ein medizinischer Begriff aus der Epidemiologie.

5.3 Einordnung der mexikanischen Pesokrise

Eine genaue Einordnung der mexikanischen Pesokrise in eines der beiden Modelle und eine Beurteilung der empirischen Relevanz beider Formen spekulativer Währungsangriffe gestaltet sich schwierig, da die gesammelten Daten meist als Argumentation beider Modelle dienen³⁶². Einigkeit bestand bis zum Zeitpunkt der Asienkrise zunächst darin, dass beide Modelle durchaus ihre Relevanz bei der Beurteilung der Ursachen von Finanzkrisen in Ländern mit fixen Wechselkursen haben können. Zwar wurde nach der Pesokrise zunächst auch versucht beide Modelle zu integrieren, die gegensätzlichen Auffassungen konnten jedoch nicht aufgelöst werden³⁶³. Je nach Modell existiert entweder die Möglichkeit eine bevorstehende Finanzkrise anhand bestimmter Indikatoren zu antizipieren, was dann für ein 'first-generation' Modell spricht, oder es wird der Nachweis geliefert, dass die einbezogenen Daten keinen derartigen Rückschluss rechtfertigen, was dann für die Existenz eines 'second-generation' Modells spricht.

Wie bereits in vorhergehenden Kapiteln gezeigt, kam die Krise nur für einige wenige Beobachter nicht überraschend. Außergewöhnlich war für diese Gruppe lediglich das Ausmaß der Pesokrise und ihre Ausweitung auf andere Länder. Dornbusch, Edwards und Krugman argumentierten schon ex-post, dass die bis dahin befolgte Politik nicht durchzuhalten sei. Zentrales Argument war dabei die Entwicklung des realen Wechselkurses, der zu einer Überbewertung und schließlich zu einer Verschlechterung der ökonomischen Rahmendaten führte³⁶⁴.

5.3.1 Devisenreserven

Angriffe gegen den fixen Wechselkurs entstehen in 'first-generation' Modellen sobald allein die Möglichkeit dazu besteht. Währungskrisen entstehen jedoch nicht willkürlich, sondern zu einem Zeitpunkt, zu dem die wirtschaftlichen Fundamentaldaten unterhalb eines kritischen Wertes fallen. In 'first-generation' Modellen stellt die Höhe der Devisenreserven ein Garant für

³⁶² Vgl. dazu etwa die Diskussion zwischen Eichengreen/Rose/Wyplosz (1995) und Krugman (1996). Kaminsky/Lizondo/Reinhart (1997) geben dabei einen Überblick über die empirische Literatur und bewerten mögliche Indikatoren von Währungskrisen.

³⁶³ Vgl. Calvo (1995); Vgl. Flood/Marion (1996/1997)

die Durchhaltbarkeit der Wechselkursparität dar und bietet den wesentlichen Schutz vor spekulativen Währungsangriffen.

Das stärkste Argument für die Existenz eines 'first-generation' Modells als theoretische Grundlage der Pesokrise ergibt sich im Hinblick auf die Entwicklung dieses Indikators. Die Devisenreserven nahmen seit 1994 in mehreren Stufen stetig ab. Nach Ansicht der Marktteilnehmer war dadurch die Durchhaltbarkeit des Systems gefährdet, was somit zur spekulativen Attacke führte. Einschränkend muss jedoch bedacht werden, dass entgegen den Modellannahmen die Reserven nicht aufgrund defizitärer Staatsfinanzen abnahmen und nicht ausschließlich dazu dienten, den fixen Wechselkurs zu verteidigen. Vielmehr sollte vermieden werden, dass eine bereits zu hohe Zinsrate nicht noch weiter steigt. Dabei ging man von der Annahme aus, dass die Irritationen auf den Märkten ein vorübergehendes Phänomen darstellen³⁶⁵. Die Tatsache einer stufenweisen Abnahme der Währungsreserven unterstützt diese Annahme.

In 'second-generation' Modellen hingegen spielt der Bestand an Devisenreserven nur eine untergeordnete Rolle und kann eine zufällige oder zumindest unwesentliche Größe darstellen. Das Entstehen von Währungskrisen ist insofern willkürlich, als dass ein fixes Wechselkurssystem ohne spekulative Attacke auch weiterhin unbegrenzt Bestand haben könnte. Sachs/Tornell/Velasco³⁶⁶ und Cole/Kehoe³⁶⁷ zeigen, welchen Einfluss gerade die Kredit- und Geldmengenausweitung im Falle einer spekulativen Attacke auf den Bestand nationaler Devisenreserven haben können. Die Abnahme der Devisenreserven ist nach ihrem Modell nicht mehr Ausdruck mangelnden Vertrauens seitens der Kapitalanleger, sondern Konsequenz einer eventuell verfehlten Geldpolitik. Die Bedeutung der Devisenreserven tritt dabei in den Hintergrund.

Calvo/Mendoza³⁶⁸, Gil-Diaz/Carstens³⁶⁹ und Kaminsky/Reinhart³⁷⁰ nehmen sich dieser Argumentation an und verweisen auf die Bedeutung eines schwachen Banksektors und die Kredit-

³⁶⁴ Flood/Garber (1998, 17), weisen darauf hin, daß: "in the standard first generation model, the country experiencing an attack is a price taker and its real exchange rate (...) is presumed to be fix". Um diese Diskrepanz zu beheben, entwickeln sie ein modifiziertes 'first-generation' Modell

³⁶⁵ Leiderman/Thorne (1996) stellen dabei einen engen Zusammenhang von externen/politischen Ereignissen auf die Entwicklung der Devisenreserven des Landes her.

³⁶⁶ Sachs/Tornell/Velasco (1995)

³⁶⁷ Cole/Kehoe (1996); vgl. Cole/Kehoe (1995)

³⁶⁸ Calvo/Mendoza (1996) sprechen dabei von einer bonds-led speculative attack

und Geldmengenausweitung als Ursache der Devisenabnahme. Derartige Zusammenhänge widersprechen den Annahmen in 'first-generation' Modellen, in welchen der Anteil der Nettokredite an der monetären Basis einen exogenen Faktor darstellt und von Aktivitäten im Devisenmarkt unberührt bleibt.

5.3.2 Vorhersagbarkeit

Ein weiterer Faktor, der zunächst für ein 'first-generation' Modell spricht, ist die Entwicklung der Zinsrate. Dabei wurde durch die Sterilisierungspolitik Mexikos die Zinsrate 'künstlich' niedrig gehalten³⁷¹, während die Währungsreserven abnahmen. Dieses Verhalten ist auch bis zum Dezember 1994 nachzuweisen, betrachtet man das Verhältnis von Cetes, Tesobono und US T-Bills. Zwar wiesen Cetes-Papiere leichte Schwankungen auf, entscheidend ist jedoch, dass bis zum Ausbruch der Krise die Zinsrate relativ stabil blieb. Konsequenz dieser Zinspolitik war jedoch, dass der Bestand an Cetes-Papieren stetig abnahm und durch Tesobono-Papiere substituiert wurde. Relevant für die Vertreter eines 'first-generation' Modells war nicht die erwartete Steigerung der Zinsrate von Cetes-Papieren, sondern die Umschichtung auf Tesobono-Papiere. Diese Umschichtung gilt dabei als Zeichen der Vorhersagbarkeit der spekulativen Attacke.

Agenor/Masson³⁷² nahmen gerade diese Entwicklung als Rechtfertigung eines 'second-generation' Modells, da die Pesokrise von den Marktteilnehmern nicht vorhergesehen wurde. Das Währungsrisiko, dargestellt als Differenz von Cetes zu Tesobono, war bis zu dem Zeitpunkt des Ausbruchs der Attacke nahezu konstant. Nicht einbezogen wurden in diesem Zusammenhang jedoch die relativen Bestandsveränderungen von Cetes und Tesobono, die sich dramatisch in Richtung dollardenominierte Schuldverschreibungen verschoben hatte. Eine Gewichtung des Stocks fehlte folglich.

³⁶⁹ Gil-Diaz/Carstens (1997)

³⁷⁰ Kaminsky/Reinhart (1999a) geben einen guten Einblick in die theoretischen Grundlagen und die vorhandene Literatur.

³⁷¹ Flood/Marion (1998)

³⁷² Agenor/Masson (1996); Agenor/Masson (1999)

Im Hinblick auf die Depotlisten, die Auskunft über die Halter von Staatspapieren geben, kommt Garber³⁷³ und Frankel/Schmuckler³⁷⁴ zu dem Schluss, dass die Attacke von großen mexikanischen Banken und anderen ‘Insidern’ ausgelöst oder zumindest antizipiert wurde. Diese Institutionen hatten Zugang zu relevanten volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten und kannten die Entwicklung des Devisenbestandes vor Ausbruch der Pesokrise. Daher war die Attacke durchaus vorhersehbar, was als Gegenargument für die Existenz multipler Gleichgewichte gewertet werden kann³⁷⁵. Allerdings ist hierbei zu beachten, dass es sich nur um eine kleine Gruppe von ‘Insidern’ handelte, die nur wenige Tage vor der Attacke Zugang zu den relevanten Informationen hatten. Auf eine längerfristige Entwicklung der Fundamentaldaten ist dieses Verhalten daher nicht zurückzuführen.

5.3.3 Sonstige Fundamentaldaten

Problematisch ist die Beurteilung weiter wirtschaftlicher Fundamentaldaten als Indikatoren der Pesokrise. Wie in den vorherigen Kapiteln gezeigt, besteht das Kernproblem in der Berechnung und Definition gleichgewichtiger Daten oder durchhaltbarer Größen, sei es in Hinblick auf den Wechselkurs oder auf die Höhe des Leistungsbilanzdefizits. Eine endgültige Aussage, ob nun die mexikanische Pesokrise ein typisches Beispiel für ‘first-generation’ oder ‘second-generation’ Modelle bietet, kann daher nicht getroffen werden. Vieles hängt dabei von der Beurteilung der Relevanz ökonomischer Fundamentaldaten ab. So urteilen die Vertreter der klassischen ‘first-generation’ Modelle, dass die eingeschlagene Wirtschaftspolitik Mexikos über einen längeren Zeitraum nicht durchzuhalten gewesen sei. Die Verschlechterung der Rahmenbedingungen war den verschiedenen Akteuren im Vorfeld mehr oder weniger bekannt. Daher kann von der Existenz multipler Gleichgewichte und sich selbst erfüllenden Attacken keine Rede sein. Bordo/Schwartz³⁷⁶ gehen bei ihrer Untersuchung von Währungskrisen noch weiter und kommen zu dem Schluss:

³⁷³ Garber (1996, 405), Vgl. auch Garber (1995)

³⁷⁴ Frankel/Schmuckler (1996b)

³⁷⁵ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Becker/Gelos/Richards (2000), die sich mit der Performance der Aktien mexikanischer Exportunternehmen befassen. Allerdings bleibt dieses Ergebnis umstritten. Zum einen handelt es sich bei dieser Sektoranalyse um einen Bereich, der unter der zunehmenden Überbewertung des Peso zu leiden hatte. Zum anderen war ein outperforming dieser Sektoren bereits seit November 1993 erkennbar.

³⁷⁶ Bordo/Schwartz (1997)

„The theory of self-fulfilling speculative attack may have interlectuall merit but contributes nothing to our understanding of real-world events. In every crisis examined here, the fundamentals are more than adequate to account for the actions of speculators“

Zu einer ähnlichen Beurteilung kommen Honohan³⁷⁷ und Gil-Diaz³⁷⁸. Allerdings werden bei ihnen die entscheidenden ökonomischen Fundamentaldaten nicht in der Entwicklung des Wechselkurses, sondern vielmehr in der Entwicklung der Kreditexpansion vor dem Hintergrund fixer Wechselkurse gesehen.

Vertreter der ‘second-generation’ Modelle hingegen beurteilen die Wirtschaftspolitik Mexikos nicht als problematisch, da sie davon ausgehen, dass die Währung zum Ausbruch der Krise nicht überbewertet war. Aber auch wenn die Währung überbewertet war und selbst wenn einige ökonomische Fundamentaldaten nicht dem Optimum entsprachen, wirken die traditionellen Modelle unbefriedigend.

In dem allgemeinen Gleichgewichtsmodell von Cole/Kehoe³⁷⁹ mit kollektiv rational agierenden und optimierenden privaten Akteuren stellt sich die Entwicklung in Mexiko als Wechsel zwischen verschiedenen Gleichgewichtszuständen dar. Die entscheidende Größe, welche die Wahrscheinlichkeit einer selbsterfüllenden Attacke beeinflusste und ausschlaggebend für das Handeln der Investoren war, ist die Höhe der kurzfristigen Staatsverschuldung des Staates. Die Krise von 1994 war daher eine selbsterfüllende spekulative Attacke, die den Wechsel zwischen unterschiedlichen Gleichgewichten charakterisiert und unabhängig von der Entwicklung der Fundamentaldaten von statten ging.

Zu einem gleichen Resultat kommen Sachs/Tornell/Velasco³⁸⁰. In ihrem Modell ist die Pesokrise Ausdruck einer selbsterfüllenden Panik, deren Ursachen in einer Liquiditätskrise des Staates bzw. der Banken liegt, da die bestehenden Liquiditätsreserven unterhalb eines kritischen Niveaus der Forderungen seitens der Anleger liegen. Dementsprechend richten die Anleger ihr

³⁷⁷ Honohan (1997)

³⁷⁸ Gil-Diaz (1998b)

³⁷⁹ Cole/Kehoe (1996)

³⁸⁰ Sachs/Tornell/Velasco (1995)

Verhalten nach dem Verhalten anderer Investoren. Sobald diese ihre Anlagen abziehen, ist es rational optimal sich ebenfalls aus dem Markt zurückzuziehen³⁸¹.

Die spekulative Attacke selbst ist ihrem Ansatz zufolge Ausdruck multipler Gleichgewichte. Die Existenz dieser Gleichgewichte ist jedoch abhängig von der Entwicklung der Fundamentaldaten, in diesem Fall einem unter Druck geratenen Banksektor. Sachs/Tornell/Velasco³⁸² kommen zu dem Schluss:

„The speculative attack that hit Mexico, and the magnitude of the resulting currency depreciation, went far beyond what was ‘inevitable’ based on Mexico’s fundamental condition“

Calvo/Mendoza³⁸³ schließlich begründen die Existenz multipler Gleichgewichte durch das sich ändernde Anlageverhalten der Investoren, deren Ursache nicht in der Entwicklung der Fundamentaldaten liegt, sondern in der Informationsbeschaffung und der Entwicklung der Erwartungshaltung vor dem Hintergrund unvollständiger Information begründet liegt. Ihrem Modell zufolge ist die Pesokrise als eine Art ‘Herding Behavior’ zu interpretieren. Bei unvollständiger Information kann das Verhalten anderer Marktteilnehmer Aufschluss über deren jeweiligen Informationsstand geben und ein imitieren ihres Verhaltens durchaus rational sein. Die Existenz multipler Gleichgewichte ist demnach abhängig von der Erwartungshaltung der Investoren.

Das stärkste Argument für die Existenz eines ‘second-generation’ Modells ist jedoch in der Tatsache zu finden, dass im Zuge der Finanzkrise auch andere Länder ähnliche spekulative Attacken erlitten. Ein Phänomen der mexikanischen Pesokrise war das Auftreten von Contagion-Effekten³⁸⁴. Im Zuge der Ereignisse in Mexiko wurden mehrere Länder Ziel von spekulativen Währungsattacken. Die Auswirkungen der Pesokrise waren in beinahe allen Ländern Lateinamerikas zu spüren, besonders in Argentinien, wo es zu einer ähnlich großen Finanzkrise kam. Jedoch standen diese Länder weder in engen Handelsbeziehungen zu Mexiko, noch wie-

³⁸¹ Grundlage dieses Ansatzes ist das Modell eines ‘Bank-Runs’ von Diamond/Dybvig (1983), wonach ein Schock davon abhängig ist, ob die jeweiligen Teilnehmer zum jetzigen oder einem späteren Zeitpunkt konsumieren wollen.

³⁸² Sachs/Tornell/Velasco (1996, 1)

³⁸³ Calvo/Mendoza (1996)

³⁸⁴ Im Falle Mexikos sprach man zunächst jedoch nicht von Contagion, sondern von Tequila. Der Begriff ‘Contagion’ trat erst nach der Asienkrise in der Literatur auf.

sen sie engere finanzielle Verknüpfungen auf, die eine Übertragung der Krise im klassischen Sinne hätten rechtfertigen können.

Die Ausweitung der Finanzkrise kann dabei als ein 'jump' zwischen verschiedenen multiplen Gleichgewichten innerhalb der betroffenen Länder interpretiert werden, da sich die Ausgangssituation hinsichtlich der Fundamentaldaten im Vorfeld der Pesokrise nicht grundlegend geändert hatten³⁸⁵. Die Existenz von Contagion-Effekten kann somit als Nachweis von multiplen Gleichgewichten herangezogen werden und gilt daher als Argument für 'second-generation' Modelle.

³⁸⁵ Vgl. Masson (1998/1999)

5.4 Abschließende Bemerkungen

Im wesentlichen ging es bei der Beurteilung spekulativer Währungsangriffe um die Frage, ob eine spekulative Attacke aufgrund einer kontinuierlichen Verschlechterung ökonomischer Fundamentaldaten stattfindet oder sich unabhängig von diesen allein aufgrund der Einschätzung der Investoren und der Tatsache multipler Gleichgewichte ereignen.

Im ersten Fall können eine Reihe volkswirtschaftlicher Indikatoren Aufschluss auf eine bevorstehende Währungsangriff geben. Im gegenteiligen Fall wären die Entwicklungen maßgeblich abhängig von der Erwartungshaltung der Marktteilnehmer und spekulative Angriffe Ausdruck eines selbsterfüllenden Mechanismus.

Eine eindeutige Interpretation der Pesokrise ist nicht gegeben, jedoch spricht eine Vielzahl der Argumente für die Existenz eines 'second-generation' Modells. Im Gegensatz zu den Annahmen eines 'first-generation' Modells stand die Fiskalpolitik auf gesunden Füßen. Ein hohes staatliches Defizit war nicht vorhanden und die Verschuldung fand hauptsächlich durch den privaten Sektor statt.

Die reale Aufwertung der Währung fand hauptsächlich aufgrund Inertia Inflation und durch hohe Kapitalzuflüsse statt und war im wesentlichen auf systeminhärente Probleme eines quasi-fixen Wechselkurses zurückzuführen. Auch die Abnahme der Devisenreserven ging nicht auf die Monetarisierung eines Defizits zurück, sondern erfolgte hauptsächlich zur Vermeidung weiterer Zinssteigerungen zum Schutz des Banksektors und der Aufrechterhaltung der Wechselkursparität.

Die Schwierigkeiten entstehen jedoch bei der Beurteilung der Entwicklung der übrigen Fundamentaldaten, die Rüdiger Dornbusch und andere Analysten dazu veranlaßte, vor der Durchhaltbarkeit des Währungssystems zu warnen. Die Aussage, dass eine Währungskrise nicht vorzusehen war, kann somit nicht getroffen werden und steht damit im Gegensatz zur Annahme eines 'second-generation' Modells. Wie die vorangegangene Diskussion jedoch zeigt, war die Beurteilung dieser Daten jedoch nicht unumstritten und ließ weiträumigen Interpretationsspielraum.

In dieser Hinsicht kann jedoch die Erklärung von Maurice Obstfeld herangezogen werden, bei der die Entwicklung von selbsterfüllenden spekulativen Währungsattacken erfolgen kann, wenn sich die Fundamentaldaten in einer suboptimalen 'Grauzone' befinden. Die Unsicherheit über den selbsterfüllenden Charakter von spekulativen Währungsattacken verschwand jedoch mit dem Ausbruch der nachfolgenden Szenarien in Südostasien, Russland und Brasilien und ihrer Ausweitung auf andere Länder und Regionen.

Im Zuge der Pesokrise stand die Untersuchung der Übertragungswege von Finanzkrisen auf andere Länder zunächst nicht im Mittelpunkt des Interesses. Bis zu diesem Zeitpunkt wurde die Häufung von Währungskrisen, und somit auch die Tatsache des Tequila-Effekts, als eher zufälliges Zusammentreffen verstanden. Somit bestand die Tendenz, dieses Szenario als eine Reihe von separaten Einzelkrisen zu definieren³⁸⁶.

Die Existenz von Contagion-Effekten wies jedoch auf eine neue Erscheinung und Besonderheit im Rahmen einer erhöhten Kapitalmarktintegration von Emerging Markets hin. Auch Skeptiker wie Krugman betonten nun, dass für viele Länder, und insbesondere für Emerging Markets, in einer Welt hoher Kapitalmobilität die Gefahr spekulativer Attacken zu einem zentralen Problem geworden und durch die klassische Beurteilung der wirtschaftlichen Rahmendaten nicht mehr ausreichend zu erklären war³⁸⁷. Die Diskussion um die Ursachen spekulativer Währungsattacken wurde durch diese Szenarien neu entfacht und bracht eine Reihe neuer Theorien hervor, die in den nachfolgenden Kapiteln behandelt werden sollen³⁸⁸.

³⁸⁶. Siehe dazu Eichengree/Wyplosz/Rose (1995) und Obstfeld (1996) als Befürworter und Krugman (1996) als Gegner dieser Auffassung.

³⁸⁷ Krugman (1999) urteilt in einer Replik über die Auseinandersetzung bezüglich der Existenz und Aussagekraft von 'first' und 'second-generation' Modellen spekulativer Währungsattacken und hinsichtlich der Entwicklungen in Südostasien: „*I was wrong; Maury Obstfeld was right.*“

³⁸⁸ Ähnliche Überlegungen kamen auch nach der Krise im Europäischen Währungssystem 1992-93 auf (siehe dazu Eichengreen/Wyplosz (1993)). Da die Problematik jedoch eine andere ist und nicht ohne weiteres mit den Erfahrungen in Emerging Markets zu übertragen ist, wird nicht weiter auf diese Währungskrise eingegangen.

Fazit

In einer eingehenden Analyse der Pesokrise lassen sich zwei unterschiedliche Deutungsmuster feststellen. Die klassische Analyse konzentriert sich dabei auf die Entwicklung der volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten als Ursache der spekulativen Attacke auf den Peso. Die Probleme dieses Ansatzes ergeben sich aus der Tatsache, dass diese Daten einen weiten Spielraum an Interpretationsmöglichkeiten zulassen und das Ausmaß der Krise für diesen Kausalzusammenhang zu hoch erscheint.

Die monetäre Interpretation beruft sich hingegen auf die unangemessene Reaktion Mexikos hinsichtlich der zunehmenden Integration in die internationalen Märkte. Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf der Glaubwürdigkeitsproblematik des Systems und der Einschätzung des Landes durch internationale Investoren, während die Rolle der Fundamentaldaten in den Hintergrund rückt. Ursache spekulativer Attacken ist demnach die Existenz multipler Gleichgewichte.

Beide Ansätze jedoch weisen sowohl auf systeminhärente Probleme des Wechselkurssystems an sich, als auch auf geänderte Rahmenbedingungen hinsichtlich der fortschreitenden Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte hin. Die Einführung eines quasi-fixen Wechselkurses führte zu Inertia Inflation und realer Aufwertung der Währung und war den steigenden Anforderungen integrierter Finanz- und Kapitalmärkte nicht gewachsen.

Im Unterschied zu früheren Krisenszenarien basierte die Pesokrise eher auf der Divergenz von kurzfristiger Verschuldung und Devisenbestand denn auf dem Verhältnis von Auslandsverschuldung zu Wirtschaftswachstum. Der hohe Bestand und die zunehmende Volatilität der getätigten Investitionen ist auf die Änderung der Finanzierungsinstrumente zurückzuführen, die zu einem immensen Anstieg privater Portfolioinvestitionen führte und die sich in ihrem Anlageverhalten deutlich von vorherigen Instrumentarien unterscheiden.

Die Ursachen der Pesokrise sind jedoch nur zum Teil auf den falschen Umgang mit ausländischen Kapitalzuflüssen zurückzuführen. Das Ausmaß der Pesokrise und der damit verbundene starke Kapitalabzug vor allem in Form von Portfolioinvestitionen spricht vielmehr auch für ein

verändertes internationales Umfeld, dass derartig massive Kapitalmarktfluktuationen erst zuließ. Das Vertrauen der Anleger konnte erst nach der Zusage des internationalen 'Bail-Out' Programms zurückgewonnen werden. Die Rückkehr internationalen Kapitals erfolgte, ohne dass diesem eine Änderung wirtschaftlicher Fundamentaldaten voranging. Als Konsequenz der Pesokrise strukturierte Mexiko, wenn auch zunächst nicht freiwillig, sein Währungssystem um und führte ein frei floatendes Regime ein. Die liberale Wirtschaftspolitik wurde beibehalten und die Instrumentarien kurzfristiger Verschuldung umgestellt.

Die Erfahrungen Mexikos einer plötzlichen spekulativen Attacke gefolgt von rascher und ebenso plötzlicher wirtschaftlicher Erholung führten zu einer neuen wissenschaftlichen Diskussion um die Ursachen derartiger Attacken. Die neu entwickelten 'second-generation' Modelle gehen davon aus, dass spekulative Währungsattacken auch ohne eine signifikante Verschlechterung der ökonomischen Rahmendaten erfolgen können und sowohl rational erklärbar als auch selbsterfüllend sein können. Derartige Attacken können somit einen selbsterfüllenden Charakter besitzen. Damit waren auch in der wissenschaftlichen Theorie die Auswirkungen eines veränderten internationalen Umfeldes bewiesen, die den Staat vor neue und wesentlich komplexere Aufgaben stellen sollten.

Kapitel IV: Abnehmende Relevanz volkswirtschaftlicher Fundamentaldaten

Die Auswirkungen der mexikanischen Pesokrise auf die Märkte anderer Länder Lateinamerikas und Asiens hat eine Fülle neuer Untersuchungen und Theorieansätze hervorgebracht, die sich sowohl mit der abnehmenden Bedeutung ökonomischer Fundamentaldaten als Ursache spekulativer Währungsattacken, als auch mit den Transmissionsmechanismen von Währungskrisen befassen³⁸⁹.

Nach Ausbruch der Pesokrise durchgingen eine Reihe von Ländern in Lateinamerika und Asien ähnliche, wenn auch nicht ebenso gravierende spekulative Attacken³⁹⁰. In Lateinamerika geriet neben Brasilien vor allem Argentinien unter starken Druck³⁹¹. Zwischen Dezember 1994 und März 1995 verlor das Land etwa die Hälfte seiner Devisenreserven und 18 Prozent seiner Einlagen im Banksektor. Eine Beruhigung trat erst gegen Mitte des Jahres 1995 wieder ein³⁹². Das BIP fiel 1995 in Argentinien um 5,0 Prozent, in Uruguay um 2,3 Prozent³⁹³. Die Auswirkungen der Krise erreichten im Januar 1995 auch die südostasiatischen Länder. Zwar waren die Auswirkungen nicht so gravierend wie in Argentinien oder Brasilien, jedoch gerieten auch hier die Wechselkurse unter Druck und an den Aktienmärkten wurden hohe Verluste verzeichnet. Meist jedoch dauerten die spekulativen Attacken nur wenige Tage an, auf den Philippinen jedoch bis zum März 1995³⁹⁴.

Gegenstand zahlreicher theoretischer und empirischer Analysen war zunächst die Suche nach fassbaren Indikatoren für bevorstehende spekulative Währungsattacken, um somit Aussagen bezüglich der Voraussagbarkeit dieser Attacken treffen zu können. Eine gleichartige Entwicklung der wirtschaftlicher Fundamentaldaten könnte somit auf eine bevorstehende Währungskri-

³⁸⁹ Ansätze, die eine Restrukturierung des internationalen Finanzsystems und eine Reform internationaler Institutionen wie etwa dem IMF und der Weltbank beinhalten, sollen hier nicht untersucht werden. Eine einleitende Literatur bieten etwa Bird (1999), Fischer (1999), Ocampo (1999a/b), Vasquez (1999), Chari/Kehoe (1998) und Galindo (1999), sowie die Winterausgabe des Cato Journal, Vol. 18, No. 3.

³⁹⁰ Eine zusammenfassende Darstellung bietet der IMF (1995)

³⁹¹ Vgl. Agenor/Aizenmann (1998)

³⁹² Vgl. Banco Central de la Republica Argentina (1995)

³⁹³ Eine Darstellung des Tequila Effekts bietet French-Davis (1998)

³⁹⁴ Eine Darstellung der Entwicklungen im Zuge der Pesokrise bieten Calvo/Reinhart (1996). Die Autoren stellten dabei eine steigende Korrelation in der Entwicklung der Aktienpreise und der Brady Bonds zwischen den Emerging Markets in Asien und Lateinamerika fest.

se hindeuten. Das Ziel bestand darin, ein Frühwarnsystems aufzubauen, um den negativen Auswirkungen so früh und effektiv wie möglich entgegen zu können. Die Ergebnisse dieser Untersuchungen waren jedoch eher enttäuschend und die Aussagekraft der identifizierten Indikatoren blieb äußerst beschränkt.

Das Ziel der Untersuchungen änderte sich mit der Entstehung und Ausbreitung der Asienkrise. Ohne im einzelnen auf die Ursachen und Faktoren dieser Krisen eingehen zu können, kann konstatiert werden, dass die Ausgangssituation in Thailand in vielen Bereichen der Mexikos ähnelte³⁹⁵. Vor dem Ausbruch weiterer Krisen befanden sich die meisten Länder der Region Südostasien in einer guten wirtschaftlichen Verfassung, so dass es nach konventionellen Maßstäben keinen Hinweis auf eine bevorstehende spekulative Attacke gab³⁹⁶. Dennoch gerieten zunächst auch Malaysia, Indonesien und die Philippinen, später aber auch Hongkong und Singapur unter Druck³⁹⁷. Die lateinamerikanischen Länder erreichte die Asienkrise etwas zeitverzögert. In Argentinien, Brasilien und Chile stiegen die Zinsen und die Aktienmärkte gerieten unter starken Druck. Auch nachfolgende Krisenszenarios in Russland und Brasilien hatten oftmals erheblichen Einfluss auf die Volkswirtschaften anderer Länder wie etwa Mexiko³⁹⁸.

Das Auftreten dieser Szenarien ließ sich nicht mehr durch das zufällige Aufeinandertreffen voneinander unabhängiger nationaler Krisen erklären. Die Fundamentaldatenanalyse trat weiter in den Hintergrund und der Untersuchungsschwerpunkt richtete sich nun auf mögliche Übertragungswege, den sogenannten Contagion-Effekten, von Währungskrisen. Dabei stellte sich sehr bald heraus, dass mit der fortschreitenden Integration der internationalen Finanz- und Kapitalmärkte die Relevanz der Entwicklung der volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten abnahm während externe Faktoren wie etwa die Wahrnehmung des Landes durch internationale Investoren an Bedeutung gewannen. Dies galt vor allem für die Gruppe der Emerging Markets, die in hohem Maße vom Zugang zu diesen Märkten abhängig sind.

³⁹⁵ Tornell (1999). Eine Zusammenfassung über die Ursachen der Thailandkrise bietet etwa Sachs (1997). Einen Vergleich der verschiedenen Krisen bietet Kamin (1999)

³⁹⁶ Krugman (1999a). Auch internationale Rating-Agenturen sahen zunächst keine Anzeichen einer Ausweitung der Finanzkrisen auf andere Länder der Region. Vgl. dazu IMF(1999c)

³⁹⁷ Masson (1998); Eine Darstellung der Wirtschaftsentwicklung der Länder in Südostasien bietet Crafts (1999), Baig/Golgfajn (1999) befassen sich mit den Contagion-Effekten der Asienkrise im allgemeinen, während sich Kaminsky/Reinhart (1999) auf die Rolle des Banksektors konzentrieren. Corsetti/Pesenti/Roubini (1998) befassen sich mit der Verschuldungssituation der Länder, während sich Radelet/Sachs (1998a/b) und Chang/Velasco (1998) allgemein mit der finanziellen Fragilität der Volkswirtschaften befassen.

³⁹⁸ Vgl. Edwards (1998a), Baig/Golgfajn (1999/2000) und Kaminsky/Reinhart (2000)

Im Folgenden soll nun zunächst näher auf diese einzelnen Theorieansätze eingegangen werden, um im späteren Verlauf der Arbeit auf die Entwicklung Mexikos und die Auswirkungen der einzelnen Krisenszenarien auf die mexikanische Volkswirtschaft einzugehen. Die Schwierigkeiten bestanden zunächst in der Identifizierung eindeutiger Indikatoren. Die mangelnde Aussagekraft der Indikatoren bestätigte dabei die Vermutung, dass die Entwicklung der Fundamentaldaten nicht ausschlaggebend für spekulative Währungsattacken sind.

Allerdings zeigte sich oftmals ein regionaler Charakter von Währungskrisen, was schließlich zu einer neuen Diskussion um die Übertragbarkeit von Währungskrisen führte. Die Untersuchung der Contagion-Effekte der Pesokrise und anderer Szenarien in Asien, Russland und Brasilien führte zur Identifizierung neuerer Faktoren, die für den Ausbruch spekulativer Attacken verantwortlich sein können. Zurückzuführen waren diese Faktoren auf eine verstärkte Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte.

1. Indikatorenuche von Währungskrisen

Zunächst wurde im Anschluss an die Pesokrise versucht, Fundamentaldaten als geeignete Indikatoren einer bevorstehenden Krise zu identifizieren. Der Versuch, gemeinsame Indikatoren dieser Attacken zu identifizieren gestaltete sich zunächst jedoch schwierig. Ein Indikator der zunächst für die Pesokrise in Mexiko häufig benannt wurde war die reale Aufwertung des Peso. Dieser Faktor mag auch für die Krisenentwicklung in Argentinien mitverantwortlich sein. In Kolumbien oder Chile war jedoch ein ähnliches Phänomen zu beobachten, und trotzdem blieben in beiden Ländern die Auswirkungen marginal.

Als weiterer Indikator wurde die Höhe des Leistungsbilanzdefizits benannt. Ähnliche Defizite wie in Mexiko existierten zwar auch in Malaysia und Thailand, in denen die Auswirkung der Pesokrise zu spüren war. Sie existierten jedoch auch in Kolumbien, ohne dass sich ein gleiches Szenario entwickelte. Ein nächstes Indiz wurde in der Wahl des Wechselkurssystems vermutet, wobei die Erklärung spekulativer Angriffe aufgrund eines fixen oder quasi-fixen Wechselkurses stattfand. Dieses Kriterium wiederum könnte für Länder wie Argentinien oder Brasilien zutreffen. Erste Probleme treten jedoch schon hinsichtlich des Wechselkurssystems eines 'crawling pegs' in Chile auf, das von der Krise nahezu unberührt blieb. Andererseits wies Hongkong ebenso wie Argentinien ein 'Currency Board' auf. Die Auswirkungen waren aber nur kurzfristig zu spüren.

Es zeigte sich auch bald, dass derartige strukturelle Erklärungsansätze wie etwa bei dem Ausbruch der Schuldenkrise 1982, ausgehend von Mexiko und basierend auf wirtschaftlichen Fundamentaldaten, nicht ausreichend zur Deutung der neueren Szenarien in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre beitragen konnten. Eine Revision der Ursachen und Auswirkungen der Pesokrise fand vor allem nach Ausbruch der Asienkrise 1997 statt, als sich zeigte, dass derartige Finanzkrisen kein länderspezifisches Problem darstellen, sondern vielmehr in der spezifischen Problematik von Emerging Markets und ihrer Abhängigkeit internationaler Kapitalströme zu suchen sind.

Die Anzahl empirischer Untersuchungen hinsichtlich der Determinanten von Währungskrisen hat in den letzten Jahren enorm zugenommen und verfolgte zunächst das Ziel, eine Art Frühwarnsystem zu etablieren. Erste Probleme traten bereits bei der Definition von Währungskrisen auf, da eine allgemeingültige Aussage, ab welchem Zeitpunkt und ab welcher Höhe der reale Wertverlust einer Währung eine Krise darstellt, nicht getroffen werden konnte. Bei der Suche nach aussagekräftigen Indikatoren stellte sich weiterhin die grundsätzliche Frage, ob ausschließlich geglückte spekulative Währungsangriffe in die Untersuchung einbezogen werden sollten, oder ob auch erfolglos gebliebene Angriffe in die empirische Überprüfung eingebracht werden sollten, da sich so die Relevanz vor allem in Hinblick auf eine mögliche Vorhersagbarkeit von Währungskrisen deutlich verringern kann.

1.1 Einzelländeranalysen

Grundsätzlich können die Studien in drei Typen klassifiziert werden, die anhand der wirtschaftlichen Fundamentaldaten einzelne Indikatoren zur Vorhersagemöglichkeit bevorstehender Währungsattacken überprüfen. Eine erste Gruppe konzentriert sich dabei auf die Überprüfung landesspezifischer Bestimmungsgründe. Dabei werden die Währungskrisen, wie etwa die Pesokrise Mexikos separat untersucht, um einzelne Komponenten herauszuarbeiten um so eventuell Rückschlüsse auf andere Krisenszenarios treffen zu können³⁹⁹. Diese spezifischen Länderstudien befassen sich dabei hauptsächlich mit dem zeitlichen Zusammenhang von Währungskrisen und makroökonomischen Fundamentaldaten. Das klassische Modell derartiger Studien findet sich bei Blanco/Garber, die in ihrer Untersuchung der Mexikokrise von 1982 zeigen, dass die vorgenommenen Währungsanpassungen seit 1976 immer schon ex ante bestimmt werden konnten⁴⁰⁰. Neuere Studien versuchen darüber hinaus auch verlässliche Indikatoren dieser Währungskrisen zu identifizieren⁴⁰¹.

Die Ergebnisse dieser Untersuchungen lassen einen engen Zusammenhang makroökonomischer Daten und dem Ausbruch von Währungskrisen vermuten. Dabei war im Vorfeld einer Währungskrise häufig eine Abnahme der Währungsreserven, eine Erhöhung der Zinsdifferenzen sowie eine expansive Geld- und/oder Fiskalpolitik, die zu einer Zunahme der Nettokreditverschuldung führte, zu beobachten. Andere Indikatoren wie die Währungsaufwertung und die Höhe des Leistungsbilanzdefizits, blieben hingegen umstritten und weniger aussagekräftig⁴⁰². Die Aussagekraft dieser Untersuchungen hinsichtlich der Vorhersagbarkeit von Währungskrisen bleibt bei länderspezifischen Analysen jedoch beschränkt. Sie zielen auf die spezifische Situation eines Landes zu einem bestimmten Zeitpunkt, während quantitative Aussagen oder eine empirische Überprüfung nicht erfolgt. Eine Übertragbarkeit auf andere Länder und eine Vorhersage von Währungskrisen auf der Basis der beobachteten Daten ist somit nicht ohne wesentliche Einschränkungen möglich.

³⁹⁹ Vgl. etwa Sachs/Tornell/Velasco (1996) für die Pesokrise und Radelet/Sachs (1998) für die Asienkrise

⁴⁰⁰ Blanco/Garber (1986). Studien zu anderen Ländern sind etwa Cumby/van Wijnbergen (1989) zu Argentinien zwischen 1979-81 und Otker/Pazarbazsioglu (1994) für Länder innerhalb des EMS.

⁴⁰¹ Zu den neueren Studien zur Pesokrise siehe Edwards/Steiner/Losada (1996), Dornbusch/Goldfajn/Valdes (1996), Calvo/Mendoza (1996), Sachs/Tornell/Velasco (1995) und Otker/Pazarbazsioglu (1995).

⁴⁰² Eine eingehende Diskussion bieten Kaminsky/Lizondo/Reinhart (1997)

1.2 'Multi-Country' Studien

Die zweite Form empirischer Untersuchungen versucht hingegen, durch 'multi-country' Studien die Aussagekraft zu erhöhen. Dazu wurden eine Reihe nationaler Indikatoren der verschiedenen Volkswirtschaften herausgearbeitet, die auf eine bevorstehende Krise hindeuten. Untersucht wurden zu diesem Zweck die eine Reihe von Fundamentaldaten. Je nach Versuchsaufbau geschah die empirische Überprüfung entweder anhand der Datenlage in anderen Ländern oder vorherigen bzw. nachfolgenden Krisenperioden⁴⁰³. Frankel/Rose⁴⁰⁴ etwa untersuchten anhand jährlicher Daten von 105 Entwicklungsländern zwischen 1971 und 1992 die Entwicklung der Fundamentaldaten jeweils während 'ruhiger' Phasen und in dem Zeitraum, in dem sich die Krise vollzog. Es konnte nachgewiesen werden, dass sich eine Reihe von Daten in diesen beiden Perioden tatsächlich unterschiedlich verhielten. Probleme ergaben sich jedoch hinsichtlich allgemeingültiger Indikatoren bevorstehender Währungskrisen. Als solche wurden die Entwicklungen des realen Wechselkurses, der Bestand an Devisenreserven und ausländischen Direktinvestitionen, eine hohe ausländische Zinsrate sowie ein hohes Kreditmengenwachstum identifiziert. Die Aussagefähigkeit dieser Indikatoren wird jedoch von den Autoren selbst als sehr gering eingestuft und eine signifikante Vorhersagefähigkeit ist nicht gegeben⁴⁰⁵.

Ein ähnlicher Ansatz von Eichengreen/Rose/Wyplosz⁴⁰⁶ ging von dem Vergleich der Fundamentaldaten jeweils vor und nach dem Ausbruch der Krise aus. Dabei wurden sowohl erfolgreiche, als auch erfolglos gebliebene spekulative Währungsattacken in die Untersuchung mit einbezogen. Im Gegensatz zu vielen anderen Studien wird das Kreditmengenwachstum als wenig geeigneter Indikator identifiziert, während die Entwicklung des Leistungsbilanzdefizits hingegen als geeigneter Indikator gewertet wird.

⁴⁰³ Eine der ersten derartigen 'multi-country' Studien in Bezug auf Währungskrisen bietet Edwards (1989). Er kommt zu dem Schluss, dass die Wahrscheinlichkeit einer Währungskrise mit steigender realer Aufwertung der Währung und der Abnahme ausländischer Einlagen in der Zentralbank zunimmt.

⁴⁰⁴ Frankel/Rose (1996). Eine Währungskrise wird dabei definiert als nominale Abwertung von mindestens 25 Prozent gegenüber dem US-Dollar und eine um mindestens 10 Prozent höhere Abwertungsrate jeweils im Vergleich zum Vorjahr.

⁴⁰⁵ Tatsächlich konnten nur fünf von insgesamt 69 Krisen durch das Modell vorherbestimmt werden.

⁴⁰⁶ Eichengreen/Rose/Wyplosz (1995)

1.3 Multi-Faktor Studien

Statt dem Versuch, einzelne Indikatoren zu identifizieren und auf ihre jeweilige Aus- und Vorhersagefähigkeit zu überprüfen, entwickelten Kaminsky/Lizondo/Reinhart⁴⁰⁷ eine Methode, in welcher die einzelnen Komponenten zu einem 'Exchange-Market-Pressure-Index' zusammengefasst wurden. Vornehmliches Ziel war die Vorhersagbarkeit von Währungskrisen und der Aufbau eines 'Frühwarnsystems', welches in darauf folgenden Studien weiter ausgebaut wurde. Ihr Ergebnis war, dass Währungskrisen meist von einer Reihe schwacher Fundamentaldaten begleitet wurden. Die Aussagekraft bleibt schon aufgrund des Versuchsaufbaus eher beschränkt, da keine konkreten Indikatoren benannt werden können⁴⁰⁸.

Einen ähnlichen Ansatz verfolgten Goldfajn/Valdes⁴⁰⁹. In ihrem Modell wird dabei versucht, die Wahrscheinlichkeit einer Währungskrise als eine Funktion von erwarteter Abwertung und realer Überbewertung zu definieren. Ein Resultat ihrer Untersuchung besteht darin, dass zwar die Komponente 'Überbewertung einer Währung' zur Erklärung einer Krise herangezogen werden kann, dass dies jedoch nicht für die Komponente 'erwartete Abwertung' gilt. Die Autoren kommen daher zu dem Schluss, dass es sich bei Währungskrisen weitestgehend um nicht voraussagbare Ereignisse handelt. Eine Reihe nachfolgender Studien versuchte, aus den erhobenen Daten und den bisherigen Untersuchungen ein Instrument für die Eingriffsmöglichkeiten des IMF zu entwickeln und Aussagen über eine optimale Intervention zu treffen. Die grundsätzlichen Probleme einer einheitlichen Definition einer Krise und der statistischen Methodologie blieben jedoch ungelöst und die jeweilige Vorhersagekraft der einzelnen Studien blieb daher sehr beschränkt⁴¹⁰.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Ergebnisse dieser Studien auf eine Reihe von Indikatoren einer Währungskrise hinweisen⁴¹¹. Identifiziert wurden als solche mit hoher empirischer Evidenz eine Überbewertung des realen Wechselkurses, sinkende Inflationsraten, stei-

⁴⁰⁷ Kaminsky/Lizondo/Reinhart (1997) betrachten den Untersuchungszeitraum von 1970-1995 auf Basis jährlicher Daten.

⁴⁰⁸ Vgl. Edison (2000)

⁴⁰⁹ Goldfajn/Valdes (1997b)

⁴¹⁰ Siehe dazu die Untersuchungen von Berg/Patillo (1999)

⁴¹¹ Man muss jedoch darauf hinweisen, dass die Methodologie und Definitionen und Arbeitshypothesen in diesen Studien unterschiedlich waren, so dass ein direkter Vergleich der Ergebnisse nicht oder nur bedingt möglich ist.

gende Kreditausweitung an den privaten Sektor, Veränderungen im Verhältnis von Geldmenge und Devisenreserven, ein Rückgang an ausländischen Direktinvestitionen sowie ein Zinsanstieg in Industrieländern⁴¹². Empirisch weitaus weniger bedeutsam hingegen waren andere ökonomische Fundamentaldaten, zu denen eine Ausweitung des Handelsdefizits, abnehmendes Wirtschaftswachstum oder staatliche Defizite gehören. Der Entwicklung des Leistungsbilanzdefizits schließlich wurde nur eine geringe Bedeutung als 'Leading Indicator' zugesprochen⁴¹³.

Diese Indikatoren deuteten zwar darauf hin, dass bei einer entsprechenden Entwicklung der Daten die Wahrscheinlichkeit einer Krise steigen kann, eine wirklich neue Erkenntnis oder hinreichende Erklärung war dies jedoch nicht und entsprach den Ergebnissen der Einzelländereanalysen⁴¹⁴. Vielmehr zeigte sich, dass die Möglichkeiten der Voraussage von Währungskrisen aufgrund volkswirtschaftlicher Indikatoren nur sehr begrenzt und für eine zeitliche Aussage nicht geeignet sind. Der Aufbau eines 'Frühwarnsystems' mag zwar dazu beitragen, eventuell gefährdete Länder zu identifizieren, die Voraussagekraft ist jedoch äußerst gering. Darüber hinaus kann ein derartiges System zu einer Reihe von Fehlalarmen führen, welche die Verlässlichkeit weiter einschränkt⁴¹⁵. Nachgewiesen wurde letztlich ein zeitlicher Zusammenhang zwischen diesen Indikatoren und dem Auftreten einer Krise. Eine Voraussagbarkeit von Währungskrisen war jedoch nur begrenzt möglich, da auch zahlreiche Fälle nachgewiesen werden konnten, in denen ähnlich gestaltete Indikatoren nicht zu einer Krise führten. Darüber hinaus halfen manche Ergebnisse die Übertragung von Krisen auf andere Länder verständlicher zu machen. Das Übergreifen von Krisen auf andere Länder lässt sich durch die alleinige Betrachtung der Indikatoren jedoch nicht hinreichend erklären⁴¹⁶.

⁴¹² Eine umfangreiche Darstellung der einzelnen Untersuchungen und eine Zusammenfassung ihrer Aussagekräftigsten Indikatoren findet sich im Anhang von Kaminsky/Lizondo/Reinhart (1997, 22-34). Neuere Untersuchungen von Kamin/Babson (1999) und dem IMF (1998, Chap. IV) verweisen vor allem auf die Aufwertung des realen Wechselkurses als den aussagekräftigsten Indikator für bevorstehende Währungskrisen

⁴¹³ Milesi-Ferretti/Razin (1999)

⁴¹⁴ Vergleiche dazu die Ergebnisse aus Sachs/Tornell/Velasco (1995) und Edwards/Steiner/Losada (1996)

⁴¹⁵ Edison (2000)

⁴¹⁶ Vgl. Berg/Patillo (1999, 129); Sharma (1999)

1.4 Erweiterte Analysen

Die mangelhafte Aussagekraft der identifizierten Indikatoren führte dazu, dass neben den nationalen und fundamentalen Indikatoren auch andere Faktoren in die Analyse mit einbezogen wurden. Statt allgemeingültige Indikatoren zu suchen, konzentrierte man sich von nun an wieder verstärkt auf die möglichen Übertragungswege von Finanzkrisen auf andere Länder. Erste Ansätze waren bereits nach der Pesokrise erkennbar. Sachs/Tornell/Velasco⁴¹⁷ analysierten die 'spill-over' Effekte der Pesokrise auf 20 weitere Entwicklungsländer und konzentrierten sich auf das Verhältnis von internationalen Devisenreserven, der Geldmenge und der realen Aufwertung der Währung zu den Auswirkungen eines schwachen Banksektors, die etwa 70 Prozent ihres 'Krisenindex' erklärten. Calvo/Reinhart⁴¹⁸ wiederum untersuchten die Auswirkungen von Schwankungen in der Kapitalverkehrsbilanz und verwiesen zum einen auf die Abhängigkeit von externen Faktoren, wie etwa die US-amerikanische Zinsrate, zum anderen auf einen eher regionalen, statt globalen Charakter der Übertragungswege von Währungskrisen. In beiden Untersuchungen konzentrierte man sich jedoch wieder auf die Auswirkungen auf die Fundamentaldaten, welche die bereits erwähnten Einschränkungen hinsichtlich ihrer Aussagekraft mit sich bringen. Franke/Schmuckler⁴¹⁹ analysierten als erste die Übertragungswege der Pesokrise anhand der Investitionsentscheidungen von Fondsmanagern und den Kursentwicklungen von Länderfonds. Sie stellten dabei eine hohe Korrelation der Net-Asset-Values für lateinamerikanische Länderfonds fest, die vor allem in New York gehandelt werden.

Ein grundsätzlicher Wandel in der Vorgehensweise und Konzeption der Analyse setzte vor allem nach Ausbruch der Asienkrise 1997 ein. Dabei trat die bis dahin meist verfolgte klassische Fundamentaldatenanalyse weiter in den Hintergrund, während die Untersuchung der Struktur der Kapital-, Finanz- und Aktienmärkte und die Handlungsweise ihrer Akteure an Bedeutung gewannen⁴²⁰. Ein weiterer wesentlicher Punkt bestand in der Einbeziehung des Banksektors in die Suche nach Indikatoren, da eine Krise in diesem Bereich oftmals einer wei-

⁴¹⁷ Sachs/Tornell/Velasco (1996)

⁴¹⁸ Calvo/Reinhart (1996)

⁴¹⁹ Frankel/Schmuckler (1996)

⁴²⁰ Untersuchungen, die sich eher mit der Struktur der Finanzmärkte und der Rolle der Banken und anderer Finanzinstitutionen befassen finden sich bei Kaminsky/Reinhart (1999a, 1999b); van Rijckeghem/Weder (1999); Caramazza/Ricci/Salgado (2000); Pritsker (2000). Andere Analysen beschäftigen sich mehr mit der Informationsproblematik und dem dadurch bedingten Anlageverhalten internationaler Investoren. Vgl. dazu

tergehenden Finanzkrise voranging⁴²¹. Wurden ursprünglich allgemeingültige Indikatoren von Währungskrisen gesucht, konzentrierte man sich nun auf regionale Besonderheiten. Die Bildung zeitlich begrenzter regionaler und überregionaler Cluster deutete darauf hin, dass neben der Existenz nationaler Indikatoren auch externe Faktoren an der Entstehung und der Ausweitung von Finanzkrisen beteiligt waren. Eine regionale Ausweitung von Währungskrisen schien innerhalb einer Region wahrscheinlicher ist als eine Ausweitung über das betroffene Gebiet hinweg⁴²².

Ein weiteres Ergebnis dieser neueren Untersuchungen bestand darin, dass spekulative Währungsattacken auch unabhängig von der Entwicklung der Fundamentaldaten einer Volkswirtschaft stattfinden können. Die Eingrenzung auf regionale Cluster lieferte Hinweise, dass sich neue Übertragungswege von Finanzkrisen gebildet hatten, deren Ursache in der Struktur internationaler finanzieller Verflechtungen begründet lag oder auf eine veränderte Einschätzung der Investoren zurückzuführen war⁴²³.

Goldfajn/Valdes (1997b); Calvo/Mendoza (1997, 1999, 2000a/b); Kaminsky/Reinhart (2000); Kaminsky/Lyons/Schmuckler (2000, 2000b)

⁴²¹ Vgl. Kaminsky/Reinhart (1999a/b); Kaminsky (1998); Hardy/Pazarbasioglu (1998, 1999) ; Tornell (1999); Gonzalez-Hermosillo (1999); Gonzalez-Hermosillo/Pazarbasioglu/Billings (1996)

⁴²² Kaminsky/Reinhart (1999a); Kaminsky/Lyons/Schmuckler (2000); Glick/Rose (1998)

⁴²³ Goldfajn/Valdes (1997b) untersuchen die Wechselkursenerwartungen von Devisenhändlern

2. Transmissionsmechanismen von Währungskrisen

Das Phänomen des Übergreifens von Währungskrisen oder zumindest Turbulenzen auf andere Länder blieb jedoch nicht auf die mexikanische Pesokrise beschränkt, und Auswirkungen dieser Art blieben kein einmaliges Ereignis. Gleiche oder ähnliche Entwicklungen wurden während der Asienkrise beginnend im Juli 1997 in Thailand, der Russlandkrise vom August 1998 und der Brasilienkrise vom Januar 1999 beobachtet und führten zu einer erneuten Diskussion über die Probleme und Konsequenzen internationaler Kapitalströme und weltweit integrierter Finanz- und Kapitalmärkte⁴²⁴.

Zunächst wurde dieses Verhalten als eine besondere Form eines ‘Herding Behavior’ beschrieben, wie sie schon länger etwa an den Finanz- und Aktienmärkten hochentwickelter Industrieländer zu beobachten ist⁴²⁵. Nach dem ursprünglichen Ansatz des ‘Herding Behavior’ richten Investoren ihre Investitionsentscheidungen nach dem Verhalten anderer Anleger. Grundsätzlich geht man dabei davon aus, dass ein solches Verhalten rational nicht zu erklären ist⁴²⁶. Ein wesentliches Resultat sind die dadurch entstehenden selbstverstärkenden Effekte. Für die spezielle Situation innerhalb der ‘Emerging Markets’ und die Analyse der Auswirkungen der Pesokrise greift dieser Ansatz jedoch zu kurz, da er letztlich nur einen Teil der unterschiedlichen Transmissionsmechanismen von Währungskrisen erklärt und das Anlageverhalten der Investoren nur unvollständig widerspiegelt⁴²⁷.

Dieser Ansatz erklärt zum Beispiel nicht, warum in einigen Ländern, die gleiche oder ähnliche Fundamentaldaten wie Mexiko aufwiesen eine spekulative Attacke erfolgte, andere Staaten mit

⁴²⁴ Eine Kurzdarstellung zur Asienkrise bieten Kaminsky/Schmuckler (1999), zur Brasilien- und Russlandkrise siehe Baig/Goldfajn (2000)

⁴²⁵ Einen umfassenden Überblick über die Literatur zum Thema ‘Herding Behavior’ bieten Bikhchandani/Sharma (2000). Sie unterscheiden dabei drei Formen von ‘Herding’: **A)** ‘Information-based Herding and Cascades’ beruhen auf der Annahme unvollständiger Information und deren kaskadenartige Weitergabe an andere Marktteilnehmer; **B)** ‘Reputation-based Herding’ bezieht sich auf das Abgleichen von Investitionsentscheidungen eines Anlegers mit denen anderer, als professionell angesehenen Investoren; **C)** ‘Compensation-based Herding’ bezieht sich auf die Performance der Portfolios im Vergleich zu anderen Anlegern, wenn davon die Kompensation des Investors abhängt.

⁴²⁶ Konfusion hinsichtlich der Begriffsbildung besteht zwischen ‘Herding Behavior’ einerseits und ‘Contagion’ andererseits. Erwähnenswert ist hierbei, dass Calvo/Mendoza (1997) zunächst von ‘Rational Herding Behavior’ sprechen, diesen Begriff jedoch in einer späteren Veröffentlichung Calvo/Mendoza (1999) in ‘Rational Contagion’ umändert.

vergleichbarer Datenlage jedoch verschont blieben. Während etwa in Argentinien im Anschluss an die Pesokrise ein negatives Wirtschaftswachstum zu verzeichnen war, stieg das BIP in Chile im gleichen Zeitraum um 10,6 Prozent und in Kolumbien um 5,8 Prozent. Der Ansatz des 'Herding Behavior' erklärt auch nicht hinreichend, warum auch in Ländern, deren Wirtschaftspolitik als grundsätzlich stabil angesehen wurde und die weitgehend gesunde volkswirtschaftliche Rahmendaten aufwiesen, ebenfalls spekulative Attacken erfolgen konnten. Im Gegensatz zu den Annahmen, die dem Ansatz eines 'Herding Behavior' zugrunde lagen, konnten Ereignisse in räumlich weit entfernten Ländern Krisenszenarien in anderen Regionen der Welt herbeiführen, ohne dass vergleichbare strukturelle Gegebenheiten nachzuweisen waren. Nachdem etwa im Zuge der Thailandkrise im Oktober 1997 auch die koreanische Währung abgewertet werden musste und das 'Currency Board' Hongkongs Ziel spekulativer Attacken wurde, weitete sich die Krise über die Region aus. Allein in der zweiten Jahreshälfte 1997 wurden mehr als US\$ 100 Mrd. innerhalb kürzester Zeit aus der Region abgezogen, was zu einem starken Abwertungsdruck der Währungen und zu hohen Kurseinbrüchen an den Börsen führte.

Noch Anfang 1998 bestand weitgehend Konsens dahingehend, dass sich die Wirtschaftskrise Asiens aufgrund der besseren Fundamentaldaten und der erheblichen Reformfortschritte in Lateinamerika nicht auf diese Region ausweiten wird⁴²⁸. Dennoch stiegen in Chile, Brasilien und zum geringeren Teil auch in Argentinien die Zinsraten stark an und die Börsen gerieten unter Druck⁴²⁹. Mexiko blieb von dieser Entwicklung weitgehend unberührt. Zwar stiegen auch dort die kurzfristigen Zinsraten an, sanken jedoch wenige Wochen später wieder auf ihr vorheriges Niveau.

Die Russlandkrise vom August 1998 schien zunächst ein klares nationales Problem darzustellen. Die wirtschaftlich desolate Lage veranlasste die Moskauer Regierung, ihre Notenpresse anzuwerfen. Völlig unerwartet ergaben sich mit dem finanziellen Zusammenbruch des US-amerikanischen Hedgefonds LTCM (Long Term Credit Management) aus dieser Situation in-

⁴²⁷ Vgl. Calvo (1995)

⁴²⁸ Vgl. Edwards (1998b)

⁴²⁹ Edwards (1998a) versucht, den Contagion Effekt mittels der Entwicklung der jeweiligen kurzfristigen Zinsraten nachzuweisen, kann jedoch nur in den Fällen Mexiko/Argentinien, Hongkong/Brasilien und Hongkong/Chile hinreichende Evidenz finden. Vgl. auch Baig/Goldfajn (1999)

ternationale Liquiditätsengpässe. In der Folge gab der brasilianische Aktienmarkt innerhalb eines Monats um etwa 50 Prozent nach⁴³⁰.

Auch in Argentinien geriet die Börse unter Druck und wieder stiegen die Zinsen stark an. Der Wechselkurs Mexikos sank auf ein neues Rekordtief und die kurzfristigen Cetes-Zinsen stiegen auf über 40 Prozent. Die Brasilienkrise vom März 1999 schließlich als vorerst letzte Krisenentwicklung wirkte sich vor allem negativ auf das Nachbarland Argentinien aus, wohingegen Mexiko von den Auswirkungen nahezu unberührt blieb.

Im Folgenden soll nun versucht werden, die einzelnen Transmissionsmechanismen von Währungskrisen herauszuarbeiten, um anschließend Aussagen über mögliche präventive Maßnahmen treffen zu können.

⁴³⁰ Vgl. Baig/Goldfajn (2000); Kaminsky/Reinhart (2000)

2.1 Definitionen von Contagion

Ein Übergreifen von Finanzkrisen auf andere Länder ist an sich keine neue Entwicklung der neunziger Jahre. Weltweite Krisenszenarien wie die Ölpreiskrise der 70er Jahre oder Übertragungen durch enge Handels- oder Finanzbeziehungen mit einem 'Krisenland' waren auch zuvor bekannt. Was hingegen ein Novum darstellt sind sowohl die Auswirkungen von Finanzkrisen auf Länder, die weder einen hohen bilateralen Handel oder einen gemeinsamen Handelspartner haben, noch tiefere Finanzbeziehungen untereinander pflegen, als auch das Ausmaß dieser Krisen hinsichtlich der ökonomischen Fundamentaldaten in den betroffenen Ländern über ein zunächst rational erklärendes Maß hinausgehen.

Derartige Contagion-Effekte bleiben danach nicht auf 'andere' Länder beschränkt, die im Zuge eines Schock betroffen werden, sondern können auch auf das Ursprungsland der Krise zurückwirken. Im Falle Mexikos wäre zu vermuten gewesen, dass bald nach der Währungsanpassung ein neuer gleichgewichtiger Wechselkurs und ein neues volkswirtschaftliches Gleichgewicht zu finden gewesen wäre. Die Auswirkungen gingen jedoch weit darüber hinaus und geben Aufschluss über die selbstverstärkenden Effekte eines derartigen Szenarios⁴³¹. Trotz zahlreicher Untersuchungen muss jedoch konstatiert werden, dass eine einheitliche Definition von Contagion bisher nicht gefunden wurde. Je nach Definition wird im Verlauf der unterschiedlichen Krisenszenarien in Lateinamerika, Asien und Russland Contagion nachgewiesen oder widerlegt.

Eichengreen/Rose/Wyplosz⁴³² definieren Contagion als Gleichentwicklung bestimmter länderspezifischer Fundamentaldaten und differenzieren dabei zwischen den Konsequenzen, die sich aus Handelsbeziehungen ergeben und einer Neubewertung internationaler Anleger aufgrund gleicher oder ähnlicher Fundamentaldaten. Sie kommen zu dem Schluss, dass die Wahrscheinlichkeit einer Krise steigt, sobald in einem anderen Land eine Krise ausgebrochen ist. Einen gleichen Ansatz wählen Calvo/Reinhart⁴³³ und Kaminski/Reinhart⁴³⁴ und definieren dabei Con-

⁴³¹ Die noch ausstehende Höhe des Tesobono beispielsweise betrug Ende 1994 etwa US\$ 20 Mrd., die Summe des Bail-Out Programms überstieg mit rund US\$ 52 Mrd. jedoch mehr als das Doppelte und die Dauer der Attacke reichte weit bis in das Jahr 1995, bevor es zu einer Beruhigung der Situation kam. Calvo/Mendoza (1997, 4) schätzen die durch Contagion verursachten Kapitalabflüsse aus Mexiko auf mehr als US\$ 15 Mrd.

⁴³² Eichengreen/Rose/Wyplosz (1996)

⁴³³ Calvo/Reinhart (1996)

⁴³⁴ Kaminski/Reinhart (1998b)

tagion als ‘co-movement’ bestimmter Variablen wie etwa von Wechselkursen, Kapitalflüssen und Aktienpreisen. Die Interdependenz der Länder basiert dabei auf realen Verflechtungen, sei es im Handels- und/oder Finanzbereich, und unterstützt demnach ihre Untersuchungsergebnisse, dass Krisen ein eher regionales als globales Phänomen darstellen. Contagion wird also beschrieben als eine erhöhte Interdependenz von Ländern, basierend auf real existierenden Verflechtungen, die somit ein entsprechendes Maß an Gleichentwicklung verschiedener volkswirtschaftlicher Daten aufweisen. Ziel dieser Untersuchungen ist folglich eine Fundamentaldatenanalyse, welche die realen Verflechtungen als Transmissionsmechanismen herausarbeitet und als ‘Fundamentals-Based’ Contagion beschrieben wird.

Eine andere Definition wird von Glick/Rose⁴³⁵, Forbes/Rigobon⁴³⁶ und Dornbusch/Park/Classens⁴³⁷ gewählt, wobei Contagion als signifikanter Anstieg von ‘cross-market-linkages’ charakterisiert wird. Im Gegensatz zum vorherigen Modell wird dabei nicht das ‘co-movement’ von Fundamentaldaten untersucht, wobei das Ausmaß der Interdependenz zwischen den betroffenen Ländern vor und nach der Krise als konstant angenommen wird. Vielmehr wird Contagion beschrieben als Anstieg der Interdependenz der Volkswirtschaften der betroffenen Länder. Untersucht wird dabei das Ausmaß der Interdependenz jeweils vor und nach der Krise, um damit zu klären, warum sich Transmissionsmechanismen im Verlauf einer Krise ändern und folglich ‘cross-market-linkages’ im Zuge einer Krise ansteigen. Dazu wird der spread gegenüber einem ‘ground zero’ Land bestimmt, jenem Land, in welchem die Krise zuerst auftrat⁴³⁸. Ist die Interdependenz nach einer Krise höher als zuvor, gilt dies als Zeichen von Contagion. Folglich ist nicht die Existenz der Interdependenz Gegenstand der Untersuchungen, sondern der Anstieg der Interdependenz. Contagion wird somit charakterisiert als ein Prozess steigender Abhängigkeit, ausgelöst durch eine Krise, und wird daher als ‘Crisis-Contingent’ Contagion bezeichnet.

Einen dritten Definitionsansatz bieten Fernandez-Arias/Hausmann/Rigobon⁴³⁹ und Masson⁴⁴⁰, die Contagion als einen Anteil einer Krise charakterisieren, der nicht durch klassische Übertra-

⁴³⁵ Glick/Rose (1998)

⁴³⁶ Forbes/Rigobon (1999)

⁴³⁷ Dornbusch/Park/Classens (2000)

⁴³⁸ Diese Vorgehensweise einer ‘ground zero’ Definition im Vorfeld der Untersuchung, d.h. die Festlegung von Werten, gegenüber welchen die Hypothese von Contagion getestet werden soll, geht zurück auf die Untersuchung von Glick/Rose (1998).

⁴³⁹ Fernandez-Arias/Hausmann/Rigobon (1999)

gungswege erklärt werden kann. Dabei wird davon ausgegangen, dass ein bestimmter Anteil der Übertragung von Währungs- und Finanzkrisen auf andere Länder durch reale Verflechtungen oder globale Schocks erklärt und als natürliches 'co-movement' bezeichnet werden kann. Der Anteil, der über diese klassischen Faktoren hinausgeht und nicht durch reale Verflechtungen charakterisiert werden kann, wird als 'pure' Contagion bezeichnet. Zu einer ähnlichen Einschätzung kommen Edwards⁴⁴¹ und Krugman⁴⁴². Edwards definiert Contagion als jenen Rest, der über die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Höhe und Reichweite der internationalen Transmissionsmechanismen von Wirtschaftskrisen hinaus antizipiert wurde. Krugman hingegen sieht Contagion als Nachweis für die Existenz multipler Gleichgewichte, die auf einen selbsterfüllenden Vertrauensverlust seitens der Investoren zurückzuführen sind. Das Problem dieses Konzeptes der 'pure' Contagion besteht jedoch darin, dass es sich nur schlecht operationalisieren lässt. Allein schon die Berechnung der Höhe des normalen 'co-movement' oder der Erwartungshaltungen der Marktteilnehmer gestaltet sich äußerst schwierig.

Eine vorerst letzte Definition wird schließlich von Calvo/Mendoza⁴⁴³ und Kodres/Pritsker⁴⁴⁴ genannt, die Contagion ausschließlich in den Zusammenhang mit unvollständiger Information und dem Anlageverhalten internationaler Investoren stellen. Dabei wird Contagion als eine Situation definiert, in welcher sich das optimale Handeln von Investoren nicht mehr nach objektiven Erkenntnissen oder den Fundamentaldaten eines Landes richtet, sondern sich das Anlageportfolio entsprechend von Gerüchten am Markt und Arbitragemöglichkeiten an den Börsen entwickelt. Gegenstand der Untersuchung ist daher die Preisentwicklung auf einem Markt als Konsequenz eines Schocks auf einem anderen Markt. Dieser Ansatz geht über den Ansatz des 'Herding Behavior' hinaus, da auch andere Faktoren wie etwa 'cross-market-linkages' zur Erklärung herangezogen werden. Dabei wird beispielsweise die Ausweitung von Krisen nicht auf kollektiv irrationales Verhalten zurückgeführt, sondern auf verschiedene Möglichkeiten des Ausgleichs eines Anlageportfolios seitens internationaler Anleger.

⁴⁴⁰ Masson (1998/1999)

⁴⁴¹ Edwards (2000a)

⁴⁴² Krugman (1999a)

⁴⁴³ Calvo/Mendoza (1997/1999)

⁴⁴⁴ Kodres/Pritsker (1999); vgl. auch Pritsker (2000)

2.2 Klassische Transmissionsmechanismen

Die unterschiedlichen Definitionsansätze weisen darauf hin, dass die Transmissionsmechanismen von Währungs- und Finanzkrisen überaus vielfältig sind. Darüber hinaus ist aufgrund der Erfahrungen in den neunziger Jahren davon auszugehen, dass es sich bei Contagion-Effekten um zeitlich begrenzte Ereignisse handelt⁴⁴⁵. Dadurch ließe sich auch erklären, warum die zuvor gesuchten Ansätze zur Vorhersagbarkeit von Währungskrisen wenig eindeutig und mehr oder weniger erfolglos blieben.

Den Ursachen von Contagion können unterschiedliche Ursachen zugrunde liegen. Eine Möglichkeit besteht darin, dass Contagion-Effekte auf gemeinsame Ereignisse zurückzuführen sind, deren Effekte sich gleichmäßig auf die betroffenen Länder auswirken⁴⁴⁶. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, dass sich die Auswirkungen einer Krise in einem Land auf die Fundamentaldaten eines oder mehrerer anderer Länder auswirkt⁴⁴⁷. Schließlich können auch Ursachen vorliegen, die unabhängig von der Entwicklung der Fundamentaldaten sind und auf eine Änderung der Wahrnehmung und Einschätzung des Länderrisikos seitens internationaler Investoren zurückzuführen sind. Einschränkend jedoch bietet eine bloße steigende Korrelation der Märkte verschiedener Länder noch keinen hinreichenden Nachweis von Contagion-Effekten, und die unterschiedlichen Übertragungskanäle erschweren dessen Nachweis. Darüber hinaus können sich die Übertragungswege im Laufe einer Krise auch verändern und zudem von Fall zu Fall unterschiedlich motiviert sein⁴⁴⁸.

2.2.1 'Common Shocks'

'Common Shocks' können zeitgleich mehrere Länder betreffen und die Währungen dieser Staaten unter Druck setzen. Als Ursachen können etwa gestiegene weltweite Zinsraten, ein Rückgang der internationalen Güternachfrage oder ein Absinken der Preise international ge-

⁴⁴⁵ Vgl. Masson (1998)

⁴⁴⁶ Masson (1998)

⁴⁴⁷ Corsetti/Pesenti/Roubini (1998b)

⁴⁴⁸ Dornbusch/Park/Claessens (2000), geben ausführliche Informationen über die empirischen Analysetechniken und Literaturnachweise.

handelter Waren gelten⁴⁴⁹. Veränderte reale Wechselkurse können vor allem in jenen Ländern zu Schwierigkeiten führen, die ihre Währung an eine Leitwährung wie etwa den US-Dollar gekoppelt haben. Die Tatsache, dass nicht alle betroffenen Länder eine Krise durchlaufen, deutet darauf hin, dass ein Zusammenspiel von externen Faktoren und internen ökonomischen Rahmenbedingungen besteht.

Die Relevanz derartiger 'Common Shocks' lässt sich deutlich bei der Entwicklung der Schuldenkrise 1982 im Hinblick auf die steigenden US-amerikanischen Zinsraten nachvollziehen. Steigende Dollarzinsen führten dabei zu einer Ausweitung der Schuldzinszahlungen. Umgekehrt konnte auch ein Zusammenhang zwischen sinkenden Zinsraten in den USA und der Ausweitung der Kapitalströme nach Lateinamerika nachgewiesen werden⁴⁵⁰. Weitere Belege, diesmal in Bezug auf die Entwicklung in Industrieländern, finden sich etwa in den Ölkrisen von 1973 und 1979. Derartige externe Ursachen waren auch im Vorfeld der Pesokrise hinsichtlich der Entwicklung der US-amerikanischen Zinsrate nachzuweisen. So stieg zwar die reale Zinsrate in den USA im Verlauf des Jahres 1994 stark an, der Einfluss dieser Größe jedoch war weitaus geringer, als dass er für die Währungskrise allein verantwortlich oder ausschlaggebend wäre⁴⁵¹.

2.2.2 'Trade Links'

Die Übertragung von Währungskrisen aufgrund von Handelsbeziehungen bezieht sich sowohl auf die direkten Verbindungen im bilateralen Handel als auch auf die veränderte internationale Wettbewerbsfähigkeit des von einer Krise betroffenen Landes gegenüber anderen Staaten. Da eine Währungskrise meist mit abnehmender wirtschaftlicher Aktivität einher geht, kann dies durch die verminderte Importnachfrage Auswirkungen auf den bilateralen Handel mit direkten Handelspartnerländern haben. Die Kombination von Einkommens- und Preiseffekten im Ursprungsland kann aufgrund der daraus resultierenden sinkenden Nachfrage zu Exporteinbußen

⁴⁴⁹ Vgl. Masson (1998)

⁴⁵⁰ Calvo/Leidermann/Reinhart (1993)

⁴⁵¹ Vgl. Calvo/Reinhart (1996). Gleichfalls wird die Entwicklung des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar häufig als eine Einflussgröße der Asienkrise gewertet Radelet/Sachs (1998a/1998b)

der Haupthandelspartner führen⁴⁵². Eine derartige Krise würde sich also kaskadenartig auf die direkten Handelspartner des betroffenen Landes fortsetzen. Hinzu kommt, dass diese Entwicklung abnehmender Exporte wiederum von internationalen Investoren antizipiert werden kann. Die sinkende Attraktivität der betroffenen Wirtschaftssektoren und Unternehmen, die in direktem oder indirektem Handel mit dem Krisenland stehen, führt wiederum zu Kapitalabflüssen und sinkenden Börsenkursen sensibler Unternehmen oder Wirtschaftssektoren. Somit kann durchaus eine Korrelation zwischen der Entwicklung der Börsenkurse einerseits und der Entwicklung ökonomischer Fundamentaldaten in Handelspartnerländern andererseits gefunden werden⁴⁵³.

Die Übertragung von Währungskrisen braucht jedoch nicht auf strukturelle Ursachen im bilateralen Handel beschränkt bleiben. Eine weitere Möglichkeit kann im konkurrierenden Handel auf den Märkten von Drittländern begründet liegen. Da eine Währungskrise meist mit einer Abwertung des realen Wechselkurses verbunden ist, kann dies zu einer verbesserten Wettbewerbsposition des Krisenlandes im Handel mit Drittländern führen. Andere Staaten, die sich im wirtschaftlichen Wettbewerb befinden, das heißt im gleichen Segment oder Markt mit diesem Land konkurrieren, können sich aufgrund ihrer verminderten Wettbewerbsfähigkeit im Exportsektor dazu genötigt sehen, ebenfalls ihre Währung abzuwerten, um dem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit entgegenzuwirken⁴⁵⁴. Die Höhe dieser Form kompetitiver Abwertung kann dabei über das anfangs zu erwartende Maß an Verschlechterung der Fundamentaldaten hinausgehen. Die Situation kann sich zusätzlich dadurch verschlechtern, dass seitens internationaler Anleger eine derartige Politik seitens der Regierung erwartet und antizipiert wird. In einem solchen Fall würden sich Investoren zunehmend aus kurzfristigen Schuldtiteln zurückziehen, bzw. nicht neu in diese Titel investieren, was wiederum einem Kapitalabzug gleichkommt. Die Wahrscheinlichkeit einer Übertragung der Währungskrise und ihr Erfolg ist in diesem Szenario

⁴⁵² Eichengreen/Rose/Wyplosz (1996) konzentrieren sich in ihrer Untersuchung auf die Handelsbeziehungen zwischen Industrieländern während der Krise innerhalb des EWS. Die Untersuchung von Glick/Rose (1998) hingegen konzentriert sich auf 'Trade Links' innerhalb der Emerging Markets und Corsetti/Pesenti/Roubini (1998b) konzentrieren sich auf die Erfahrungen Südostasiens

⁴⁵³ Vgl. dazu Wolf (1997/1999)

⁴⁵⁴ Corsetti/Pesenti/Roubini/Tille (1998) entwickeln ein Modell, in dem die Wohlfahrtseffekte dieser 'beggarthy-neighbor' Politik untersucht werden. Das Modell kompetitiver Abwertungen ist jedoch kein neues Phänomen und wird schon von Nurkse (1944) beschrieben.

folglich abhängig von der Höhe der verbleibenden Devisenreserven und der Struktur kurzfristiger Verschuldung⁴⁵⁵.

Die Übertragung von Wechselkursschwankungen wäre demnach ein rational zu erklärendes Phänomen und wäre auf eine begrenzte Anzahl von Ländern beschränkt. Es erklärt dadurch auch den eher regionalen Charakter hinsichtlich der Übertragung von Währungskrisen auf andere Länder. Im allgemeinen ist der bilaterale Handel unter den Emerging Markets jedoch eher gering. Im Falle der Pesokrise 1994 kann der direkte Handel zwischen Argentinien und Mexiko auf Grund seines geringen Volumens als Transmissionsmechanismus der Währungskrise jedoch weitgehend ausgeschlossen werden. Gleiches gilt hinsichtlich des bilateralen Handels in Asien. Der Rückgang des intraregionalen Handels in Asien kann nur einen Teil der Auswirkungen erklären⁴⁵⁶. Anlässlich der Brasilienkrise von 1999 und den starken Handelsbeziehungen zwischen Argentinien und Brasilien kann dieser Faktor jedoch durchaus seine Relevanz haben⁴⁵⁷.

Weitaus größere Bedeutung für Emerging Markets haben hingegen 'Trade Links' in Bezug auf den Handel mit Drittländern. Glick/Rose⁴⁵⁸ kommen in ihrer Untersuchung zu dem Schluss, dass eine Erklärung dieser Phänomene aufgrund von 'trade-links' empirisch besser zu erklären sei, als durch die Existenz gleichartiger makroökonomischer Ausrichtungen. Statistisch lässt sich nachweisen, dass eine solche Verbindung bei der Übertragung der Pesokrise nach Lateinamerika durchaus signifikant ist, da Argentinien und Brasilien wie Mexiko sehr hohe Handelsverflechtungen zu den USA aufweisen⁴⁵⁹. Einschränkend muss jedoch beachtet werden, dass zwischen Mexiko und Argentinien kein Verdrängungswettbewerb auf dem US-amerikanischen Markt herrschte, und somit auch der Übertragungsweg hinsichtlich einer kompetitiven Abwertung weitgehend ausgeschlossen werden kann⁴⁶⁰. In Bezug auf die Asienkrise ergibt sich

⁴⁵⁵ Corsetti/Pesenti/Roubini (1998) wenden dieses Konzept auf die Asienkrise an, wobei ihrer Annahme zufolge Taiwan und Singapur Ziele spekulativer Attacken wurden, da internationale Investoren eine kompetitive Abwertung vermuteten.

⁴⁵⁶ Vgl. Baig/Goldfajn (1999)

⁴⁵⁷ Etwa 30 Prozent der argentinischen Exporte gehen in das Nachbarland Brasilien.

⁴⁵⁸ „Countries who trade and compete with the targets of speculative attacks are themselves likely to be attacked. (...). This linkage is intuitive, statistically robust, and important in understanding the regional nature of speculative attacks“: Glick/Rose (1998, 2f). Zu einem gleichen Ergebnis kommen Eichengreen/Rose/Wyplosz (1996) bei der Untersuchung hinsichtlich von Contagion-Effekten innerhalb der OECD Staaten.

⁴⁵⁹ Vgl. Kaminski/Reinhart (1998b)

⁴⁶⁰ Kaminsky/Reinhart (1999a), Dagegen spricht auch, dass zahlreiche zentralamerikanische Länder mit relativ starken Handelsbeziehungen zu Mexiko von der Pesokrise weitgehend unberührt blieben. Vgl. Calvo/Reinhart (1996)

ein etwas anderes Bild. Corsetti et al.⁴⁶¹ zeigen, dass dieser Übertragungsweg durchaus relevant sein kann, obwohl dieser Effekt allein nicht für die hohen Abwertungsraten anderer regionaler Währungen im Zuge der Thailandkrise verantwortlich gemacht werden kann⁴⁶². Bazdresch/Werner⁴⁶³ können bezüglich der Auswirkungen der Asienkrise auf die mexikanischen Exporte einen wenn auch geringfügigen Contagion-Effekt bestätigen.

Die beiden beschriebenen Übertragungswege können als klassische Interpretation von Contagion-Effekten bezeichnet werden, die auf der rationalen Einschätzung fundamentaler Rahmen-daten basieren⁴⁶⁴. Beide Transmissionsmechanismen, 'Common Shocks' und 'Trade Links', bergen die Gefahr spekulativer Attacken in sich. In beiden Fällen kann es zu einem Rückzug der Investoren aus den betroffenen Ländern kommen, und die Währung eines Landes aufgrund der Kapitalabflüsse unter Druck geraten. Je stärker die regionale Bindung gegenüber dem Ursprungsland ist, das heisst je höher der Verflechtungsgrad mit dem betroffenen Land ist oder je höher die Konkurrenzsituation im Handel mit Drittländern ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit eines Übergreifens der Krise.

2.2.3 'Financial Links'

Regionale Einflüsse können sich auch hinsichtlich der finanziellen Verflechtungen eines Landes oder einer Gruppe von Ländern ergeben. Ähnlich der Handelsverflechtung hängen auch im Fall finanzieller Verflechtungen die möglichen Transmissionsmechanismen vom Integrationsgrad der Volkswirtschaften ab. Je höher der Integrationsgrad eines Landes etwa in Form gegenseitiger Investitionen oder Finanztransaktionen mit einem Krisenland ist, desto stärker sind auch die direkten Auswirkungen auf den Finanzbereich, wie etwa auf die Vergabe von Handelskrediten oder Direktinvestitionen, zu spüren⁴⁶⁵.

⁴⁶¹ Vgl. etwa Corsetti/Pesenti/Roubini (1998)

⁴⁶² Dornbusch/Park/Classens (2000, 13) beziehen sich dabei auf eine Untersuchung von Alba/Bhattacharya /Classens/Gosh/Hernandez (1998)

⁴⁶³ Bazdresch/Werner (1999)

⁴⁶⁴ Masson (1998)

⁴⁶⁵ Vgl. Dornbusch/Park/Classens (2000)

Die empirische Überprüfung von Contagion-Effekten besteht meist darin, die Entwicklung ökonomischer Fundamentaldaten mit der Entwicklung bestimmter Finanzanlagen oder Finanzströme in unterschiedlichen Ländern zu vergleichen. Unterscheidet sich nun die Entwicklung der Anlagen signifikant von der Entwicklung der Fundamentaldaten, gilt dies meist als Hinweis für Contagion. Überprüft wird dabei das Ausmaß der Korrelation der unterschiedlichen Finanzanlagen verschiedener Länder⁴⁶⁶. Vorrangiges Ziel war die Suche nach Transmissionskanälen von Wirtschafts- und Finanzkrisen, von denen sowohl ein 'Common Bank Lender' als auch andere internationale Investorengruppen nachgewiesen werden konnten⁴⁶⁷.

Die Ergebnisse unterstützen die Annahme eines eher regionalen Charakters hinsichtlich der Übertragung von Währungskrisen und wurde von manchen als Gegenargument zum vielfach vermuteten 'Herding Behavior' internationaler Anleger benannt⁴⁶⁸. Forbes/Rigobon⁴⁶⁹ weisen jedoch darauf hin, dass sich ein Anstieg der Korrelation der Fundamentaldaten während einer Krise auch auf einen natürlichen Prozess zurückzuführen sein kann, und nicht durch die Krise eines anderen Landes hervorgerufen worden sein muss. In diesem Fall wäre das 'co-movement' der Fundamentaldaten kein Ausdruck von Contagion-Effekten.

2.2.3.1 'Common Bank Lender'

Die Ursache einer Übertragung von Währungs- und Finanzkrisen kann in der Transmission durch einen großen 'Common Bank Lender'⁴⁷⁰ begründet liegen. Voraussetzung einer derartigen Annahme ist, dass das Engagement und das Verlustrisiko einer kreditgebenden Bank in einem Land oder einer Region, die von einer Krise betroffen wird, relativ hoch ist. Eine kreditgebende Bank kann in diesem Fall durch eine Wirtschaftskrise in einem Land in ihrem Kreditportfolio und ihren Bilanzen so stark betroffen sein, dass dieses Portfolio neu angepasst werden muss. Um etwa das Verhältnis von guten und schlechten Krediten auszugleichen, kann sich

⁴⁶⁶ Baig/Goldfajn (1999), Valdes (1997) bieten alle einen ausführlichen Überblick über die empirische Literatur. Vgl. auch IMF (1999b)

⁴⁶⁷ Eine Darstellung, welche Bedeutung einzelnen Wirtschaftssektoren bei der Übertragung einer Krise zukommt, findet sich etwa bei Pritsker (2000) und Kaminsky/Reinhart (2000)

⁴⁶⁸ Vgl. Caramazza/Ricci/Salgado (2000)

⁴⁶⁹ Forbes/Rigobon (1999)

⁴⁷⁰ Kaminski/Reinhart (1998b/1999a); Van Rijckeghem/ Weder (1999); Caramazza/Ricci/Salgado (2000) untersuchen das Verhalten von Banken während der verschiedenen Krisen.

diese Bank dazu genötigt sehen, die Kreditvergabe einzuschränken und dafür ihr Engagement in Staatsanleihen anderer Länder außerhalb der Region dementsprechend zu erhöhen.

Weitere Staaten der Region, die nun ebenfalls als Kreditnehmer dieser Bank auftreten, können über die geänderten Kreditlinien nun ebenfalls unter Druck geraten, da ihr Zugang zu Neukrediten eingeschränkt ist. Dabei erhöht sich das Ausmaß ihrer Volatilität, je größer ihr Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten ist und je eher der 'Common Bank Lender' nicht mehr dazu bereit ist, die schon bestehenden Kreditverträge zu verlängern⁴⁷¹. Die Transmission von Währungs- und Finanzkrisen ist in diesem Fall also abhängig von der Organisation und Struktur des Finanzsektors. Verstärkt wird das Phänomen, wenn die Verschuldungsstruktur der betroffenen Länder durch einen hohen Anteil kurzfristiger Schuldverschreibungen gekennzeichnet wird.

Die Problematik eines 'Common Bank Lender' bezieht sich jedoch nicht nur auf die Rolle von Banken als gemeinsamen Kreditgeber, der im Krisenfall eine weitere Kreditzusage verweigert⁴⁷². Da Banken auch häufig Anteile nationaler Unternehmen in ihrem Portfolio halten, können sich Banken auch dazu gezwungen sehen, Anteile an diesen Unternehmen im Rahmen von Gewinnmitnahmen zu veräußern um ihre Verluste auszugleichen. Zusätzlich können auch Anteile in anderen Ländern veräußert werden, da dies entweder schneller verfügbar oder im Portfolio überrepräsentiert sind. Darüber hinaus kann im Rahmen einer Neubewertung des Anlagerisikos eine Umstrukturierung des Portfolios erfolgen und das Engagement der Banken in diesem Land oder der Region gesenkt werden.

Obwohl sich die Definitionen des 'Common Bank Lenders' und die empirische Vorgehensweise in den jeweiligen Untersuchungen voneinander unterscheiden, stimmen sie in der Beurteilung dieses Transmissionsmechanismus weitgehend überein. Kaminski/Reinhart⁴⁷³ definieren verschiedene regionale Cluster mit Ländern, die eine starke finanzielle Verflechtung mit japanischen, europäischen oder US-amerikanischen Banken aufweisen. Sie zeigen, dass die Wahr-

⁴⁷¹ Kaminsky/Reinhart (1999a)

⁴⁷² Mit dem Ausbruch der Krise in Thailand wandelten sich die Kreditzuflüsse nach Indonesien, Korea, Malaysia, die Philippinen und Thailand von insgesamt über US\$ 50 Mrd. in 1996 in Kreditabflüsse in Höhe von US\$ 21 Mrd. im Jahr darauf (Kaminski/Reinhart (1998b))

⁴⁷³ Kaminski/Reinhart (1998b/1999a). Zum japanischen Cluster gehören Indonesien, Thailand, Malaysia und die Philippinen, zum europäischen Cluster die nordischen Länder, Türkei, Spanien und Israel, zum Lateinamerikanischen Cluster Argentinien, Brasilien, Bolivien, Kolumbien, Chile, Mexiko, Peru, Uruguay und Venezuela

scheinlichkeit der Übertragung einer Krise innerhalb einer Region höher ist, als eine interregionale Ausbreitung⁴⁷⁴.

Caramazza/Ricci/Salgado⁴⁷⁵ definieren den 'Common Bank Lender' als das Land, das zum Zeitpunkt der Krise mit dem betroffenen Land die höchsten finanziellen Verflechtungen in Form gewährter Kredite aufweist. Sie zeigen, dass die finanziellen Verflechtungen der betroffenen Länder zum 'Common Bank Lender' höher sind als zu nicht betroffenen Ländern. Dieser Zusammenhang ist vor allem im Fall der Pesokrise und der Asienkrise festzustellen, weniger jedoch im Fall der Russlandkrise und Brasilienkrise.

Van Rijckeghem/Weder⁴⁷⁶ wählen einen weiteren Ansatz, in dem sie das jeweilige Krisenland als 'ground zero' definieren und ausgehend davon die Kapitalströme in andere Länder beobachten. Ihre Ergebnisse zeigen eine hohe Relevanz dieses Transmissionsmechanismus in der Asienkrise. Für die Pesokrise und in noch geringerem Maß für die Russlandkrise sind diese Effekte jedoch geringer einzustufen.

Wesentliches Ergebnis dieser Untersuchungen war zum einen die Möglichkeit der Erklärung des regionalen Charakters von Währungskrisen. Ein weiteres Resultat dieser Art finanzieller Verflechtungen ist darin zu sehen, dass Länder weitgehend ungeachtet ihrer nationalen ökonomischen Fundamentaldaten massive Kapitalabflüsse verzeichnen können. Dennoch wird in den Untersuchungen nicht beachtet, dass Banken weder die einzigen, noch hinsichtlich des Kapitalvolumens die wichtigsten Investoren in Emerging Markets darstellen. Darüber hinaus wird nicht berücksichtigt, dass die Bedeutung einer Kreditvergabe durch Banken und dessen Anteil an den gesamten Kapitalinvestitionen seit den achtziger Jahren stetig abgenommen hat. Die Betrachtung eines 'Common Bank Lenders' allein bietet folglich nur ein unvollständiges Bild. Neben diesen direkten finanziellen Verflechtungen über eine gemeinsame kreditgebende Bank existieren eine Reihe weiterer Formen. Internationale Investoren können sich aus mehreren Gründen aus einem Land oder einer Region zurückziehen. Die unterschiedlichen Gründe dieses Investorenverhaltens soll im Folgenden näher untersucht werden.

⁴⁷⁴ Nur geringfügig niedrigere Evidenz wurde allerdings hinsichtlich einer Überprüfung von 'Trade Links' gefunden.

⁴⁷⁵ Caramazza/Ricci/Salgado (2000), für die Pesokrise war dies die USA, für die Asienkrise Japan, und für die Russlandkrise Deutschland.

⁴⁷⁶ Rijckeghem/Weder (1999)

2.3 Neuere Transmissionsmechanismen

Im Gegensatz zu der Kreditvergabepolitik der Banken kann sich das Anlageverhalten anderer Investoren, seien es Pensionsfonds, Hedgefonds oder Mutual-Fonds, durchaus anders gestalten als bei institutionellen Anlegern⁴⁷⁷. Weltweit stieg der Anteil der Portfolioinvestitionen stieg bis in die neunziger Jahren auf über 45 Prozent der gesamten privaten Kapitalzuflüsse an⁴⁷⁸.

Frankel/Schmuckler⁴⁷⁹ untersuchen daher die Entwicklung von Länderfonds im Verlauf der Pesokrise 1994 und können einen hohen Korrelationsgrad der Kurse von Länderfonds der betroffenen Länder feststellen. Ein weiteres Ergebnis lag darin, dass der Transmissionsmechanismus unter den betroffenen lateinamerikanischen Ländern direkt erfolgte, während die Ausweitung auf die asiatischen Märkte über internationale Anleger in New York erfolgte.

Eine Reihe ähnlicher Untersuchungen konnten die Existenz von derartigen Contagion-Effekten bestätigen. So konnte Valdes⁴⁸⁰ bei der Untersuchung der Preisentwicklung von Schuldtiteln auf den Sekundärmärkten und den 'Country Credit Ratings' verschiedener Länder signifikante Contagion-Effekte nachweisen. Calvo/Reinhart⁴⁸¹ schließlich untersuchten die wöchentliche Kursentwicklung von Brady Bonds in Lateinamerika und Asien, und kamen zu einem ähnlichen Resultat.

Ein Phänomen dieser Art von Contagion-Effekten ist die zeitweilige Überreaktion der Finanzmärkte sowohl auf positive, wie auch auf negative Entwicklungen. Vor dem Hintergrund der geringen Größe der betroffenen nationalen Finanz- und Kapitalmärkte trägt ein derartiges 'Boom-Bust Behavior' zu einer weiteren Steigerung der Volatilität bei. Weitere Ursachen von Contagion-Effekten resultieren aus dem geänderten Verhalten der Investoren im Zuge einer Krise. Unterschieden werden können dabei zwei Formen. 'Investor Behavior' bezieht sich dabei auf ein Anlageverhalten, das sich mehr oder weniger zwangsläufig aus den vorher beschriebenen klassischen Transmissionsmechanismen ergibt und ist als Reaktion der Investoren auf

⁴⁷⁷ Besonders zu beachten ist hierbei die Rolle, die große Investment- und Brokerhäuser in den angelsächsischen Ländern innehaben.

⁴⁷⁸ Vgl. auch den Anteil der unterschiedlichen Kapitalströme nach Mexiko im Vorfeld der Pesokrise.

⁴⁷⁹ Frankel/Schmuckler (1996 a/b)

⁴⁸⁰ Valdes (1997)

⁴⁸¹ Calvo/Reinhart (1996)

reale Ereignisse oder zu erwartende reale Interdependenzen zu verstehen. Die Gründe dafür können entweder im Risikomanagement der Investoren, oder im Ausgleich von Liquiditätspässen im Zuge einer Krise liegen.

Eine zweite, als 'Investor Sentiment' bezeichnete Form schließt das Phänomen unvollständiger Informationen mit ein und basiert auf der Annahme von Informationsasymmetrien unter den Investoren. Im Zentrum stehen dabei nicht mehr die Erwartungen der Marktteilnehmer, die auf einer Analyse fundamentaler Daten basieren, sondern Spekulationen auf der Basis unvollständiger Informationen. Nicht mehr die Fundamentaldaten selbst, sondern die Wahrnehmung und Deutung der verfügbaren und meist unvollständigen Informationen bestimmen demnach das Verhalten der Investoren⁴⁸².

2.3.1 'Boom-Bust Behavior'

Kaminsky/Lyons/Schmuckler⁴⁸³ können bei der Untersuchung des Anlageverhaltens internationaler Investoren in Emerging Market Fonds eine 'Momentum-Strategie' nachweisen. Danach investieren Fondsmanager systematisch in jene Aktien, die sich innerhalb eines bestimmten Zeitrahmens positiv entwickeln, und verkaufen diejenigen Aktien, die im gleichen Zeitraum an Wert verlieren. Dieser Effekt ist in Krisenzeiten generell stärker zu beobachten als in 'ruhigen' Zeiten, und war am höchsten während der Pesokrise in Mexiko. Ein weiteres wichtiges Ergebnis der Studie bestand darin, dass Investoren selbst auch Contagion-Strategien befolgen, dass heißt Anlagen in einem Land verkaufen, wenn eine Krise in einem anderen Land ausbricht⁴⁸⁴.

Unterstützt werden diese Beobachtungen von Froot/O'Connell/Seasholes⁴⁸⁵, die sich auf das Verhalten von Portfoliokapitalflüssen während der Krisen konzentrieren und sogenannte Trends hinsichtlich der Investitionsstandorte nachweisen können. Weitere wichtige Ergebnisse

⁴⁸² Eine ähnliche Klassifizierung bietet Pritsker (2000). Er unterscheidet nach den Faktoren 'information', 'cross-market hedging', 'liquidity shocks' und 'wealth (portfolio) shocks'. Vgl. dazu auch Masson (1999) und Dornbusch/Park/Classens (2000)

⁴⁸³ Kaminsky/Lyons/Schmuckler (2000a/b) untersuchen die Portfolios von US Mutual Fonds.

⁴⁸⁴ Die Autoren weisen jedoch auch darauf hin, dass diese Ergebnisse keine hinreichende Klärung dahingehend geben, ob es sich dabei um 'pure' oder 'fundamentals-based' Contagion handelt.

finden sich zum einen in der regionalen Ausrichtung des Kapitals und der hohen Sensitivität lokaler Aktienpreise gegenüber ausländischen Kapitalflüssen. Dadurch bestätigten sich die Ergebnisse, die schon zuvor bei der Untersuchung regionaler Cluster beobachtet werden konnten.

Zum Teil lässt sich ein derartiges 'Boom-Bust Behavior' auf die Angleichung des Investitionsverhaltens eines einzelnen Fondsmanagers auf die Reaktion anderer Investoren zurückführen. Das Problem, dem sich ein einzelner Fondsmanager oder Investor in seinen Investitionsentscheidungen gegenüber sieht, liegt in der Gefahr eines entgangenen Profits im Falle einer Fehlentscheidung, während andere Investoren mit ihren Entscheidungen einen Profit realisieren können. Eine derartige Fehlentscheidung kann erhebliche wirtschaftliche Nachteile für den einzelnen Investor mit sich bringen, da sich auch seine Kapitalgeber in ihren Entscheidungen nach der Rendite ihrer Anlagen richten. Somit ist die Angleichung des Investitionsverhaltens auf ein psychologisches Moment der Fehlervermeidung zurückzuführen. Treffen hingegen alle Anleger eine gleiche falsche Entscheidung, sind diese wirtschaftlichen Nachteile nicht zu befürchten. Vielmehr ist zu erwarten, dass zum Ausgleich der zu verzeichnenden Verluste aller Investoren ein 'Bail-Out' Programm konzipiert wird, um diesen kollektiven Irrtum zu korrigieren⁴⁸⁶.

Ein weiteres Element zur Erklärung von Überreaktionen ist im Interessenkonflikt von Investmentbankern hinsichtlich ihrer Rolle als Investor einerseits und Berater anderer Anleger andererseits zu sehen. Dabei erfolgen Empfehlungen in dem Bereich, in welchem auch der Investor selbst vertreten ist, um so seine eigenen Anlagen zu schützen. Hinzu kommt, dass diese Investoren auch durch die Vermarktung ihrer Produkte, etwa den Verkauf von Fonds, ebenfalls Provisionen erzielen, so dass eine objektive Risiko-Gewinn Einschätzung nicht erfolgen kann⁴⁸⁷. In diesem Fall tritt die Informationsproblematik in den Hintergrund. Vielmehr tragen die Partikularinteressen der Fondsmanager dazu bei, die Risiken mangelnder Informationen zu ignorieren⁴⁸⁸.

⁴⁸⁵ Froot/O'Connell/Seasholes (2000)

⁴⁸⁶ Griffith-Jones (1996). Die von den USA gewährte Unterstützung Mexikos im Rahmen des 'Bail-Out' Programms entsprach in etwa Anlagevermögen amerikanischer Investoren in Mexiko. In diesem Zusammenhang wird auch die Funktion des IMF als 'Lender-of-Last-Resort' kontrovers diskutiert.

⁴⁸⁷ Griffith-Jones (1996, 158) sieht darin eine wesentliche Erklärung für den starken Kapitalzufluss ausländischer Portfolioinvestitionen nach Mexiko zwischen 1991 und 1993.

⁴⁸⁸ Diese Einschätzung deckt sich auch mit dem Konzept der 'disaster myopia' die sich aus der Theorie der Finanzmärkte ergibt (vgl. Guttentag/Herring (1984)). Danach können während einer Boomphase die Auffassungen der Investoren über die künftige Entwicklung weit von der Realität abweichen und vorsichtigere

2.3.2 ‘Investor Behavior’

Das Aufkommen einer Krise in einem oder mehreren Ländern kann dazu führen, dass die Portfolios der Investoren sowohl aus Gründen des Risikomanagements als auch der Anpassung an die Liquiditätsanforderungen neu ausgerichtet werden müssen. Gerät ein Land oder ein bestimmtes Marktsegment eines Landes unter Druck, können sich Anleger im Hinblick auf das Risikomanagement ihrer Investitionen dazu veranlasst sehen, ihre Anlagen in diesem Land zu reduzieren. Diese Reduzierung muss jedoch nicht auf den einzelnen Sektor begrenzt bleiben, sondern kann darüber hinaus sowohl andere, abhängige Bereiche innerhalb des betroffenen Landes übergreifen, als auch gleiche oder stark korrelierende Bereiche in anderen Ländern betreffen. Ein derartiges Verhalten ist dabei sowohl für Anlagen in den privaten Sektoren, als auch hinsichtlich der Investitionen in Staatsanleihen zu beobachten⁴⁸⁹.

Diese Strategie ist folglich davon abhängig, welches Maß an Anlagerisiko die Investoren übernehmen wollen. Die Reduzierung des Anlagerisikos kann demnach zu hohen Kapitalabflüssen führen und somit die Volatilität dieser Märkte steigern. Die gesteigerte Volatilität kann wiederum andere Investoren dazu veranlassen kann, ihr Anlagerisiko weiter zu senken. Derart selbstverstärkende Effekte ähneln einer Situation des ‘Prisoners Dilemma’, wobei das eigene Handeln vom Verhalten anderer abhängig ist und zu selbsterfüllenden Prophezeiungen führen kann⁴⁹⁰.

Shinasi/Smith⁴⁹¹ zeigen, dass derartige ‘Value-at-Risk’ Modelle durchaus zur Erklärung des Anlageverhaltens seitens internationaler Investoren beitragen können. Der allgemeinen Portfoliotheorie zufolge lassen sich zwei Grundregeln beobachten. Zum einen kann eine Verschlechterung einer Investition zu einer Reduzierung anderer gleichartiger Risikoanlagen führen. Zum anderen wird ein betroffener Investor immer dann risikoreiche Anlagen verkaufen, sobald der

Anleger im weiteren Verlauf durch Investoren ersetzt werden, die diese angeblich geringe Gefahr des Scheiterns oder besser des Endes einer Boomphase in Kauf nehmen.

⁴⁸⁹ Eichengreen/Hale/Mody (2000) konzentrieren sich in ihrer Untersuchung auf Anlagen in den Bondmarkt. Risikominimierung findet ihren Ergebnissen nach auch hinsichtlich der Fristigkeit von Staatsanleihen statt. Ihr ‘Flight to Quality’ Ansatz bedeutet demnach, dass Investoren in Krisenzeiten langfristige Anlagen in risikoarmen Ländern bevorzugen. Je höher der Anteil kurzfristiger Anlagen ist, desto höher das Anlagerisiko.

⁴⁹⁰ Kaminsky/Reinhart (2000) untersuchen ein solches Verhalten hinsichtlich der Russland krise 1998

⁴⁹¹ Shinasi/Smith (1999)

Gewinn aus diesem Portfolio geringer ist als die seine Finanzierungskosten⁴⁹². Der Verlust einer Position führt folglich zu einer Reduzierung aller anderen Position im Portfolio eines Investors. Dieser Umstand gilt nicht nur für den Bereich des Wertpapierhandels, sondern im Falle der Banken auch hinsichtlich der Entwicklung der Kreditstruktur. Ein Anstieg an non-performing loans in einem Krisenland kann zu einer Reduzierung der Kreditvergabe in das betroffene Land und in korrelierende Märkte führen⁴⁹³. Allerdings können diese Modelle nicht für die Krisenentwicklung allein verantwortlich gemacht werden⁴⁹⁴.

Dieser Prozess wird durch die Handhabung von Mutual-Fonds und Cross-Market-Hedging verstärkt. Sind Mutual Fonds etwa auf eine bestimmte Region ausgerichtet, werden bei einer Reduzierung des Risikos auch andere Länder der Region vom Kapitalabfluss betroffen. Ähnliches kann im Fall eines Cross-Market-Hedging beobachtet werden, bei dem Investoren ihre Portfolioausrichtung angesichts des makroökonomischen Risikos neu ausrichten. Eine derartige Neuausrichtung geschieht nicht nur in dem Fall, in welchem zwei Länder ein gleiches makroökonomisches Risiko aufweisen, sondern auch wenn der gemeinsame Risikofaktor durch ein Drittland gegeben wird⁴⁹⁵.

Eine weitere Variante dieses Investitionsverhaltens deutet darauf hin, dass die Auswirkungen nicht auf einem bestimmten Sektor oder korrelierende Bereiche beschränkt bleiben muss. Durch eine Krisenentwicklung kann die Liquidität eines Anlegers so weit betroffen sein, dass er seine Investitionen generell reduzieren muss. Dies kann etwa der Fall sein, wenn sich ein Investor mit Gewinnmitnahmen seitens seiner Kapitalgeber konfrontiert sieht oder diese in Zukunft zu erwarten hat⁴⁹⁶. Weiterhin können sich Investoren im Zuge eines erhöhten Anlagerisikos auch dazu veranlasst sehen, höhere Liquiditätsreserven aufzubauen, um die eventuellen oder bereits entstandenen Verluste des Gesamtportfolios zu minimieren⁴⁹⁷. Derartige Liquiditätsprobleme treten dann verstärkt auf, wenn sich Geschäftsbanken oder private Investoren verstärkt

⁴⁹² Kodres/Pritsker (2000) sprechen in diesem Zusammenhang von einem 'welth shock' für die Investoren, die zu einer Neuausrichtung des Portfolios führen kann.

⁴⁹³ Folkerts-Landau/Garber (1998)

⁴⁹⁴ Shinasi/Smith (1999) bieten eine kurze Darstellung der allgemeinen Portfoliotheorie und gehen in ihrer Untersuchung von der viel geäußerten Annahme aus, dass gerade im Zuge der Russlandkrise derartige Value-at-Risk Modelle und Regeln zu beobachten waren.

⁴⁹⁵ Vgl. Kodres/Pritsker (1999)

⁴⁹⁶ Kaminsky/Lyons/Schmuckler (2000a)

⁴⁹⁷ Vgl. dazu Goldfajn/Valdes (1997a), Baig/Goldfajn (1999), Kaminsky/Schmuckler (1999) und Pritsker (2000)

auf eine bestimmte Region konzentrieren. Geraten dabei die Anlagen eines Landes unter Druck, müssen zwangsläufig die Investitionen aus anderen Ländern der Region abgezogen werden, um den Liquiditätsanforderungen zu entsprechen. Ein entsprechender Sachverhalt ergibt sich vor allem hinsichtlich der Beurteilung von Mutual Funds und Hedging Operationen⁴⁹⁸.

Ein auf diese Weise unter Druck geratener Investor hat entweder die Möglichkeit, die bereits unter Druck geratenen Anlagen zu verkaufen und damit einen erheblich niedrigeren Preis zu erzielen, oder aber Anteile zu verkaufen, die bislang nicht betroffen waren und eine wesentlich höhere Rendite abwerfen⁴⁹⁹. Auch in diesem Fall verläuft der Transmissionsmechanismus nicht nur innerhalb verschiedener Sektoren eines Landes, sondern auch zwischen verschiedenen Sektoren unterschiedlicher Staaten.

2.3.3 ‘Investor Sentiment’

Während die Änderung der Anlageportfolios und der damit zusammenhängende Kapitalabfluss im obigen Fall entweder auf die Anlagestrategien der Investoren oder deren Reaktion auf die Entscheidungen ihrer Anleger zurückzuführen ist, steht im Fall des ‘Investor Sentiment’ der Aspekt der Informationsproblematik als Transmissionsmechanismus im Vordergrund. Im Zentrum stehen dabei sowohl die Informationsbeschaffung vor dem Hintergrund unvollständiger Information und den damit verbundenen Kosten, als auch der Wandel in der Bewertung der verfügbaren Informationen im Zuge von Krisen⁵⁰⁰.

2.3.3.1 Unvollständige Informationen

Unvollständige Informationen können dazu führen, dass Investoren ihr Verhalten dem Marktverhalten anderer Anleger anpassen, statt auf eigene Analysen über die wirtschaftliche

⁴⁹⁸ Kaminsky/Reinhart (1998b); Kodres/Pritsker (1999)

⁴⁹⁹ Vgl. Frankel/Schmuckler (1996a) und Calvo (1999a)

⁵⁰⁰ In einem gewissen Ausmaß entspricht dieses Vorgehen dem bereits benannten Herding Behavior. Es geht jedoch darüber hinaus und spezifiziert die Beweggründe, die hinter diesem Vorgehen stehen. Von daher

Situation eines Landes auf Grundlage der ökonomischen Fundamentaldaten zurückzugreifen. Diesem Verhalten kann zum einen die Befürchtung zugrunde liegen, dass anderen Marktteilnehmern Informationen zur Verfügung stehen, die dem einzelnen Investor nicht zugänglich sind. Zum anderen besteht die Gefahr, dass bei Nichtbefolgen des allgemeinen Marktverhaltens das eigene Anlageverhalten unabhängig von den eigenen Einschätzungen des Marktes durch massive Verluste bestraft wird⁵⁰¹.

Ein weiterer Aspekt basiert auf der Tatsache, dass das Sammeln von Informationen und deren schnelle Verfügbarkeit einen wesentlichen Kostenfaktor darstellt. Diese Kosten steigen, je mehr Länder als Investitionsstandorte in Frage kommen und je höher die Diversifikation des Anlageportfolios des Investors ist. Je größer also der Markt für Investitionen ist, desto höher sind die relativen Kosten für vollständige Information und desto geringer ist die Bereitschaft der Investoren, sich an diesen zu beteiligen.

Ein ähnlicher Effekt lässt sich bei der Unterteilung in große und kleinere Investoren hinsichtlich des Anlageportfolios beobachten. Der Kostenaufwand zur Informationsbeschaffung für kleinere Investoren ist dabei oftmals zu hoch⁵⁰². Eine Folge davon ist, dass aufgrund der entstehenden Kosten die Menge der Information über die einzelnen Länder abnimmt und dadurch die Investitionen sensibler werden. Contagion-Effekte treten demnach um so häufiger und stärker auf, je größer der Markt möglicher Investitionen, und je höher der Anteil fixer Kosten an den Gesamtkosten ist⁵⁰³.

Neben diesen externen Effekten unvollständiger Informationen existieren interne Effekte, die sich auf die Portfolioausrichtung selbst beziehen. Innerhalb eines bestimmten Rahmens vollzieht sich die Auswahl des Anlageportfolios willkürlich⁵⁰⁴. Die je nach Ausrichtung des Portfolios entstehenden variablen Kosten richten sich nach der Performance der Anlagen. Ändern sich aufgrund eines Gerüchtes die Renditeerwartungen innerhalb des Portfolios, kann es zu Um-

handelt es sich im Folgenden um rationales Verhalten, während es sich im Fall des Herding Behavior um irrationales Verhalten seitens der Investoren handelt.

⁵⁰¹ Vgl. Schinasi/Smith (1999); Calvo/Mendoza (1997)

⁵⁰² Agenor/Aizenmann (1998)

⁵⁰³ Calvo/Mendoza (1997)

⁵⁰⁴ Calvo/Mendoza (1997) sprechen hierbei von einer 'Contagion Range', innerhalb derer Investoren ihr willkürliches Marktportfolio rational auswählen.

schichtungen innerhalb des Portfolios kommen⁵⁰⁵. Dabei besteht ein wesentlicher Unterschied zwischen inländischen Investoren, deren Einblick in die Marktstrukturen weitaus größer ist und deren Informationskosten allein für den inländischen Markt entstehen, und ausländischen Investoren, deren Informationskosten sich auf mehrere Länder verteilen und daher weniger detailliert sein können⁵⁰⁶. Da in Emerging Markets wiederum der Anteil ausländischer Investoren weitaus größer ist, als in Industrieländern, sind auch die Auswirkungen im Falle eines Kapitalabzugs höher. Durch die Globalisierung der Anlagemärkte verstärken sich die Contagion-Effekte, da sich auch der Rahmen der Portfolios erweitert.

2.3.3.2 Bewertung der vorhandenen Informationen

Neben der Problematik mangelnder Informationen wird auch eine Änderung in der Bewertung der vorhandenen Informationen als Ursache von Contagion-Effekten betrachtet. In diesem Fall führt der Ausbruch einer Krise in einem Land zu einem 'wake-up call' und damit zu einer Überprüfung der Beurteilung der Informationen und Daten in anderen Ländern⁵⁰⁷. Länder mit weniger optimalen wirtschaftlichen Fundamentaldaten können durch die Neubewertung der Daten oder die geänderte Risikobewertung von Contagion betroffen werden.

Gemäß dieser Annahme herrscht unter den Marktteilnehmern nicht nur Unsicherheit hinsichtlich der ökonomischen Fundamentaldaten aufgrund unvollständiger Informationen. Aufgrund der mangelnden Erfahrungen mit Reformprogrammen herrscht auch Unklarheit über die Effektivität der Wirtschaftspolitik und den Reformkurs, den ein Land eingeschlagen hat. Daher kann ein Krisenszenario in einem Land relevante Informationen zu den Auswirkungen der eingeschlagenen Wirtschaftspolitik liefern und zu Lerneffekten hinsichtlich der Wirkungsweisen der Reformpolitik in Ländern mit vergleichbarem wirtschaftspolitischen Vorgehen führen.

Diese Annahme einer Neubewertung von Informationen und der ökonomischen Fundamentaldaten hat dabei vielfach Kritik an der realen Existenz von Contagion-Effekten hervorge-

⁵⁰⁵ Kaminsky/Schmuckler (1999) etwa weisen während der Asienkrise einen deutlichen Einfluss auf die Kursentwicklung der betroffenen Länder durch der Entwicklung in anderen Ländern und bezüglich der veröffentlichten Informationen von Seiten internationaler Institutionen und Rating Agenturen nach.

⁵⁰⁶ Vgl. Frankel/Schmuckler (1996b)

bracht. Bordo et al.⁵⁰⁸ sprechen etwa von einem ‘pseudo systemic risk’ und führen in ihrer Untersuchung die nachfolgenden Finanzkrisen anderer Länder auf die zeitgleiche Existenz schlechter Fundamentaldaten führen. Ein weiterer Kritikpunkt zielt auf die vermuteten Ähnlichkeiten zwischen den verschiedenen Krisenländern ab. Hinsichtlich der Pesokrise 1994 ist jedoch nicht klar, worin die Ähnlichkeiten etwa zwischen Argentinien und Mexiko konkret bestehen und warum kurze Zeit später wieder ein hohes Engagement der Investoren nach Lateinamerika zu beobachten war⁵⁰⁹.

Ein anderes Resultat ergibt sich, sobald ein ‘wake-up call’ nicht als Lerneffekt der Marktteilnehmer interpretiert wird und somit zu einem objektiv besseren Ergebnis bei der Analyse der vorhandenen Daten führt, sondern als Wechsel zwischen multiplen Gleichgewichtszuständen einer Volkswirtschaft verstanden wird. Der Wechsel zwischen den Gleichgewichten geschieht dabei nicht aufgrund objektiver Erkenntnisfortschritte hinsichtlich des Funktionierens einer Wirtschaftspolitik, sondern allein aufgrund der subjektiven Einschätzung der relevanten Daten. Der Theorieansatz multipler Gleichgewichte erklärt demnach nicht nur spekulative Attacken auf scheinbar gesunde Volkswirtschaften, sondern auch das gehäufte Auftreten von Krisenszenarien als Folge von Contagion-Effekten⁵¹⁰.

⁵⁰⁷ Eichengreen/Rose/Wyplosz (1996); Eichengreen/Rose (1999); Goldstein (1998)

⁵⁰⁸ Bordo/Mizrach/Schwartz (1995); Vgl. Schwartz (1998). Dabei ist auch zu beachten, dass das Konzept des ‘wake-up call’ von Eichengreen/Rose/Wyplosz (1996) zunächst auf den Zusammenbruch fixer Wechselkursysteme in Europa ausgerichtet war, und der Transmissionsmechanismus zwischen den Ländern eher auf ‘trade spillovers’ zurückzuführen war.

⁵⁰⁹ Masson (1999). Gleiches gilt etwa für die Annahme des ‘Crony Capitalism’ als Ursache eines ‘wake-up’ hinsichtlich der Asienkrise.

⁵¹⁰ Masson (1999) vertritt diesen Ansatz multipler Gleichgewichte, spricht dabei jedoch nicht von einem ‘wake-up call’, sondern von einem ‘sunspot’.

2.4 Abschließende Bemerkung

Bei der Untersuchung möglicher Übertragungswege wird deutlich, dass sich Contagion-Effekte auf durchaus vielfältige Art und Weise regional und überregional ausbreiten können. Zu den bereits existierenden klassischen Transmissionsmechanismen traten in den neunziger Jahren wenn auch nicht unbedingt vollkommen neue, so doch aufgrund der höheren Abhängigkeit von Portfolioinvestitionen in ihren Konsequenzen weitaus relevantere Formen der Übertragung von Währungsmechanismen.

Zurückzuführen war diese Entwicklung vor allem auf die fortschreitende Integration der Emerging Markets in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte in den 90er Jahren. Aufgrund der geringen Größe dieser Märkte konnten schon geringfügige Änderungen im Anlageverhalten internationaler Investoren schwerwiegende Auswirkungen auf die wirtschaftliche Situation des Landes haben. 'Investor Behavior' führt dabei zu einer ständigen Überprüfung und Angleichung des Anlageportfolios hinsichtlich der zu erwartenden Rendite oder der bloßen Performance der Anlagen. 'Investor Sentiment' hingegen spiegelt die abnehmende Bedeutung fundamentaler wirtschaftlicher Rahmendaten als Informationsgrundlage von Investitionsentscheidungen wider. Ein Großteil der Investitionsentscheidungen findet demnach aufgrund täglicher Preisveränderungen dieser Anlagen statt⁵¹¹. Dies kann auch zu der Erklärung beitragen, warum Fondsmanager ihre Anlagen weitaus schneller aus Krisenregionen abziehen als viele Geschäftsbanken⁵¹².

Ein Resultat dieser finanziellen Verflechtungen ist darin zu sehen, dass Länder weitgehend ungeachtet ihrer nationalen ökonomischen Fundamentaldaten massive Kapitalabflüsse zu verzeichnen hatten. Ausschlaggebend ist lediglich, dass sie bei Ausbruch einer Krise in einem anderen Land aus Sicht der Investoren entweder ein höheres Anlagerisiko bergen, oder sie überproportional in den Portfolios der Investoren vertreten sind. Ein weiteres Resultat ist darin zu sehen, dass Krisenszenarien auch ohne veränderte Risikoeinschätzung oder einer Neubewertung des Anlagerisikos stattfinden kann. Verantwortlich dafür können entweder Anlagenverkäufe zur Kompensation von Verlusten an anderer Stelle oder eine ausschließlich renditeein-

⁵¹¹ Vgl. BIS (1999)

⁵¹² BIS (1998) bezieht sich dabei auf die Untersuchung des Anlegerverhaltens während der Asienkrise 1997

tierte Portfolioausrichtungen der Investoren sein⁵¹³. Dennoch bleibt das Argument bestehen, dass nachfolgende Krisen erst durch das auslösende Moment im Ursprungsland stattfinden können. Eine reine Willkür spekulativer Attacken lässt sich in dieser Hinsicht nicht belegen.

Unberücksichtigt bleiben hingegen mikroökonomische Strukturen, die zur Ausbreitung von Contagion-Effekten beitragen können. Dazu gehört etwa die Rolle von Rating Agenturen und anderen informationsliefernden Institutionen privatwirtschaftlicher Art bei der Beurteilung von Informationen. Gleichzeitig sind auch die technischen Analysemittel und Softwareprogramme meist nahezu identisch und erleichtern folglich eine einheitliche Beurteilung und Reaktion unter den Anlegern⁵¹⁴.

Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass sich die Existenz von Contagion-Effekten durchaus erklären lässt und die unterschiedlichen Wege der Übertragung weitgehend identifiziert sind. Die gesteigerte Integration in die globalen Finanz- und Kapitalmärkte bedeutete für Mexiko und andere Emerging Markets einerseits einen erneuten Zugang zu dringend benötigtem Kapital, andererseits aber auch eine erhöhte Kapitalmobilität und dadurch eine erhöhte Vulnerabilität der Volkswirtschaft. Diese gesteigerte Verletzbarkeit resultierte einerseits aus der Änderung der Kapitalquellen, da nun hauptsächlich private Investoren am Markt tätig waren, andererseits aus der fortschreitenden technologischen Entwicklung, die dem privaten Anleger die Möglichkeit bietet, sein Portfolio weltweit und zu äußerst geringen Kosten auszurichten. Eine quantitative Beurteilung der Contagion-Effekte lässt sich jedoch aufgrund der Komplexität nicht erreichen.

In Kontext einer fortschreitenden Integration in die internationalen Märkte und der damit verbundenen steigenden Abhängigkeit von internationalen Kapitalzuflüssen wird die abnehmende Relevanz volkswirtschaftlicher Fundamentaldaten offenkundig. Die Investitionsentscheidungen internationaler Kapitalanleger richtet sich in zunehmenden Maße nach Renditeerwartungen und Portfolioausrichtungen und ist dadurch weitaus stärker von kurzfristigen Entscheidungen und den tagtäglichen Kursschwankungen der Anlagepapiere abhängig. Hinzu kommt der stetig zunehmende Anteil privater Investoren, die hauptsächlich in leicht handelbare Anlageformen in-

⁵¹³ Vgl. Bussiere/Mulder (1999)

⁵¹⁴ Eine eingehende Untersuchung dieser Faktoren kann hier nicht erfolgen, da dies den Rahmen der Arbeit sprengen würde.

vestieren. Eine direkte Verbindung von internationalen Kapitalgebern und nationalen Kapitalnehmern ist somit weit weniger gegeben als etwa im Kontext einer Kreditvergabe von internationalen Geschäftsbanken.

Ein Phänomen, dass sich aus diesem Zusammenhang ergibt, besteht in den hohen Kapitalmarktschwankungen und der hohen und steigenden Volatilität privater Kapitalzuflüsse. Aufgrund der relativ kleinen Finanz- und Kapitalmärkte in Emerging Markets können schon relativ geringe Fluktuationen im Portfolio internationaler Anleger zu hohen Schwankungen an den Märkten führen. Eine derartig hohe Volatilität mit den verbundenen negativen Auswirkungen auf die Volkswirtschaften von Emerging Markets kann somit auch völlig unabhängig von der Entwicklung der ökonomischen Fundamentaldaten stattfinden. Relevant ist vielmehr die Art und Tiefe der Exposition des Landes gegenüber den internationalen Märkten.

Fazit

Die Suche nach gemeinsamen Indikatoren der Krisenszenarien der 90er Jahre in Mexiko, Asien, Russland und Brasilien verlief insofern enttäuschend, als dass die Entwicklung volkswirtschaftlicher Fundamentaldaten nur bedingt für die spekulativen Attacken verantwortlich gezeichnet werden konnten. Somit bestätigten sich die Ergebnisse aus der Analyse der Pesokrise, die auf bislang nicht berücksichtigte Ursachen von Währungs- und Finanzkrisen hindeuteten. Der Hinweis auf regionale Zusammenhänge verwies weiterhin auf neuere Transmissionsmechanismen von Währungskrisen.

Die Untersuchung der Contagion-Effekte bot einen Ansatz, der die hohen Fluktuationen an den Kapitalmärkten und die abnehmende Relevanz volkswirtschaftlicher Fundamentaldaten als Ursache derartiger Krisen hinreichend erklären konnte. Die maßgeblichen Phänomene dieser Contagion-Effekte waren auf die fortschreitende Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte und die zunehmende Abhängigkeit der Emerging Markets von volatilen Kapitalzuflüssen zurückzuführen. Die Volatilität wurde noch durch die Tatsache gesteigert, dass dem hohen internationalen Kapitalvolumen nur kleine nationale Märkte gegenüberstanden.

Die Ursachen der hohen Volatilität und der Contagion-Effekte ergaben sich aus dem geänderten Anlegerverhalten internationaler Investoren und der Art ihrer Kapitalanlagen, die jederzeit verfügbar waren und frei auf den Märkten gehandelt werden können. Die Entscheidungen der Investoren richteten sich somit vermehrt nach kurzfristigen Renditeerwartungen und aktuellen Preisentwicklungen ihrer Anlagen. Langfristige Entwicklungsperspektiven hingegen traten als Einflussgröße der Investitionsentscheidung weiter in den Hintergrund. Dafür spricht auch die zeitliche Begrenzung der Liquiditätsengpässe, die oftmals nur wenige Wochen dauerte.

Kapitel V: Prävention von Contagion-Effekten

Als letzte Gruppe neuerer Theorieansätze sind schließlich diejenigen Untersuchungen zu nennen, die sich mit der Prävention der Auswirkungen von Contagion-Effekten beschäftigen. Zum einen wurde als Ursache der negativen Konsequenzen dieser Effekte der Grad der Integration eines Landes in die internationalen Märkte angeführt, zum anderen wurde vielfach geäußert, dass die Auswahl eines Wechselkurssystems mit quasi-fixen Kursverhältnissen hauptsächlich für die Entwicklung von Krisen verantwortlich gemacht werden kann.

Ziel von Contagion-Effekten waren vornehmlich Länder, die ein quasi-fixes Wechselkursregime aufwiesen und deren Währungen von offizieller Seite verteidigt wurden, so dass eine spekulative Attacke gegen den Wechselkurs vorteilhaft sein konnte. Die Suche nach optimalen Wechselkurssystemen mündete schließlich in der aktuellen Debatte um Dollarisierung und frei floatende Systeme⁵¹⁵. Dabei soll Dollarisierung einen weitgehenden Schutz vor Contagion-Effekten bewirken, während frei floatende Systeme lediglich die Auswirkungen dieser Effekte mindern helfen sollen.

Als zweite Möglichkeit präventiver Maßnahmen wird in der aktuellen Debatte der Aufbau und die Wirksamkeit von Kapitalverkehrskontrollen kontrovers diskutiert. Derartige Kontrollen sollen, etwa wie ein Schutzzoll für Handelsgüter, als protektionistische Maßnahme des nationalen Finanz- und Kapitalmarktes wirken. Wie die Erfahrungen mit Wechselkurssystemen und Kapitalverkehrskontrollen jedoch zeigen, ist die Wirksamkeit und Durchführbarkeit derartiger protektionistischer Maßnahmen durchaus fragwürdig. Daher sollen im Anschluss an diese theoretischen Debatte die Erfahrungen Mexikos im Verlauf der Pesokrise und die Reaktion auf die Krisenszenarien in Asien, Russland und Brasilien dargestellt werden.

Im Folgenden wird zunächst auf die Probleme quasi-fixer Wechselkurssysteme im Zusammenhang mit den geänderten internationalen Rahmenbedingungen und der fortschreitenden Inte-

⁵¹⁵ Im Kontext von Dollarisierung wird auch häufig von optimalen Währungsräumen vergleichbar mit der Euro-Zone in Westeuropa gesprochen (vgl. Hausmann/Gavin et al. (1999) und Hausman (2000)). Zur Vereinfachung der Debatte soll auf dieses Modell jedoch nicht explizit eingegangen werden.

gration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte eingegangen. Diese Probleme sind sowohl auf systeminhärente als auch auf nicht systeminhärente Probleme zurückzuführen sind.

Die schlechten Erfahrungen mit ERBS führte schließlich zu einer Diskussion um optimale Währungssysteme in Emerging Markets, die im nachfolgenden Teil dargestellt wird. Gegenstand der Diskussion sind die Möglichkeiten der Prävention von spekulativen Attacken aufgrund von Contagion-Effekten. Gleiches gilt für die parallel dazu stattfindenden Debatte um die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen als präventives Mittel.

Nach der Diskussion um die Ursachen von Contagion-Effekten und möglichen präventiven Maßnahmen sollen nun die Auswirkungen anderer Krisenszenarien in Asien, Russland und Brasilien auf die wirtschaftliche Entwicklung des Landes kurz dargestellt werden. Abschließend erfolgt eine kurze Beurteilung der Performance der mexikanischen Wirtschaft im Vergleich zu anderen Ländern.

1. Probleme quasi-fixer Wechselkurssysteme in EMs

Im Zuge der Finanzkrisen in den neunziger Jahren wurde verstärkt über neue Möglichkeiten nachgedacht, den hohen Wechselkursschwankungen vor dem Hintergrund der Volatilität der Finanz- und Kapitalströme zu begegnen. Das erklärte Ziel war die Errichtung eines stabilen Wechselkurssystems⁵¹⁶. Die Erfahrungen von quasi-fixen Wechselkursregimen, die seit den späten achtziger Jahren vornehmlich als Mittel zur Inflationsbekämpfung und einer Stärkung des Anlegervertrauens etabliert wurden, hat dabei zu einer Diskussion über die Einführung neuer Wechselkurssysteme in den Emerging Markets geführt⁵¹⁷.

In diesem Zusammenhang kann eine Krise in einem plötzlichen Vertrauensverlust der Anleger in die Wirtschaft eines Landes interpretiert werden, dass seinen Wechselkurs an den US-Dollar oder einer anderen Ankerwährung gebunden hat. In der Theorie muss das betroffene Land aufgrund sinkender Kapitalzuflüsse und abnehmender Devisenreserven zur Verteidigung seines Wechselkurses zu Zinserhöhungen greifen. Um eine durch eine derartige restriktive Geldpolitik verursachte schwindende wirtschaftliche Gesamtnachfrage zu kompensieren, muss der Staat weiterhin seine Ausgaben erhöhen.

Da Glaubwürdigkeit und Investitionsvertrauen jedoch auch an eine rigide Fiskalpolitik gekoppelt sind, können derartige Maßnahmen nicht ergriffen werden was wiederum zu einer weiteren rezessiven Entwicklung der Wirtschaft beitragen kann⁵¹⁸. Aufgrund der Probleme, die sich aus diesem Zusammenhang ergaben, stellte sich demzufolge die Frage, warum eine Verteidigung des Wechselkurses weiterhin betrieben werden sollte⁵¹⁹.

Die Einführung von ERBS und anderen quasi-fixen Wechselkurssystemen in den achtziger Jahren war eine Reaktion auf die Anforderungen der damaligen Situation. Die Probleme Mexi-

⁵¹⁶ Eine Kurzdarstellung der Probleme von ERBS - Systemen bietet Sobolev (2000)

⁵¹⁷ Nach Sachs (1999) war nicht die Abwertung der Währung selbst, sondern deren Verteidigung im Vorfeld der Krise ausschlaggebend für die Panik an den Finanzmärkten verantwortlich. Einen Überblick über die frühe Diskussion um fixe und floatende Wechselkurssysteme vor 1990 bieten Caramaza/Aziz (1998)

⁵¹⁸ Krugman (1999b, 133) zufolge ergab sich aus den Krisenszenarios eine ' Confidence Game Economic Policy' zur Wiederherstellung des Anlegervertrauens, bei dem die Wahrnehmung und die bestehenden Vorurteile der Anleger identifiziert und berücksichtigt werden müssen. Die Wirtschaftspolitik wird somit „(to) an exercise in amateur psychology“:

kos lagen unter anderem in der Glaubwürdigkeitsproblematik aufgrund der Erfahrungen im Vorfeld und im Zuge der Schuldenkrise von 1982 und dem mangelnden oder nicht vorhandenem Zugang zu internationalem Kapital. Die Anforderungen in den neunziger Jahren ergaben hingegen aus der hohen Kapitalmobilität, die entweder schnelle und flexible Antworten auf diese Phänomene benötigen oder von vornherein vermieden werden mussten⁵²⁰.

Klein/Marion⁵²¹ kommen in ihrer Untersuchung über die Bestandsdauer von quasi-fixen Wechselkursregimen zu dem Ergebnis, dass die durchschnittliche Dauer einer derartigen Währungsanbindung bis zu seiner Aufgabe oder Neubestimmung des 'Pegs' in den Ländern Lateinamerikas bei durchschnittlich zehn Monaten liegt.

Aus einer derartigen historischen Perspektive erscheint es also sinnvoll, Währungssysteme nicht als 'ultima ratio' zu betrachten, sondern als wandelbar und als Antwort auf aktuelle Problemstellungen einzuordnen. Die Wahl zwischen fixen und floatenden Wechselkurssystemen ist demnach abhängig von der Art interner und externer Anforderungen an die Wirtschaft oder der Art der erlittenen Schocks.

⁵¹⁹ Sachs (1999)

⁵²⁰ Die Frage, die sich für Mexiko stellt, liegt darin, ob Mexiko die Fähigkeit besitzt, ein solches System aufzubauen und den darin implizierten Anforderungen entspricht.

⁵²¹ Klein/Marion (1997)

1.1 Systeminhärente Probleme

Deflationsprogramme mit einem quasi-fixen Wechselkurs als nominalen Anker in Ländern mit chronischer Inflation sahen sich in den neunziger Jahren erheblichen Problemen gegenüber. Dieses ERBS-Syndrom beinhaltete eine zunächst wachsende wirtschaftliche Aktivität, die im wesentlichen durch hohe Kapitalzuflüsse finanziert wurde. Begleitet wurde diese Entwicklung von einer realen Aufwertung der Währung und steigenden externen Ungleichgewichten, die schließlich zu Finanzkrisen und der Aufgabe der Wechselkursparität führten.

Zur Erklärung dieses Sachverhaltes stehen zwei theoretische Ansätze zu Verfügung. Zum einen ist dabei die Theorie der Inertia Inflation zu nennen, die sich sowohl aus dem Phänomen einer rückwärts gerichteten Indexierung der zukünftigen Abwertungsrate ergibt, als auch auf eine systembedingte anfänglich hohe Nachfrage zurückzuführen ist, welche die Anpassung der Inflationsrate an die vorgegebene Abwertungsrate behindert. Trotz Fixierung des nominalen Wechselkurses steigen bei diesem Ansatz das Lohnniveau und die nationalen Preise weiter an⁵²².

Das Credibility-Argument stellt den zweiten theoretischen Ansatz des ERBS-Syndroms dar. Dabei führt die vermutete zukünftig höhere Inflationsrate zu höherem Konsum und sinkender Sparrate, was schließlich zu einer realen Aufwertung der Währung führt. Calvo/Mendoza⁵²³ führen die Entwicklung der Pesokrise auf das schwindende Vertrauen in das Stabilisierungsprogramm zurück.

Um diese schon im Vorfeld bekannten negativen Effekte der ERBS abzumildern, wurde in Mexiko neben den bereits erwähnten Lohn- und Preiskontrollen auch eine rigide Geldpolitik als zusätzlicher nominaler Anker angewandt, wonach das Geldangebot als zusätzliches Steuerungselement fungieren sollte⁵²⁴. Calvo/Mendoza⁵²⁵ sehen in der Ausweitung der Geldbasis im Vorfeld der Pesokrise ein Abrücken von dieser Politik, welche zu weiterem Vertrauensverlust

⁵²² Edwards (1996b) weist bei der Untersuchung der mexikanischen Erfahrungen mit ERBS ein durchgehendes Maß an Inertia Inflation fest und führt diese auf eine 'backward-looking indexation' und mangelnde Glaubwürdigkeit des Programms zurück.

⁵²³ Calvo/Mendoza (1995)

⁵²⁴ Edwards (1996c) kommt weiterhin zu dem Ergebnis, daß die Durchhaltbarkeit von ERBS höher zu sein scheint, wenn sie von Kapitalverkehrskontrollen begleitet werden.

⁵²⁵ Calvo/Mendoza (1995) beziehen sich dabei auf die Geldmenge M2.

und schließlich zur Pesokrise beitrug. Kamin/Rogers⁵²⁶ hingegen führen die Ausweitung der Geldbasis auf 'demand-shocks' zurück. Diese Schocks reflektieren jedoch keine exzessive Ausweitung des Geldangebotes, sondern sind auf eine wachsende Devisennachfrage zurückzuführen, so dass von einer Vernachlässigung des geldpolitischen Ankers nicht ausgegangen werden kann. Dementsprechend ist die Ausweitung der Geldbasis nicht auf die Sterilisierung der Kapitalabflüsse zurückzuführen sondern stellt vielmehr ein weiteres systeminhärentes Problem des Wechselkursregimes dar.

Der Vorteil der bisherigen Programme lag in der zügigen Beseitigung hoher Inflationsraten. Mittel- und langfristig jedoch kam es zu wachsender realer Aufwertung und anderer systeminhärenter Probleme. Aufgrund dieser hinreichend bekannten Problematik mit ERBS und dem Problem der realen Aufwertung der nationalen Währung ist klar, dass eine 'Exit-Strategy' notwendig ist, um einen langfristigen Erfolg dieses Systems sicherzustellen und die negativen Auswirkungen des ERBS-Syndroms zu vermeiden⁵²⁷.

1.1.1 Exit-Strategien

Im Hinblick auf die im Vorfeld der Pesokrise bekannten Probleme mit ERBS und der tatsächlichen Entwicklung relevanter wirtschaftlicher Rahmendaten in Mexiko stellte sich für einige Autoren weniger die Frage, wie es zu der spekulativen Attacke auf den Peso kam, sondern wie es Mexiko so lange gelang, eine derartige Politik über einen längeren Zeitraum beizubehalten⁵²⁸. Die Kritik richtete sich dabei jedoch nicht gegen die Einführung von ERBS, deren Wirksamkeit zur Bekämpfung hochinflationärer Entwicklungen unbestritten bleibt, sondern vielmehr gegen die mangelnde Flexibilität des Systems⁵²⁹.

⁵²⁶ Kamin/Rogers (1996)

⁵²⁷ Untersuchungen von Tornell/Velasco (1995a/b) weisen weiterhin darauf hin, daß die zuvor getroffene Annahme, daß quasi-fixe Wechselkurssysteme ein höheres Maß an fiskalpolitischer Disziplin beinhalten, aufgrund der Glaubwürdigkeitsproblematik einer erneuten Überprüfung bedürfen.

⁵²⁸ Siehe etwa die Äußerungen von Krueger (1997b, 29)

⁵²⁹ Vgl. Reinhart/Vegh (1996)

Die Notwendigkeit einer frühzeitigen weiteren Flexibilisierung des Währungssystems wurde dabei von vielen anerkannt. Dornbusch/Werner⁵³⁰ verweisen darauf, dass:

„as useful as exchange rate pegging is at the outset, it is equally important to eliminate it as soon as possible“

und Sachs/Tornell/Velasco⁵³¹ kommen bei ihrer Untersuchung zu dem Schluss, dass:

„(p)egging seems to be extremely important in the early stages of a stabilization program (...). But just as important is to get out of the fixed exchange rate system in time.“

Basierend auf einer Langzeitstudie des IMF befassen sich Eichengreen et al.⁵³² mit der Thematik eines optimalen Zeitpunktes einer Exit-Strategie und den Bedingungen die erfüllt sein müssen, um ein derartiges Vorhaben erfolgreich zu gestalten. Die wesentlichen Aussagen dieser Untersuchung liegen in der Feststellung, dass eine Mehrzahl der Emerging Markets von einer höheren Wechselkursflexibilität profitieren würden. Vor einem Ausstieg aus einem System quasi-fixer Wechselkurse sollte jedoch bereits eine rigide Fiskal- und Geldpolitik etabliert worden sein. Des weiteren sollte der Ausstieg zu einem Zeitpunkt erfolgen, zu dem noch ausreichende Kapitalzuflüsse verzeichnet werden können.

Theoretisch erscheint ein Ausstieg dann sinnvoll, wenn die zu erwartenden Vorteile aus der Bekämpfung der Inflation den Nachteilen aus der realen Währungsaufwertung entsprechen. Ein frühzeitiger Ausstieg würde den Erfolg des Programms in Frage stellen, ein zu später Ausstieg kann andererseits zu einer spekulativen Attacke führen. Die Bestimmung des optimalen Zeitpunkts gestaltet sich in der Praxis jedoch schwierig und lässt viel Spielraum für Spekulationen⁵³³.

Wie gezeigt wurde in Mexiko zunächst versucht, den Ansprüchen höherer Flexibilität durch ein Crawl des Peso zu entsprechen. Schließlich wurde das System durch die Einführung eines

⁵³⁰ Dornbusch/Werner (1994, 281)

⁵³¹ Sachs/Tornell/Velasco (1995, 32)

⁵³² Eichengreen/Masson/Savastano/Sharma (1999). Vgl. Eichengreen/Masson (1998), Edwards (2000a) benennt noch eine Reihe weiterer Autoren zu diesem Thema.

Wechselkursbandes komplimentiert, der dem Peso einen gewissen Schwankungsbereich zuwies und somit die Möglichkeit eröffnete, in geringem Maße auf negative externe Einflüsse zu reagieren. Dennoch können derartige Maßnahmen nicht als Exit-Strategie klassifiziert werden.

Trotz aller ökonomischen Schwierigkeiten, die sich aus einer Festlegung eines optimalen Zeitpunktes ergaben, blieb ein wesentliches Problem politischer Natur. In den meisten der betroffenen Länder existierten keine unabhängigen Zentralbanken, die einen solchen Prozess hätten einleiten und observieren können. Selbst wenn eine solche Institution existierte, lag wie in Mexiko die Wechselkurspolitik in den Händen des Finanzministeriums und somit der Regierung. Die Entscheidung eines Regimewechsels oblag folglich der jeweiligen Regierung. Kurzfristige politische Motivationen mussten dabei nicht mit längerfristigen ökonomischen Notwendigkeiten übereinstimmen. Ein wesentliches Hemmnis im Vorfeld der Pesokrise stellte etwa die Präsidentschaftswahl im August 1994 dar. Somit war die Bereitschaft, kurz vor den Wahlen ein entscheidenden Wandel in der Wechselkurspolitik mit den damit verbundenen Risiken einzugehen, äußerst gering⁵³⁴.

Aber auch ohne anstehende Wahlen scheinen sich politische Instanzen eher auf kurzfristige Effekte zu konzentrieren. Gerade diese Diskrepanz kurz- und langfristiger Ziele und die gerade für Emerging Markets damit verbunden Glaubwürdigkeitsproblematik führte in der Vergangenheit zur Einführung quasi-fixer Wechselkurssysteme.

⁵³³ Dabei geht es zum einen um die Frage, ob die Inflationsrate auf einstellige Raten zurückgefahren werden muß, um einen langfristigen Erfolg zu garantieren, zum anderen um die schwierige Bestimmung hinsichtlich der Aussage, ob die nationale Währung überbewertet ist oder steigende wirtschaftliche Potenz widerspiegelt.

⁵³⁴ Als weiterer Aspekt mangelnder Reformbereitschaft wurden weiterhin häufig die politischen Ambitionen des scheidenden Präsidenten Salinas de Gortari angeführt, der als erster Präsident der neugegründeten WTO im Gespräch war.

1.2 Nicht systeminhärente Probleme

Neben dem ERBS-Syndrom wurden die Wechselkurssysteme hohen Kapitalzuflüssen und damit auch einer zunehmenden Volatilität an den Kapitalmärkten konfrontiert, die auf eine erhöhte Integration der betroffenen Länder in die internationalen Kapitalmärkte zurückzuführen war. Die dadurch erhöhten Anforderungen an die Flexibilität des Währungssystems waren durch die ERBS nicht gegeben⁵³⁵.

Charakteristisches Merkmal der ERBS ist die Unterordnung der Geld- und Wechselkurspolitik und ihrer Instrumente unter das Ziel der Einhaltung der Währungsanbindung. Als primäres Ziel wurden dabei Preisstabilität und Inflationsbekämpfung definiert. Die Geldmenge und die Zinsrate sind hierbei in das System eingebunden und stellen quasi einen exogenen Faktor dar, da sie den jeweiligen Anforderungen zur Aufrechterhaltung der Wechselkursparität unterworfen sind.

Mit fortschreitenden Kapitalzuflüssen und daraus resultierendem Aufwertungsdruck gestaltete es sich für Mexiko jedoch zunehmend schwierig, das Gleichgewicht zwischen Inflationsziel einerseits und Wechselkursparität andererseits zu halten⁵³⁶. Zunächst wurde versucht, dem Inflationsdruck durch sterilisierte Kapitalmarktinterventionen zu begegnen. Die Effektivität der zunächst verfolgten Sterilisierungspolitik ließ aufgrund des nur kleinen nationalen Kapitalmarktes mehr und mehr nach und führte zu einer überhöhten nationalen Zinsrate. Schließlich entstanden aufgrund der erforderlichen höheren Zinsen gegenüber den freien Kapitalmärkten nicht unerhebliche Kosten⁵³⁷. Durch die sterilisierten Interventionen veränderte sich nicht nur die Höhe, sondern auch die Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse, da vermehrt kurzfristige Portfolioinvestitionen angezogen wurden. Die Bemühungen Mexikos 1994, eine bevorstehende Krise durch eine kontrolliert niedrige Zinsrate abzuwenden, widersprachen jedoch der Prämisse der Preisstabilität. Um einen 'Run' auf Cetes Papiere zu verhindern, änderte Mexiko durch die Ausgabe von Tesobono-Papieren die Zusammensetzung der kurzfristigen Verschuldung, die durch Ausschaltung des Währungsrisikos ein geringeres Zinsniveau erforderten.

⁵³⁵ Vgl. Caramazza/Aziz (1998)

⁵³⁶ Calvo (1999b) beschreibt die beiden entgegen gesetzten Politikziele als Diskrepanz zwischen 'Price Stability' und 'Crises Prevention'

⁵³⁷ Vgl. Caramazza/Aziz (1998)

Das grundsätzliche Problem bestand jedoch darin, dass die benötigten Instrumente wie Zinspolitik oder Wechselkurspolitik nicht zur Verfügung standen. Die Möglichkeiten einer angemessenen Reaktion Mexikos auf die immensen Kapitalzuflüsse und die dadurch verursachten neuen Herausforderungen waren nur beschränkt gegeben. Dieses Problem vergrößerte sich dadurch, dass sich durch die Contagion-Effekte die Kapitalfluktuationen noch verstärkten⁵³⁸.

Ein weiteres Problem Mexikos bestand darin, dass eine höhere Flexibilität möglicher politischer Entscheidungen die Glaubwürdigkeit des quasi-fixen Wechselkurssystems in Frage gestellt hätte. Die Verpflichtung der Politik wäre nicht mehr ausschließlich dem primären Ziel der Inflationsbekämpfung unterlegen. Andere Aspekte wie etwa die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit hätten in die Entscheidungsprozesse mit einbezogen werden können und somit zu Unsicherheiten der Investoren und zu multiplen Gleichgewichten geführt⁵³⁹.

⁵³⁸ Calvo (2000c)

⁵³⁹ Ende der achtziger Jahre waren gerade dies die Argumente, die für eine Einführung eines quasi-fixen Wechselkurses sprachen.

2. Suche nach optimalen Wechselkursregimen

Die geschilderten Probleme, die sich im Laufe der neunziger Jahre mit wechselkursbasierten Stabilisierungsprogrammen, quasi-fixen Wechselkursen und erhöhter Kapitalmarktintegration ergaben mündeten schließlich in einer Diskussion um die Auswahl des Wechselkurssystems. Eichengreen/Masson⁵⁴⁰ kommen in ihrer Beurteilung zu folgendem Schluss:

„Experience has shown that an adjustable peg or a tightly managed float with occasional large adjustments is a difficult situation to sustain under high capital mobility (...). In an environment of high capital mobility, therefore, the exchange rate regime needs to be either a peg that is defended with great determination (...) or it needs to be a managed float where the exchange rate moves regularly in response to market forces (...).“

Interessanter weise resultiert die derzeitige Zuwendung zu einem der beiden extremen Positionen - freier Float oder vollständiger Fix - nicht aus ausreichend belegten positiven Erfahrungen im Umgang mit diesen Systemen, sondern eher aus den enttäuschenden Erfahrungen mit quasi-fixen Wechselkurssystemen. Befürworter eines freien Float vertreten dabei die Ansicht, dass Wechselkurse einen Preis darstellen, der vor möglichen Verzerrungen geschützt und am Markt frei bestimmt werden muss. Anhänger eines vollständigen fix hingegen betrachten den Wechselkurs eher als ein politisches Versprechen eines bestimmten Austauschverhältnisses, welches fixiert und eingehalten werden muss⁵⁴¹. Die Wahl zwischen beiden Optionen ist dabei schwierig und von einer Reihe weiterer Variablen abhängig. Lawrence Summers⁵⁴² kommt dabei zu der Aussage, dass:

„(...) the core proposition of monetary economics is a trilemma: that capital mobility, an independent monetary policy and the maintenance of a fixed exchange-

⁵⁴⁰ Eichengreen/Masson (1998, 6)

⁵⁴¹ Der Vorteil beider Systeme liegt in der Vermeidung von Zahlungsbilanzkrisen, die ‘per definitionem’ nicht mehr möglich sind. Gegenstand dieser Untersuchung soll jedoch weniger eine Analyse der spezifischen Funktionsweise beider Systeme sein, sondern vielmehr eine Darstellung der angenommenen ‘policy outcomes’, und die daran anschließende Frage, wie beide Systeme mit den neuen Anforderungen integrierter Kapitalmärkte im Zuge der nachfolgenden Krisen umgehen. Hinzu kommt, daß erstens ausreichende Erfahrungen mit dem Konzept einer vollständigen Dollarisierung nicht vorhanden sind. Weiterhin ist die Vorstellung eines völlig frei floatenden Wechselkurses eher akademischer Natur. Wirklich frei floatende Wechselkurse sind eher selten. Auch in Ländern wie den USA oder Deutschland wird häufig, wenn auch verdeckt und auf vielfältige Art und Weise, zur Stabilisierung des Wechselkurses interveniert.

⁵⁴² Summers (1999, 326)

rate objective are mutually incompatible. I suspect this means that as capital market integration increases, countries will be forced increasingly to more pure floating or more purely fixed regimes“

Entscheidend bei der Auswahl des Währungssystems sind demnach die möglichen ‘trade-offs’ zwischen den Anforderungen hoher Flexibilität zur Reaktion auf die zunehmenden Kapitalmarktfluktuationen und den hohen Ansprüchen an die Glaubwürdigkeit des Wechselkurssystems vor dem Hintergrund der Erfahrungen Mexikos und anderer Emerging Markets in den siebziger und achtziger Jahren⁵⁴³. Die Idee eines derartigen ‘two poles’ oder ‘hollowing out’ Ansatzes ist jedoch nicht neu und wurde schon vor den Währungskrisen der Emerging Markets diskutiert⁵⁴⁴. Der Ansatz basiert auf der Beobachtung, dass im Zuge steigender Kapitalmobilität eine Währungsanbindung zunehmend schwieriger zu gestalten ist. Es stellt somit kein spezifisches Phänomen der Emerging Markets dar, sondern geht zurück auf die Frage optimaler Währungsräume.

Obstfeld/Rogoff⁵⁴⁵ äußern dahingehend:

„(that) there is little, if any, comfortable middle ground between floating rates and the adoption of a common currency“

Eine gleiche Aussage trifft Eichengreen⁵⁴⁶, der zu dem Schluss kommt, dass:

„(countries) will be forced to choose between floating exchange rates on the one hand and monetary unification on the other. (...) This will rule out the maintenance for extended periods of pegged but adjustable exchange rates, crawling pegs, and other regimes in which governments pre-announce limits on exchange rate fluctuations“

Nach Ansicht dieser Autoren handelt es sich bei der Gruppe von quasi-fixen Wechselkursen nur um vorübergehende, und aufgrund der steigenden Kapitalmobilität auf lange Sicht nicht durchhaltbare Wechselkursregime. Der vorübergehende Charakter bestimmt sich dabei als Teil einer regionalen Integrationsstrategie, wie etwa innerhalb der europäischen Währungsunion, oder als Versuch, den Output einer Volkswirtschaft zunächst durch eine Wechselkursstabilität

⁵⁴³ Vgl. dazu etwa Calvo (1997)

⁵⁴⁴ Vgl. etwa Eichengreen (1994), der Bezug auf das Europäische Währungssystem nimmt.

⁵⁴⁵ Obstfeld/Rogoff (1995, 74)

⁵⁴⁶ Eichengreen (1994, 4-5)

zu fördern, um anschließend stabilitätsorientiertes Wechselkurssystem aufzubauen. Hinter dieser Auffassung steht jedoch auch der eher akademische Anspruch, langfristige und dauerhaft gültige Wechselkurssysteme zu etablieren, die entweder nur frei floatende, oder aber völlig fixe Wechselkurssysteme im Sinne einer Währungsunion gewährleisten können⁵⁴⁷.

Häufig geäußerte Gegenargumente beziehen sich auf die Erfahrungen von Wechselkurssystemen in Entwicklungsländern und Emerging Markets. In diesen Ländern sei ein freier Float des Wechselkurses schon allein aus institutionellen und administrativen Gründen nicht durchführbar, da diese Länder oftmals weder über ausreichende Erfahrungen noch über die notwendigen Instrumentarien wie etwa hinreichend entwickelte Finanzmärkte verfügen. Während vor allem strukturelle Gründe einem freien Float entgegen stehen, sprechen meist politische Gründe gegen ein Currency Board oder eine Dollarisierung, da mit der Aufgabe der nationalen Währung auch ein Identitätsverlust verbunden sein kann und ein Ausstieg aus einem solchen System äußerst schwierig ist.

⁵⁴⁷ Eine kritische Betrachtung dieses Anspruchs und eine historische Betrachtung zum Wandel von Wechselkurssystemen findet sich bei Masson (2000)

2.1 Klassifizierung von Wechselkurssystemen

Es lassen sich grob drei Arten von Wechselkursregimen charakterisieren, die sich in frei floatende Wechselkurse, fixe Wechselkurse und gebundenen oder quasi-fixen Wechselkurse differenzieren lassen. Obwohl frei floatende und fixe Wechselkurssysteme gegensätzliche Ansätze zu vertreten scheinen, gehören sie dennoch zur gleichen Art von 'free-market' Mechanismen des internationalen Zahlungsverkehrs⁵⁴⁸. In einem frei floatenden Wechselkurssystem wird die Geldpolitik durch die dafür zuständige Behörde, die 'monetary authority', vorgegeben⁵⁴⁹. Nicht vorgegeben wird jedoch die Wechselkurspolitik, so dass sich der Wechselkurs automatisch je nach den geld- oder zinspolitischen Vorgaben ergibt. In einem fixen Wechselkurssystem hingegen wird die Wechselkurspolitik vorgegeben, ohne dass Einfluss auf die Geldpolitik genommen wird. In diesem Fall ergibt sich die Geldpolitik automatisch und wird durch die Zahlungsbilanz determiniert. Steigen folglich die offiziellen Nettodevisenreserven eines Landes, verbreitert sich dementsprechend auch die monetäre Basis und umgekehrt.

In den beiden genannten Wechselkurssystemen wird jeweils nur eine Einflussgröße, Geldpolitik oder Wechselkurspolitik, vorgegeben, während sich die nicht vorgegebene Größe automatisch ergibt. Ein Konflikt zwischen den beiden Einflussgrößen Wechselkurs und monetärer Basis tritt demnach nicht auf und eine Zahlungsbilanzkrise kann daher nicht stattfinden. Vielmehr werden unter beiden Regimen die Kapitalflüsse automatisch und den Marktkräften entsprechend ausgeglichen und so eine Krise vermieden.

Obwohl fixed rates und pegged rates zur gleichen Gruppe von Wechselkurssystemen zu gehören scheinen, existieren doch fundamentale Unterschiede zwischen beiden Konzepten⁵⁵⁰. Quasi-fixe Wechselkurssysteme wie sie Ende der achtziger und in den neunziger Jahren in vielen Ländern Lateinamerikas, Südostasiens und Osteuropas anzutreffen waren, gehören demnach nicht zu den 'free-market' Mechanismen des internationalen Zahlungsverkehrs. Ein derartiges Regi-

⁵⁴⁸ Hanke (1999a) bezieht sich hierbei auf die Darstellungen von Milton Freedmann (1973), der sowohl als ein Vertreter freier Wechselkurssysteme, als auch hinsichtlich der Entwicklungsländer als Befürworter von fixen Wechselkurssystemen und Currency Boards gilt. Calvo (1999b, 14) sieht eine derartige Verbindung zwischen beiden Ansichten im Credibility Argument begründet: „(...) it would not be contradictory for a dollarization hawk to also favor a clean flex, if the rules of the game are credible and well understood.“

⁵⁴⁹ Die 'monetary authority' kann dabei je nach dem eine unabhängige Zentralbank oder auch die Regierung sein. In Mexiko lag die Entscheidung über den Wechselkurs bis 1994 in den Händen des Finanzministeriums, bevor der Zentralbank 1995 die alleinige Entscheidungsgewalt übertragen wurde.

me benötigt vielmehr eine ‘monetary authority’, die beide Komponenten - Wechselkurspolitik und Geldpolitik - kontrolliert und reguliert⁵⁵¹.

Im Gegensatz zu den beiden erst genannten Wechselkurssystemen führen quasi-fixe Regime meist zu einem Konflikt zwischen der Wechselkurspolitik und der Geldpolitik, da sowohl nationale als auch ausländische Komponenten in der Bemessungsgrundlage der Geldbasis vertreten sind. So führen hohe und exzessive Kapitalzuflüsse in einem solchen Wechselkurssystem häufig zu Sterilisierungsmaßnahmen, um eine Ausweitung der ausländischen Komponente der Geldbasis zu begrenzen. Exzessiven Kapitalabflüssen hingegen wird geldpolitisch häufig mit der Ausweitung der nationalen Komponente entgegengetreten. Ein derartiger Effekt ist etwa im Vorfeld der Pesokrise 1994 zu beobachten. Diese Krise entstand, nachdem die ‘monetary authority’ in Mexiko dem exzessiven Kapitalabfluss durch eine massive Kreditausweitung entgegenzuwirken versuchte und dadurch die nationale Komponente der Geldbasis stetig vergrößerte.

⁵⁵⁰ Batiz/Sy (2000)

⁵⁵¹ Vgl. Hanke (1999)

2.2 Auswahl und Zielrichtung des Wechselkurssystems

Die Gegenstandsbereiche der Diskussion um alternative Wechselkurssysteme liegen in der Auseinandersetzung um frei floatende Regime und fixe Regime in Form von Currency Boards oder vollständiger Dollarisierung⁵⁵². Die Notwendigkeit dieser Debatte resultiert aus sich ändernden Rahmenbedingungen und daraus entstehenden neuen Herausforderungen an die politischen Entscheidungsträger. In den achtziger Jahren konzentrierte sich die Debatte um Wechselkursanbindungen im Rahmen von Stabilisierungsprogrammen zur Inflationsbekämpfung. In den neunziger Jahren nimmt die Inflationsproblematik auch aufgrund der erzielten Erfolge einen weitaus geringeren Stellenwert ein als noch in den 70er und 80er Jahren. In das Zentrum der Aufmerksamkeit gelangte besonders für die stark kapitalabhängigen Emerging Markets die Problematik im Umgang mit weltweit zunehmenden Kapitalflüssen und steigender Kapitalmobilität. So haben sich seit Ende der achtziger Jahre die privaten Kapitalzuflüsse in die Entwicklungsländer von weniger als US\$ 50 Mrd. zwischen 1987-89 auf mehr als US\$ 150 Mrd. im Zeitraum von 1995-97 mehr als verdreifacht. Gleichzeitig erhöhte sich der Anteil privater Kapitalzuflüsse an nationalen Investitionen von 3 Prozent auf 20 Prozent⁵⁵³.

Ein weiterer Schwerpunkt der Debatte befasst sich weniger mit der Auswahl des Wechselkurssystems, sondern mit der Zielrichtung eines frei floatenden Wechselkursregimes⁵⁵⁴. Auch hier wird von einem tiefgreifenden Strukturwandel in den Herausforderungen an die Volkswirtschaften ausgegangen, die sich besonders durch die Beseitigung der Staatsdefizite, überbewerteter Währungen, hoher Inflationsraten und die Deregulierung und Restrukturierung im Handels- und Finanzsektor auszeichnet⁵⁵⁵. Die Anforderungen an die politischen Entscheidungsträger bestehen auch hier nicht in der Inflationsbekämpfung und der Frage, welches Wechselkursregime dazu am besten geeignet ist. Die Diskussion behandelt vielmehr die Frage, ob sich das Währungsregime eher an inflationspolitischen Vorgaben oder geldpolitischen Vorgaben ausrichten soll. Die zentrale Aufgabe besteht nicht mehr in der Vermeidung von Finanzkrisen, die im Zuge von Contagion-Effekten primär extern verursacht werden, sondern im Aufbau eines

⁵⁵² Als Vertreter freier Wechselkurssysteme gilt z.B. Edwards (2000c), als Vertreter eines fixen Regimes siehe Calvo (1999b; 2000a/b).

⁵⁵³ Eichengreen/Mussa et al. (1999)

⁵⁵⁴ Eine zusammenfassende Diskussion über die Zielrichtung des Regimes findet sich bei Mishkin/Sevastano (2000)

⁵⁵⁵ Vgl. Bruno (1995)

funktionsfähigen und angemessenen Krisenmanagements⁵⁵⁶. Gerade in Mexiko hat die Diskussion um eine Änderung des Währungssystems und insbesondere die Frage nach einer Einführung eines Currency Boards oder einer vollständigen Dollarisierung in den letzten Monaten erneut an Bedeutung gewonnen⁵⁵⁷. Ausschlaggebend dafür waren unter anderem die Äußerungen von Rüdiger Dornbusch, der dem neuen Präsidenten Vincente Fox wirtschaftspolitisches Unvermögen und politischen Populismus vorwarf, und eine anstehende Wirtschafts- und Finanzkrise nicht ausschließt. Dornbusch⁵⁵⁸ kommt er zu dem Schluss:

"Mr. Fox could make his life easier, and that of Mexicans much better, by opting on day one (of his presidency) for a currency board to complement the trade integration that is already proving dramatically successful. (...) Perhaps it will come once, a year from now, the honeymoon is over and the need for strong remedies to have democracy and good economics coexist becomes more apparent."

Zuvor schon äußerte sich der ehemalige mexikanische Finanzminister Aspe positiv zu den Vorteilen einer Dollarisierung. Hintergrund dafür war jedoch die steigende Bedeutung des Handelssektors im Rahmen globaler Liberalisierungstendenzen, die zu einem exponentiellen Wachstum dieses Wirtschaftsbereichs führte und sich zum Wachstumsmotor der wirtschaftlichen Entwicklung entwickelte. Etwa 80 Prozent der gesamten Finanztransaktionen Mexikos sind demnach direkt oder indirekt mit dem Handelssektor verbunden. Eine gemeinsame Währung mit den USA würde demnach wesentlich zu einer Senkung der Transaktionskosten und somit zu Handelsausweitung und geringeren Kapitalkosten führen⁵⁵⁹.

2.2.1 Dollarisierung

Befürworter der Dollarisierung sehen die Vorteile in einer Reihe von Gründen. Ähnlich wie bei ERBS wirkt ein derartiges Regime als Anker, der die Inflationsgefahr eines Landes senkt. Die

⁵⁵⁶ Mishkin (2000) etwa untersucht ausführlich die Auswirkungen von Finanzkrisen und deren Auswirkungen auf des jeweilige Wechselkursregime und empfiehlt schließlich eine auf das Inflationsziel ausgerichtete Wechselkurspolitik.

⁵⁵⁷ Vgl. Salinas-Leon (2000)

⁵⁵⁸ Dornbusch (2000)

⁵⁵⁹ Aspe (2000). Die Diskussion um optimale Währungsräume soll jedoch hier nicht weiter vertieft werden.

Inflationserwartungen sollen sich dabei gemäß denen der Ankerwährung entwickeln⁵⁶⁰. Weiterhin wird durch die ‘de facto’ Abschaffung der ursprünglichen nationalen Währung das Währungsrisiko minimiert und die administrativen Kosten entscheidend gesenkt⁵⁶¹. Plötzliche Kapitalabflüsse, die aufgrund befürchteter zukünftiger Abwertungen der nationalen Währung zustande kommen, werden somit eliminiert. Darüber hinaus wird die Integration in die Wirtschaft der Ankerwährung erhöht, da mögliche Transaktionskosten sinken und die Investitionsbereitschaft internationaler Anleger aufgrund der höheren Stabilität gefördert wird.

Durch das Ausschalten einer eigenständigen Geldpolitik wird darüber hinaus ein erhebliches Maß an Klarheit und Einfachheit geschaffen. Ein Einfluss der Zentralbank oder der Regierung auf die Geldmenge wird damit ausgeschlossen. Vor dem Hintergrund der Erfahrungen vieler lateinamerikanischer Länder der letzten beiden Dekaden bedeutet dies eine weitere Steigerung der Glaubwürdigkeit der Wechselkurspolitik. Somit werden vor allem jene Inflationsursachen ausgeschaltet, denen eine übermäßige Ausweitung des Geldangebotes und der damit einhergehenden sinkenden Glaubwürdigkeit zu Grunde lag⁵⁶².

Ein Problem hinsichtlich der Einführung eines solchen Konzeptes liegt in den mangelnden Erfahrungen hinsichtlich der Wirkungsweise. Panama ist als das bisher einzige Land zu benennen, dass über einen längeren Zeitraum eine vollständige Dollarisierung vollzogen hat⁵⁶³. Allerdings handelt es sich um ein sehr kleines Land, welches auch vorher nicht über eine eigenständige Währung verfügte. Auch ist darauf hinzuweisen, dass Panama seit seinem Bestehen über lange Jahre hinweg auf Unterstützungszahlungen des IMF angewiesen war⁵⁶⁴.

Erfahrungen können demnach nur aus jenen Ländern gezogen werden, die über ein Currency Board als Währungsmechanismus verfügen⁵⁶⁵. Dabei gilt die Ankerwährung als legales Zahlungsmittel und bildet somit eine legale Parallelwährung. Ein Currency Board kann in der Hinsicht als ‘quasi-Dollarisierung’ angesehen werden. Der wesentliche Unterschied besteht in der

⁵⁶⁰ Neben dem Konzept der Dollarisierung hauptsächlich für lateinamerikanische Länder wird häufig auch von Euroisierung für Osteuropäische Länder gesprochen.

⁵⁶¹ Cohen (2000a)

⁵⁶² Calvo/Mendoza (1996) etwa führen die Pesokrise zum Teil auch auf die Ausweitung der Geldbasis zurück.

⁵⁶³ Ecuador hat seine Dollarisierung erst im März 2000 und als Konsequenz einer politischen und finanziellen Krise durchgeführt. Eine öffentliche Debatte über dieses Vorgehen fand im Vorfeld nicht statt und bleibt auch weiterhin umstritten. Erfahrungswerte können daher noch nicht verzeichnet werden.

⁵⁶⁴ Edwards (2000b) bietet einen umfassenden Überblick über die Erfahrungen Panamas

völligen Aufgabe der nationalen Währung und damit der (beinahe) Unumkehrbarkeit des Systems und der Eliminierung von Seignorage für die Regierung⁵⁶⁶. Auch die bloße Möglichkeit der Einflussnahme auf die Währung durch die Geldpolitik, die bei Currency Boards bereits minimal war, wird nun (fast) völlig abgeschafft⁵⁶⁷.

2.2.1.1 Vorteile

Der entscheidende Vorteil einer Dollarisierung liegt in der Eliminierung des Währungsrisikos und einer damit verbundenen Steigerung der Glaubwürdigkeit⁵⁶⁸. Das dadurch gesteigerte Vertrauen internationaler Anleger führt zu einer Verstetigung oder zumindest zu einer Stabilisierung der Kapitalzuflüsse. Dollarisierung senkt dadurch auch den Bedarf an Hedging Instrumenten, da eine Währungsabsicherung und Diversifizierung der Anlagen nicht mehr benötigt wird⁵⁶⁹. Die Auswirkungen externer Krisen und von Contagion-Effekten würden dadurch limitiert und starke Fluktuationen an den Kapitalmärkten vermieden⁵⁷⁰.

Garant der Glaubwürdigkeit ist demnach die Unumkehrbarkeit des Prozesses. Eine plötzliche Abwertung der nationalen Währung ist somit ausgeschlossen. Dies ist besonders für Länder, deren 'monetary authorities' aufgrund historischer Erfahrungen vor einem Glaubwürdigkeitsproblem stehen von besonderer Relevanz⁵⁷¹. Dollarisierung wird daher auch als institutioneller

⁵⁶⁵ Zur Funktionsweise von Currency Boards siehe Williamson (1995)

⁵⁶⁶ Auf die unterschiedlichen Seignorage-Effekte als Einkommensmöglichkeiten für den Staat und deren Auswirkungen soll im Folgenden nicht weiter eingegangen werden. Calvo (2000b) spricht sich jedoch für eine Seignorageauszahlung der Vereinigten Staaten an dollarisierte Länder aus.

⁵⁶⁷ Die Auswirkungen der Dollarisierung auf das nationale Finanzsystem und damit hauptsächlich das Banksystem soll hier nicht weiter betrachtet werden, da es den Rahmen der Arbeit sprengen würde (siehe dazu etwa Catao/Terrones (2000) und Berg/Borensztein (2000b)). Interessant ist dieser Aspekt jedoch in dem Untersuchungszusammenhang von Währungskrisen und Bankkrisen. So sprechen etwa Kaminsky/Reinhart (1999b) und Goldfajn/Valdes (1997a) in diesem Zusammenhang von einer 'Twin Crisis'.

⁵⁶⁸ Vgl. Calvo (2000c)

⁵⁶⁹ Vgl. Hausman/Gavin/Pages-Serra/Stein (1999)

⁵⁷⁰ Ghironi/Rebucci (2000) präsentieren ein Modell zur Berechnung der Wohlfahrtseffekte. Die Ergebnisse ergeben jedoch keine klare Präferenz der Dollarisierung über ein ITS.

⁵⁷¹ Eichengreen/Hausmann (1999) zufolge führt eine derartige Glaubwürdigkeitsproblematik zu finanziellen Problemen, da Investitionsprojekte meist in US-Dollar finanziert und langfristige Projekte durch kurzfristige Schuldverschreibungen abgesichert werden. Dies führt schließlich zu einem 'currency' oder 'maturity mismatch' führt. Vgl. Mendoza (2000a)

Wandel angesehen, der neben niedrigen Inflationsraten auch zu mehr Transparenz und verantwortungsvollem wirtschafts- und fiskalpolitischen Handel führt⁵⁷².

Die Erfahrungen aus Argentinien und Panama weisen jedoch darauf hin, dass dies keine zwangsläufige Schlussfolgerung sein muss. Die Dollarisierung eines Landes oder ein Currency Board kann auch dazu führen, dass notwendige Reformen aufgeschoben werden, da anfängliche Erfolge den Reformdruck vermindern können. Die Ausschaltung des Währungsrisikos führt nach Ansicht der Befürworter weiterhin zu einer Angleichung der Zinsraten zwischen dem dollarisierten Land und den USA und somit zu einer Angleichung an die Entwicklung in den Industrienationen. Dieser Effekt erhöht sich, wenn die Dollarisierung durch ein bilaterales monetäres Abkommen mit den USA abgesichert wird⁵⁷³. Niedrigere Zinsraten führen weiterhin zu niedrigeren Kosten bei der Tilgung öffentlicher Schulden und zu höheren Investitionen und steigendem Wirtschaftswachstum⁵⁷⁴.

Niedrigere Zinsraten und eine geringere Variabilität der nationalen Währung gegenüber dem US-Dollar tragen nach den Vorstellungen der Befürworter dieses Systems weiterhin zu einer Verbesserung des wirtschaftlichen Klimas bei, was schließlich zu erhöhtem wirtschaftlichen Wachstum führt⁵⁷⁵. Allerdings ergibt sich die Volatilität des Wechselkurses aus nationalen und internationalen Faktoren. Eine direkte Verbindung von Volatilität und Wirtschaftswachstum besteht daher nicht⁵⁷⁶.

Eine höhere Integration mit den USA aufgrund einer gemeinsamen Währung soll dabei automatisch zu einer Steigerung der wirtschaftlichen Verflechtung führen⁵⁷⁷. Dollarisierung führt dabei auch zu einer höheren Integration in die internationalen Finanzmärkte, da ein Währungs-

⁵⁷² Vgl. Hanke (1999a/b/2000), Hanke/Schuler (1999)

⁵⁷³ Die Vor- und Nachteile, die sich daraus für die USA ergeben, sollen hier nicht besprochen werden. Einen Überblick zu diesem Thema bietet etwa Cohen (2000a)

⁵⁷⁴ Vgl. Berg/Borensztein (2000a)

⁵⁷⁵ Vgl. Hanke/Schuler (1999), Hanke (1999b) und Ghosh/Gulde/Ostry/Wolf (1997)

⁵⁷⁶ Levine/Carkovic (2000) kommen in ihrer Untersuchung zu dem Ergebnis, daß zwischen Inflationsrate und Wirtschaftswachstum keine direkten Verbindungen existieren. Zwar ist eine hohe Inflation hinderlich für die Entwicklung der Finanzmärkte, eine fundamentale Rechtsreform würde sich dennoch weitaus positiver auf die Entwicklung der Finanzmärkte auswirken als eine schlichte Inflationsbekämpfung.

⁵⁷⁷ Vgl. Hausman/Gavin/Pages-Serra/Stein (1999).

risiko nicht besteht und alle Kapitalbewegungen in US-Dollar stattfinden⁵⁷⁸. Andererseits steigt das Interesse an einer Fixierung der Wechselkurse mit fortschreitender Integration in die internationalen Kapitalmärkte⁵⁷⁹. Dies bedeutet jedoch auch, dass eine Isolierung des nationalen Finanzmarktes somit nicht möglich ist⁵⁸⁰.

2.2.1.2 Nachteile

Die wesentlichen Vorteile hinsichtlich der Steigerung der Glaubwürdigkeit des Systems, namentlich die Ausschaltung des Währungsrisikos und die Unumkehrbarkeit des Prozesses, beinhalten für die Kritiker gleichzeitig auch die größten Nachteile. Die Aufgabe der Geldpolitik als Steuerungselement verhindert dabei eine flexible Reaktion auf externe oder interne Schocks. Im Falle völlig fixer Wechselkursregime ist die Tendenz zu beobachten, dass externe Schocks zu steigender Arbeitslosigkeit und abschwächender wirtschaftlicher Tätigkeit führen⁵⁸¹.

Die einzige Möglichkeit der betroffenen Regierung, auf derartige Schocks zu reagieren, liegt in der Fiskalpolitik, deren Reaktionszeit jedoch eher mittel- und langfristig ist, während spekulative Attacken innerhalb weniger Wochen oder Tage ablaufen können. Eine Anpassung an neue Gegebenheiten kann im Falle fixer Wechselkurse oftmals nur über Löhne, Preise und Steuern erfolgen. Eine derartige Politik ist jedoch gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten politisch nicht gerade wünschenswert. So bleibt etwa das Risiko einer hohen Staatsverschuldung auch trotz Dollarisierung bestehen und kann zu massiven Kapitalabzug führen. Da die Wirkungen weiterhin nur zeitverzögert zu spüren sind, kann dies zu einer rezessiven Entwicklung führen⁵⁸².

Einerseits bedeutet die Aufgabe einer autonomen Geldpolitik gleichzeitig den Verlust einer LOLR-Funktion der Zentralbank. Der Art des eventuellen Schocks kommt dabei eine besondere Bedeutung zu. Gerät etwa eine einzelne Geschäftsbank unter Druck, kann die Zentralbank

⁵⁷⁸ Eine Darstellung des Ausmaß der Integration mexikanischer und US-amerikanischer Finanzmärkte bieten Bencivenga/Hubens/Smith (2000). Sie stellten eine hohe Korrelation zwischen mexikanischem IPC und der US-amerikanischem NASDAQ fest.

⁵⁷⁹ Vgl. Aizenman/Hausman (2000)

⁵⁸⁰ Berg/Borensztein (2000a)

⁵⁸¹ Vgl. Chang/Velasco (2000a). Vgl. dazu die Erfahrungen Argentiniens mit dem Currency Board

durch die Bereitstellung von Liquiditätsreserven regulierend eingreifen. Ein systemischer ‘Run’ auf die Banken hingegen kann die Bereitstellung nahezu aller Liquiditätsreserven der Zentralbank bedeuten⁵⁸³. Eine kurzfristige Ausweitung der Geldbasis als Reaktion auf temporäre Krisenerscheinungen kann nicht erfolgen. Die LOLR-Funktion müsste daher vielmehr von anderer Stelle übernommen werden, sei es die US-amerikanische Zentralbank, ein Konsortium ausländischer Banken oder anderer multinationaler Institutionen wie der Weltbank oder dem IMF⁵⁸⁴.

Von den Befürwortern einer Dollarisierung wird andererseits häufig hervorgebracht, dass manche Länder ohne eine Zentralbank mit LOLR-Funktion besser dastünden. Aufgrund der Garantiefunktion und den damit einhergehenden ‘moral-hazard’ Problemen gehen einige Banken ein höheres finanzielles Risiko ein, als dieses ohne einen Lender-Of-Last-Resort zu erwarten wäre⁵⁸⁵. Die wesentlichen Voraussetzungen für eine vollständige Fixierung oder Dollarisierung liegen demzufolge in einem soliden Bank- und Finanzwesen und einer soliden Fiskalpolitik⁵⁸⁶. Die Erfahrungen Argentiniens im Zuge der Contagion-Effekte der Pesokrise Mexikos verweisen dabei auf die negativen Auswirkungen eines schwachen Banksektors⁵⁸⁷. Die fiskalpolitischen Mängel Argentiniens der letzten Jahre und die Erfahrungen Panamas können darüber hinaus den positiven stabilisierenden Charakter von fixen Währungssystemen nicht bestätigen. Ein weiteres Problem besteht schließlich in der Tatsache, dass eine Exit-Strategie nicht, oder nur unter immens hohen Kosten zu haben ist. So wird zwar die Wahrscheinlichkeit von Währungskrisen ausgeschaltet, dies bedeutet jedoch keinen Schutz vor Krisen allgemein, besonders nicht vor Zahlungsbilanzkrisen aufgrund einer verfehlten Fiskalpolitik.

Ein weiteres Argument für eine Dollarisierung lag in der Steigerung der Glaubwürdigkeit, die zu stabileren Kapitalflüssen führen soll. Wie zuvor geschildert, beziehen sich Contagion-Effekte jedoch nicht nur auf die Glaubwürdigkeitsproblematik, sondern ihnen können auch andere Ursachen zugrunde liegen. Auch eine Verbesserung der fundamentalen Rahmenbedin-

⁵⁸² Vgl. Mishkin/Savastano (2000), Fontaine (2000), Edwards (2000c)

⁵⁸³ Zur näheren Erläuterung siehe Chang/Velasco (2000b) und Mishkin/Savastano (2000, 21ff.).

⁵⁸⁴ Edwards (2000b)

⁵⁸⁵ Vgl. Mishkin (1999)

⁵⁸⁶ Vgl. Mishkin (1998). Im übrigen entspricht dies im wesentlichen den Ergebnissen der Diskussion um Währungsunionen, wie etwa innerhalb der EU. Eine ausführliche Diskussion um optimale Währungsunionen bietet Kenen (2000).

⁵⁸⁷ Edwards/Sumsel (2000)

gungen eines Landes führen nicht zwangsläufig zu einem Schutz vor Contagion-Effekten. Eine Reaktion auf solche Vorkommnisse ist jedoch aufgrund der mangelnden Flexibilität nicht gegeben und ein Wandel des Wechselkurssystems wäre dann politisch und wirtschaftlich extrem kostspielig.

Ein letztes Problem schließlich ergibt sich hinsichtlich der erwünschten Zinseffekte im Rahmen der Dollarisierung. Hauptargument war dabei die Beseitigung des Wechselkursrisikos, das zu niedrigeren Zinsen führen soll. Es stellt sich dabei die Frage, ob in einem hoch-dollarisierten Land wie etwa Argentinien oder Mexiko die tatsächlichen Zinseffekte einer Dollarisierung so hoch sind wie angenommen, da ein Großteil der Schulden bereits in US-Dollar aufgenommen wird. Hier zeigen gerade die Erfahrungen Argentiniens, dass die Zinsraten trotz Currency Board aufgrund von Contagion-Effekten stark ansteigen können⁵⁸⁸.

2.2.2 Frei floatende Wechselkurse

Während sich die wesentlichen Argumente der Befürworter einer Dollarisierung auf die Bedeutung und die Auswirkungen des Wechselkursregimes auf die Glaubwürdigkeit des Systems konzentrieren, sind die Argumente der Befürworter frei floatender Wechselkurssysteme auf die Aspekte der Flexibilisierung gerichtet. Im Kern der Argumentation steht die Ansicht, dass durch die Änderung der internationalen Rahmenbedingungen und die Integration der internationalen Finanz- und Kapitalmärkte die Ansprüche an die politischen Entscheidungsträger gewachsen und die Ursachen möglicher wirtschaftlicher Distorsionen gestiegen ist. Die zunehmende Komplexität erfordert daher eine Vielzahl unterschiedlicher Instrumentarien, um angemessen reagieren zu können.

Durch die Ausschaltung einer aktiven Wechselkurspolitik bestimmt sich der Währungskurs am freien Markt, und bleibt somit von diesbezüglichen Vorgaben unbeeinflusst. Geld- und Zinspolitik können als Instrumente unabhängig von einer Wechselkurspolitik zielgerichtet eingesetzt werden, je nachdem ob der Fokus im Falle eines 'monetary-targeting-systems' (MTS) eher auf die Geldmenge, oder bei einem 'inflation-targeting-system' (ITS) auf das Zinsniveau ausge-

⁵⁸⁸ Vgl. Edwards/Sumsel (2000)

richtet ist. Unter einem MTS werden die einzelnen Instrumente der zuständigen Zentralbank, wie etwa die Höhe der Zinsen, zur Kontrolle der Geldmenge und ihrer Aggregate eingesetzt, die als verantwortliche Bestimmungsgrößen der längerfristigen Inflationsentwicklung angesehen werden. ITS hingegen zielt direkt auf die Inflationsrate als Zielgröße ab. Die zuständige Zentralbank ist dabei frei in der Auswahl ihrer Instrumente und verantwortlich für die Zielerreichung⁵⁸⁹.

Einschränkend muss hier angemerkt werden, dass wirklich frei floatende Wechselkurssysteme äußerst selten sind und kaum Erfahrungen von Emerging Markets mit derartigen Wechselkurssystemen existieren⁵⁹⁰. Mexiko gilt bisher als das einzige Land innerhalb der Emerging Markets, das über längere Erfahrungen mit einem derartigen System verfügt. Dennoch handelte es sich bei dem Aufbau dieses Systems nicht um einen freiwillig geleisteten Schritt, sondern vollzog sich zunächst zwangsläufig im Rahmen der Pesokrise⁵⁹¹.

2.2.2.1 Vorteile

Der entscheidende Vorteil bezüglich der Einführung eines frei floatenden Währungsregimes und ungeachtet der Zielrichtung besteht in der höheren Flexibilität, mit der auf intern und extern verursachte Krisenerscheinungen reagiert werden kann. Darüber hinaus sind im Falle eines MTS die vorgegebenen Zielgrößen, sprich die Geldmenge und ihre Aggregate, einfacher zu überwachen, da ein enger zeitlicher Zusammenhang zwischen dem Mitteleinsatz und der tatsächlichen Entwicklung besteht und die erforderlichen Daten von der Zentralbank schnell bereitgestellt werden können⁵⁹².

Voraussetzung für MTS ist jedoch eine verlässliche Informationspolitik seitens der Zentralbank über die geldpolitischen Ziele sowie eine kontinuierliche und unverzügliche Offenlegung der tatsächlichen Entwicklung der einzelnen Zielgrößen. Fraglich bleibt jedoch zunächst, ob eine

⁵⁸⁹ Einen knappen Überblick über die Funktionsweisen beider Konzepte bieten Croce/Khan (2000)

⁵⁹⁰ Auch in den Industrieländern wird häufig direkt oder indirekt Einfluß etwa durch Interventionen der Zentralbank auf den Wechselkurs genommen.

⁵⁹¹ Der entscheidende Vorteil frei floatender Wechselkurssysteme lag in der Tatsache, daß hierzu keine Devisenreserven als Garant der Stabilität benötigt wurden.

⁵⁹² Mishkin/Savastano (2000)

MTS zeitgemäß ist, d.h. ob und in welchem Ausmaß ein ausreichender Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation zu finden ist⁵⁹³. Dabei gibt es Hinweise dafür, dass gerade in Zeiten permanent niedriger Inflationsraten und erhöhter Integration der internationalen Finanzmärkte die Aussagekraft geldpolitischer Indikatoren nachlässt⁵⁹⁴.

Für ITS gelten im wesentlichen die gleichen Anforderungen an eine umfassende Informationspolitik wie bei MTS. Die Bekanntgabe des Inflationsziels und die Darlegung einer transparenten Strategie zur Umsetzung des Ziels und des Einsatzes der Instrumente gehören ebenso dazu wie eine ausführliche Erklärung der Umstände im Falle eines Abweichens der tatsächlichen Entwicklung⁵⁹⁵. Garant dafür ist eine unabhängige und verantwortliche Zentralbank, die unabhängig von den (fiskal)politischen Zielen der Regierung frei über die einzelnen Instrumente verfügen kann⁵⁹⁶. Der Vorteil gegenüber eines reinen MTS ist darin zu sehen, dass die Voraussetzung stabiler Verhältnisse nicht mehr durch den Zusammenhang von Geldmenge und Inflationsrate vorgegeben ist, sondern dass etwa Geld- und Zinspolitik variabel entsprechend der nationalen Anforderungen eingesetzt, und alle Variablen in die politischen Entscheidungsprozesse einbezogen werden können. Je nach Ursache einer eventuell auftretenden Distorsion kann damit flexibel reagiert werden⁵⁹⁷.

Ein weiterer Vorteil ist in der Transparenz des Systems zu sehen. Sowohl die Ziele, als auch die eingesetzten Instrumente werden im Vorfeld öffentlich bekanntgegeben, so dass die Unsicherheit über das zukünftige politische Handeln reduziert wird. Da die erforderlichen Indikatoren schnell zur Verfügung stehen, ist einerseits eine ausreichende Informationspolitik gewährleistet, und andererseits ein schnelles Eingreifen zur Bekämpfung von Krisenerscheinungen möglich. Schließlich ist die Vorgabe eines einzelnen Inflationszieles einfacher zu vermitteln als ein Katalog einzelner Geldmengenaggregate. Eine einfache und schnelle Überprüfbarkeit des

⁵⁹³ Die Erfahrungen der achtziger Jahre in den Industrieländern wies darauf hin, dass ein reines 'monetary-targeting' nicht den gewünschten Erfolg brachte, so daß man schließlich zu einem 'inflation-targeting' rückging (Croce/Khan (2000, 49)). In Mexiko ist etwa seit 1997 ein Abrücken von geldpolitischen Zielgrößen und eine stärkere Zuwendung zu Inflationszielen erkennbar. Trotz überhöhten Geldmengenwachstums blieb die Inflationsrate unterhalb des prognostizierten Wertes. Die Kritik von Calvo (1997) bezieht sich jedoch gerade auf die Nichterfüllung der Vorgaben.

⁵⁹⁴ Vgl. Bernanke/Mishkin (1997) und Estrella/Mishkin (1997). Da in der näheren Vergangenheit weder in Mexiko, noch in anderen lateinamerikanischen Staaten eine wirkliche MTS befolgt wurde, und diese Strategie - eventuell mit Ausnahme der Deutschen Bundesbank - auch in den Industrienationen nicht befolgt wird, werde ich mich im Folgenden auf die ITS frei floatender Wechselkursregime konzentrieren.

⁵⁹⁵ Svensson (1997)

⁵⁹⁶ Mishkin (2000) legt dazu einen umfassenden Maßnahmenkatalog zur Prävention von Finanzkrisen vor.

Inflationsziel ist dadurch jederzeit möglich und trägt zur Steigerung der Glaubwürdigkeit bei⁵⁹⁸.

2.2.2.2 Nachteile

Die wesentlichen Nachteile eines frei floatenden Wechselkurssystems liegen in der Glaubwürdigkeitsproblematik, die sich zum einen aus den Erfahrungen hochinflationärer Regime der Vergangenheit und der mangelnden Erfahrung mit floatenden Wechselkursen ergibt. Inflation-Targeting kann sich dann als problematisch erweisen, wenn im Vorfeld hohe Inflationsraten zu verbuchen waren. Eine genaue Vorhersage der Inflationsrate kann sich dann als schwierig herausstellen und ist mit hohen Fehlerquoten versehen, da auch die Transmissionsmechanismen und die Wirkungsweise der eingesetzten Instrumente weniger verlässlich sind⁵⁹⁹. Ein frei floatendes Wechselkursregime bleibt daher sehr sensitiv gegenüber einem Wandel in der Erwartungshaltung der Marktteilnehmer⁶⁰⁰.

Ein weiteres Problem ergibt sich aus der Volatilität des Wechselkurses und der möglichen Fehlbewertung der Währung. Während die Volatilität ein kurzfristiges Phänomen darstellt, das leicht auszumachen und durch temporäre Zinskorrekturen behoben werden kann, gilt die Fehlbewertung als langfristiges Problem, dessen Ursachen schwer zu identifizieren sind und zu hohen Zinsschwankungen führen kann. Die Bekämpfung hoher Zinsraten durch eine Ausweitung der Geldmenge kann zu weiterem Verlust der Glaubwürdigkeit führen. Eine derartige Zinspolitik wäre demnach ineffektiv oder in manchen Fällen gar kontraproduktiv⁶⁰¹.

Weiterhin ist zu beachten, dass durch die Einführung eines freien Float zwar das Risiko einer Währungskrise eliminiert wird, dies jedoch kein automatischen Schutz vor anderen Krisenszenarien bedeutet. Insbesondere garantiert Inflation-Targeting nicht zwangsläufig eine stabile Fiskalpolitik. Zahlungsbilanzkrisen aufgrund hoher staatlicher Defizite wie in den achtziger

⁵⁹⁷ Vgl. Mishkin/Savastano (2000)

⁵⁹⁸ Croce/Khan (2000)

⁵⁹⁹ Eichengreen/Masson (1998)

⁶⁰⁰ Berg/Borensztein (2000b)

⁶⁰¹ Vgl. Calvo (1997), Calvo/Mendoza (2000a)

Jahren in Lateinamerika bleiben durchaus möglich. Wesentliche Voraussetzung eines funktionierenden Inflation-Targeting bleibt somit eine rigide Fiskalpolitik⁶⁰².

Ein letztes Argument, das gegen ein freien Float und Inflation-Targeting spricht, ist der Einwand, dass ein hohes Maß an Dollarverschuldung die Regierung oder Zentralbank davon abhalten kann, einen wirklich freien Float der Währung durchzuführen. Die Gefahr wachsender Verschuldung im Falle einer Abwertung führt vielmehr zu massiven Interventionen auf den heimischen Finanzmärkten. Eine Aufwertung wird hingegen durch die Befürchtung eines Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit durch einen hohen Wechselkurs verhindert. In Folge dieses 'Fear-of-Floating' betreiben die Länder real eine Politik eines fixierten Wechselkurses, um hohe Fluktuationen des Wechselkurses zu vermeiden. Dieser Prozess wird daher von hohen Zinsschwankungen begleitet⁶⁰³.

Der Hauptkritikpunkt der Gegner eines frei floatenden Wechselkurses resultiert daher aus der Glaubwürdigkeitsproblematik. Um eine Steigerung der Glaubwürdigkeit zu gewährleisten und die negativen Effekte hoher Kapitalmobilität zu vermeiden, die wiederum aus der Problematik unvollständiger Informationen und den damit verbundenen Contagion-Effekten entstehen, vermeiden die betroffenen Länder hohe Fluktuationen des Wechselkurses. Das Resultat einer solchen Strategie ist somit eine Kombination de facto fixierter Wechselkurse und hoher Zinsraten⁶⁰⁴.

Ein häufig geäußertes Argument gegen einen freien Float ergibt sich aus den Erfahrungen quasi-fixer Wechselkurssysteme. Die Flexibilität dieser Systeme hat dabei nicht zu geldpolitischer Stabilität geführt, sondern einen eher prozyklischen Charakter aufgewiesen. Darüber hinaus führten diese Systeme zu höheren realen Zinsen und einer gesteigerten Sensitivität nationaler Zinsraten gegenüber internationalen Entwicklungen. Dabei wurden die Zinspolitik auch in frei

⁶⁰² Masson/Savastano/Sharma (1997)

⁶⁰³ Calvo/Reinhart (2000a/b), Reinhart (2000), Calvo (2000a). Gerade für Mexiko wird eine solche Entwicklung befürchtet, da das Land bis 1997 durch eine stabile Währung und hohe Zinsraten gekennzeichnet war. Edwards/Savastano (1998) und Edwards/Sumsel (2000) finden hierfür jedoch keine Evidenz. Vgl. auch Hausman/Gavin/Pages-Serra/Stein (1999)

⁶⁰⁴ Diese Schlußfolgerungen werden dabei zumeist aus der neueren Entwicklung Mexikos bis 1998 gezogen. Weitere Rückschlüsse bieten die Entwicklungen unter ERBS. In wie weit die Erfahrungen unter den letzteren Regimen jedoch aussagekräftig sind, bleibt fraglich. Edwards/Savastano (1998) können weiterhin keine Evidenz aktiver Intervention der mexikanischen Zentralbank zur Stützung des Peso bis 1997 ausmachen.

floatenden Wechselkurssystemen aggressiv zur Verteidigung der nationalen Währung benutzt⁶⁰⁵.

Wichtig ist hierbei jedoch die Unterscheidung von flexiblen und frei floatenden Wechselkursen⁶⁰⁶. Die Flexibilisierung der quasi-fixer Wechselkurssysteme in den achtziger und frühen neunziger Jahren ist wie eingangs diskutiert nicht mit frei floatenden Systemen zu vergleichen, da sie völlig unterschiedliche Funktionsweisen unterliegen⁶⁰⁷. Der Einsatz der Zinspolitik zur Verteidigung des Wechselkurses ist darüber hinaus kein Argument für eine Fixierung des Wechselkurses. Ein solches Vorgehen entspricht vielmehr dem Selbstverständnis frei floatender Wechselkurse. Selbst wenn ein stabiler Wechselkurs kein primäres Ziel der Zentralbank darstellt, reagieren diese Instrumente auf eine Veränderung des Wechselkurses⁶⁰⁸.

Ein letzter Kritikpunkt an frei floatenden Wechselkurssystemen ergibt sich aus den Befürchtungen, dass jeder Versuch einer rezessiven Entwicklung der Wirtschaft durch eine Abwertung der Währung zu begegnen, aufgrund der sinkenden Glaubwürdigkeit des Systems fehlschlagen muss und folglich zu hohen Inflationsraten führt. Dennoch zeigen gerade die Erfahrungen Mexikos und in jüngster Zeit auch Brasiliens, dass frei floatende Wechselkurse in Emerging Markets durchaus mit Wirtschaftswachstum und Stabilität zu vereinbaren sind⁶⁰⁹.

⁶⁰⁵ Vgl. Hausman/Gavin/Pages-Serra/Stein (1999). Für Ricardo Hausman, Chief Economist der IDB, sind gemeinsame Währungsräume nur noch eine Frage der Zeit. Für ihn stellt sich daher weniger die Frage ob, sondern wie eine Dollarisierung vollzogen werden soll. Für eine Diskussion siehe Hausman (2000), Hausman/Powell (2000), Eichengreen (2000), Eichengreen/Hausman (1999)

⁶⁰⁶ Vgl. dazu Edwards/Savastano (1999)

⁶⁰⁷ Calvo/Reinhart (2000a/b) befassen sich in ihrer Kritik hauptsächlich mit den Erfahrungen flexibler Wechselkursregime. In wie weit sich die Ergebnisse hinsichtlich eines 'Fear-of-Floating' auf die neueren Entwicklungen in Mexiko übertragen lassen, wird in einem späteren Kapitel behandelt.

⁶⁰⁸ Chang (2000)

⁶⁰⁹ Vgl. Krugman (1999c)

3. Kapitalverkehrskontrollen

Als Ursache von Contagion-Effekten wurde hauptsächlich die zunehmende Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte verantwortlich gemacht. Das Dilemma, dem sich viele Emerging Markets mit einem quasi-fixen Wechselkurs während einer Krise gegenüber sahen, lagen darin, dass die Instrumente einer Verteidigung des Wechselkurses unweigerlich zu einer Rezession führten, eine Anpassung des Wechselkurses jedoch zu weiterem Vertrauensverlust und zu noch schlimmeren Entwicklungen führen könnten. Krugman⁶¹⁰ zufolge resultiert das Dilemma quasi-fixer Wechselkurssysteme aus dem von ihm formulierten 'eternal triangle', das sich aus den drei Eckpunkten freier Kapitalverkehr, der Möglichkeit zur Verteidigung des Wechselkurses und freie Auswahl der Stabilisierungsinstrumente ergibt. Wird ein freier Kapitalverkehr und die Möglichkeit zur Verteidigung des Wechselkurses verlangt, müssen die Stabilisierungsinstrumente geopfert werden, was zu einer expansiven Ausgabenpolitik des Staates führt. Wird hingegen freier Kapitalverkehr und die Möglichkeit einer freien Auswahl geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen gewünscht, ist dies nicht vereinbar mit den Anforderungen zur Verteidigung des Wechselkurses. Da eine stabile Wechselkurs- und Fiskalpolitik jedoch ausschlaggebend für das Vertrauen der Anleger ist und eine Abkehr von einem dieser Ziele zu Vertrauensverlust und rezessiver Entwicklung führt, bleibt die Einschränkung des freien Kapitalverkehrs die einzige Möglichkeit⁶¹¹.

Interessant ist in diesem Zusammenhang auch die Feststellung, dass die Einführung von Currency Boards oder eine Dollarisierung der nationalen Währung diese Diskrepanz nicht auflöst und somit keinen wirksamen Ausweg aus dem beschriebenen Dilemma bietet. Während Krugman's 'eternal triangle' auf den Zusammenhang von Kapitalverkehrskontrollen und quasi-fixen Wechselkurssystemen abzielt, konzentriert sich ein zweiter, eher genereller Ansatz auf den Zusammenhang von derartigen Kontrollen und der zunehmenden Kapitalmobilität. Im Fokus steht daher nicht die Verteidigung des Wechselkursregimes als solches, sondern eher die Ver-

⁶¹⁰ Krugman (1999b)

⁶¹¹ Die Ansicht, daß fixe oder quasi-fixe Wechselkurse, eine unabhängige Geldpolitik und uneingeschränkte Kapitalmobilität nicht auf einmal zu erreichen sind, geht zurück auf Robert Mundell (1967/1971). Neuere Diskussionsansätze sind zu finden bei MacDonald/Taylor (1992) und Kenen (1995)

meidung hoher Kapitalfluktuationen, die als potentiell schädlich angesehen werden⁶¹². Dieser zweite Ansatz befasst sich daher mit der Rolle und Wirksamkeit von Kapitalverkehrskontrollen als Schutzmechanismus vor Contagion-Effekten⁶¹³.

Zunächst einmal erklären sich die Vorteile eines liberalen internationalen Finanzsystems aus den gleichen Argumenten, wie diese schon bei der Liberalisierung des internationalen Handels zu finden waren⁶¹⁴. Was im Fall der Freihandelsdiskussion als Wettbewerbsvorteil oder 'competitive advantage' gewertet wird, kann bezüglich der Kapitalmobilität als effektiverer oder produktiverer Einsatz der Investitionen interpretiert werden, von dem schließlich alle profitieren. Alan Greenspan⁶¹⁵ urteilt über die zunehmende Expansion globaler Finanzierung:

„This process enhances cross-border trade in goods and services, facilitates cross-border portfolio investment strategies, enhances the lower-cost financing of real capital formation on a worldwide basis, and, hence, leads to an expansion of international trade and rising standards of living.“

Krugman⁶¹⁶ hingegen urteilte noch zu Beginn der neunziger Jahre, dass eine Integration in die internationalen Finanzmärkte gerade für Entwicklungsländer kein langfristiges Wirtschaftswachstum bedeutet. Er begründet seine Ansicht unter anderem aus der Beobachtung, dass Kapital allein relativ unbedeutend für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes ist⁶¹⁷. Dies gilt insbesondere dann, wenn etwa wie in Mexiko ein Großteil der Investitionen zum Aufkauf von Staatspapieren oder bereits bestehender Unternehmen verwendet wird, wodurch zumindest kurzfristig keine zusätzliche Nachfrage entsteht oder neue Arbeitsplätze geschaffen werden. In diesen Fällen hätte eine Beschränkung der Kapitalzuflüsse nur geringe direkte Auswirkungen auf das kurzfristige Wirtschaftswachstum. Anders hingegen sieht es jedoch hinsichtlich der Portfolioinvestitionen an den Aktienmärkten aus, die den Unternehmen Zugang zu zusätzlicher

⁶¹² Die Ansicht über die negativen Auswirkungen hoher Kapitalbewegungen wurde schon von John Maynard Keynes erkannt, der sich auf die hohe Mobilität spekulativen Kapitals bezog. Nicht zuletzt sollte bedacht werden, daß der Internationale Währungsfonds ursprünglich nicht als Garant freien Kapitalverkehrs, sondern auch als Reaktion auf die negativen Erfahrungen der zwanziger und dreißiger Jahre mit spekulativen Kapital gegründet wurde. Vgl. dazu Nurkse (1944). Einen historischen Überblick über den Inhalt der Stabilisierungsprogramme des IMF bietet Krueger (2000)

⁶¹³ Eine Einführung etwa bieten die Beiträge in Edwards (1995/1998d)

⁶¹⁴ Auf die Facetten des 'für' und 'wider' eines Freihandelssystems soll hier nicht eingegangen werden

⁶¹⁵ Greenspan (1998, 246). Eine gleiche oder ähnliche Haltung wird von internationalen Institutionen wie der Weltbank, dem IMF oder der WTO eingenommen.

⁶¹⁶ Krugman (1993)

⁶¹⁷ Blomstrom/Lipse/Zejan (1996) konnten bestätigen, daß mehr Investitionen nicht gleichbedeutend sind mit mehr Wirtschaftswachstum.

Liquidität bieten und somit zusätzliche Geldmittel für Investitionen bereitstellen. Wirtschaftswachstum kommt dabei hauptsächlich in Form von Produktivitätssteigerungen zustande. Die höhere Präsenz ausländischer Banken und anderer Finanzinstitutionen kann darüber hinaus die Effektivität des nationalen Bankensystems steigern, was wiederum zu einer effektiveren Verteilung der Ressourcen, sprich Investitionen führt⁶¹⁸. An dieser Argumentationskette setzt jedoch ein weiterer Kritikpunkt und ein weiteres Argument für Kapitalverkehrskontrollen an. Voraussetzung für ein derartiges Funktionieren mit den erwarteten wohlfahrtssteigernden Effekten ist die Existenz vollständiger Information und ein perfekt funktionierender Markt. Besonders jedoch in Emerging Markets sind derartige Voraussetzungen nur selten zu finden, so dass eine freie Kapitalmobilität in diesem Fall zu erheblichen Verzerrungen führen kann⁶¹⁹. Das Argument für Kapitalverkehrskontrollen ergibt sich somit aus dem 'second-best' Argument. Für jeden Marktfehler müsste in diesem Fall jedoch eine bestimmte Maßnahme erhoben werden. Ein derartiges Vorgehen ist in der Realität jedoch nicht durchführbar, da derartige Maßnahmen unter anderem ebenso einen perfekten Staat benötigen würde, der die exakten Verzerrungen erkennen und die richtigen Mittel erheben kann⁶²⁰.

Ein letztes Argument zur Implementierung von Kapitalverkehrskontrollen ergibt sich aus der hohen Volatilität der Finanzmärkte in den Emerging Markets. Gegenstand sind jedoch nicht mehr strukturelle Ursachen, sondern die Funktionsweise der Finanzmärkte an sich. Die Erfahrungen mit den Währungs- und Finanzkrisen wie in Mexiko zeigten, dass hohe Kapitalfluktuationen zum großen Teil von der Erwartungshaltung und Einschätzung der Marktteilnehmer, unvollständiger Information und multiplen Gleichgewichten abhängig sind. Dies kann zu einem Overshooting und starken Kapitalabflüssen, spekulativen Attacken und Contagion-Effekten führen⁶²¹. Calvo/Mendoza⁶²² schätzen bei ihrer Untersuchung der mexikanischen Pesokrise, dass Kapitalflüsse von etwa US\$ 15,7 Mrd. auf Contagion-Effekte zurückzuführen sind. Aufgrund dieser Tatsache erscheint eine Beschränkung des Kapitalverkehrs, etwa in Form einer Kontrolle der Kapitalabflüsse, durchaus gerechtfertigt. Ariel Buria⁶²³, ehemaliger Präsident der Banco de Mexico, kommt dabei zu dem Schluss:

⁶¹⁸ Levine (2000). Vergleiche auch Levine/Zervos (1998a/b)

⁶¹⁹ Cooper (1999)

⁶²⁰ Vgl. Dooley (1996).

⁶²¹ Vgl. Bacchetta/von Wincoop (1998) und Sachs (1999)

⁶²² Calvo/Mendoza (2000b)

⁶²³ Buria (1999, 8ff)

„Recent experiences of market instability in the new global, electronical linked markets (...) have made the potential costs of massive speculative flows difficult to ignore or underestimate (...). Some form of regulation or control (...) seems necessary to protect emerging-market economies from the devastating financial crises caused by massive capital movements.“

Auch für andere namhafte Autoren wie Bhagwati und Krugman stellte sich die Frage nach einem Eingriff des Staates angesichts der hohen Kosten, die sich aus der hohen Kapitalmobilität ergeben können. Kapitalverkehrskontrollen seien demnach auch angesichts der möglichen Ineffizienz und hoher Kosten und daraus entstehender Nachteile gegenüber einem freien Kapitalverkehr zu bevorzugen. So äußert sich Bhagwati⁶²⁴:

„Thus, any nation contemplating the embrace of free capital mobility must reckon with these costs and also consider the probability of running into a crisis. The gains from economic efficiency that would flow from free capital mobility (...) must be set against this loss if a wise decision is to be made.“

Und Krugman⁶²⁵ kommt zu dem Schluss:

„As long as capital flows freely nations will be vulnerable to self-fulfilling attacks, and policymakers will be forced to play the confidence game. And so we come to the question of whether capital should really be allowed to flow so freely. (...) There is a virtual consensus among economists that exchange controls work badly. But when you face the kind of disaster now, occurring in Asia, the question has to be: badly compared to what?“

Trotz der weitreichenden Fürsprache von Kapitalverkehrskontrollen existierten auch gegenteilige Meinungen. Eichengreen sprach sich vehement gegen derartige Kontrollen aus. Derartige Schritte seien als Vorsichtsmaßnahmen ungeeignet, da sie eine Garantiefunktion für den Banksektor implizieren, was wiederum zu ‘moral-hazard’ Problemen führe. Auch als Notfallmaßnahmen sind diese Maßnahmen ungeeignet, da sie zum einen hohe volkswirtschaftliche Kosten in sich bergen. Ein Aufbau funktionstüchtiger Finanzmärkte bietet demnach eine weitaus effektivere Möglichkeit⁶²⁶.

⁶²⁴ Bhagwati (1998a, 9). Vgl. dazu auch seine Äußerungen auf der NBER Conference on Capital Controls (1998b).

⁶²⁵ Krugman (1998)

⁶²⁶ Eichengreen (1998)

3.1 Wirksamkeit von Kapitalverkehrskontrollen

Das beabsichtigte Ziel von Kapitalverkehrskontrollen liegt zum einen darin, spekulatives und hoch volatiles Kapital fernzuhalten. Je höher der Anteil kurzfristigen spekulativen Kapitals ist, desto höher sind auch die kurzfristigen Fluktuationen und um so stärker sind die negativen Auswirkungen und der mögliche Abwertungsdruck auf die Währung. Ein anderes und damit eng verbundenes Ziel ist die Stabilisierung der nationalen Zinsraten. Mehrere Untersuchungen scheinen darauf hinzuweisen, dass derartige Kontrollen zwar nicht das Gesamtvolumen der Kapitalzuflüsse ändern, wohl aber Auswirkungen auf die Zusammensetzung des Kapitals haben können⁶²⁷. So scheinen Kapitalverkehrskontrollen eine Steigerung von Direktinvestitionen, eine Ausweitung des Anlagehorizontes kurzfristiger Verschuldungsinstrumente und einen Rückgang des Anteils an Portfolioinvestitionen zu bewirken. Kapitalverkehrskontrollen verhindern darüber hinaus aber auch den Zufluss von Kapital, die für produktive Investitionen benötigt werden.

Eine ähnliche Entwicklung ist jedoch auch in Mexiko nach 1994 zu beobachten, ohne dass derartige Beschränkungen im Kapitalverkehr bestehen. Es bleibt folglich die Frage bestehen, ob eine derartige Entwicklung auf die Wirkung von Kapitalverkehrskontrollen oder eher auf nationale Besonderheiten zurückzuführen ist oder schließlich auf eine generelle Tendenz internationaler Kapitalströme hinweist. Weiterhin ist zu beachten, dass derartige Kontrollen auch zu hohen Kosten führen können. Große Unternehmen haben durch ihren Zugang zu internationalen Finanzmärkten die Möglichkeit, etwaige Beschränkungen zu umgehen, während mittelständische und kleine Unternehmen mit höheren Kapitalkosten auf den protegierten nationalen Märkten rechnen müssen⁶²⁸.

Weiterhin lässt sich belegen, dass Kapitalverkehrskontrollen mit zunehmender Dauer an Wirksamkeit zu verlieren scheinen⁶²⁹. Dies deutet darauf hin, dass Kapitalverkehrskontrollen, keinen oder nur einen beschränkten Einfluss auf die Höhe des Länderrisikos und damit auf die Zin-

⁶²⁷ Vgl. Montiel/Reinhart (1999a/b), DeGreorgio/Edwards/Valdes (2000)

⁶²⁸ DeGreorgio/Edwards/Valdes (2000) schätzen, das mittlere und kleine Unternehmen in Chile 1997 etwa doppelt so hohe Kapitalkosten zu tragen hatten wie große Unternehmen.

⁶²⁹ Vgl. etwa Calvo/Reinhart (1999) empfehlen daher eher eine Dollarisierung als präventive Maßnahme von Contagion-Effekten. Reinhart/Smith (1997) weisen weiterhin darauf hin, daß Kapitalverkehrskontrollen nicht zu Krisenzeiten etabliert werden sollten, da dies für Kapitalanleger als Hinweis auf bevorstehende Probleme verstanden werden kann.

sentwicklung haben, und die Investitionsentscheidungen der Anleger ungeachtet der existierenden Kontrollen stattfindet.

Die Erfahrungen im Umgang mit Restriktionen nahezu jeder Art weisen schließlich darauf hin, dass diese oftmals umgangen und zu noch negativeren Ergebnissen führen können, die zuvor nicht abzusehen waren. Dabei können die neuen Kanäle außerhalb jeglicher staatlicher Einflussnahme liegen⁶³⁰. Diese Tatsache mag auch darauf hinweisen, dass zunehmend technische Möglichkeiten bestehen, derartige Beschränkungen zu umgehen. Die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen mag daher akademisch sinnvoll und gerechtfertigt erscheinen, in der Realität jedoch erweist sich der ' Markt' gegenüber jeder Form staatlicher Intervention überlegen⁶³¹.

⁶³⁰ Vgl. Greenspan (1998)

⁶³¹ Vgl. Cohen (2000b)

3.2 Erfahrungen ausgewählter Länder

Die Erfahrungen vieler Länder mit der Effektivität von Kapitalverkehrskontrollen zeigt, dass trotz aller theoretischer Rechtfertigung die Wirksamkeit von Kapitalverkehrskontrollen eher beschränkt blieb. Ein häufig zitiertes Beispiel erfolgreicher Kontrollen bietet Chile, das bereits 1991 Beschränkungen auf Kapitalimporte erließ⁶³². Bis 1995 wurden diese Maßnahmen in mehreren Schritten verändert und weiter verschärft. Unter dem Druck der Asienkrise wurden die Beschränkungen im Juni 1998 zunächst teilweise, im September darauf völlig abgeschafft⁶³³. Ziel der Kontrollen war zum einen eine Verminderung des Volumens der Kapitalzuflüsse und eine Verlängerung des Anlagehorizontes, weiterhin die Vermeidung einer durch Kapitalimporte verursachten Aufwertung der nationalen Währung und schließlich die Aufrechterhaltung einer hohen Zinsdifferenz zwischen nationalen und internationalen Finanzmärkten als Mittel zur Inflationsbekämpfung und zur Verminderung der Anfälligkeiten des Systems gegenüber externen Einflüssen.

Chile galt gerade im Zuge der Pesokrise als Musterbeispiel wirksamer Kapitalverkehrskontrollen. Die nationale Zinsrate Chiles als Indikator der Anfälligkeit gegenüber Contagion-Effekten blieb bis auf wenige Wochen im Januar 1995 unbeeinflusst von den Entwicklungen in Mexiko, während andere Staaten, und unter ihnen besonders Argentinien, unter dem sogenannten Tequila-Effekt litten. Auch im weiteren Verlauf bis zum September 1997 blieb die Zinsrate in Chile äußerst stabil. Im Zuge der Asienkrise im August 1997 und der Russlandkrise vom September 1998 geriet Chile jedoch stark unter Druck und die nationale Zinsrate stieg während der Zeit trotz Kapitalverkehrskontrollen stark an. Chile wurde vielmehr von Contagion-Effekten betroffen, trotzdem die bestehenden Beschränkungen noch ausgeweitet wurden⁶³⁴. Eine Beruhigung an den Finanzmärkten fand erst nach der Aufhebung der Kontrollen 1999 statt, und die Zinsrate sank wieder. Edwards⁶³⁵ deutet dies als einen strukturellen Bruch im

⁶³² Bosworth/Dornbusch/Laban (1994) und Laban/Larrain (1994) schildern detailliert die Maßnahmen und Erfahrungen Chiles in den frühen Jahren. Als Befürworter des chilenischen Vorgehens siehe Bhagwati (1998b)

⁶³³ Eine Zusammenfassung dieses Prozesses bieten etwa Edwards (2000a) und Reinhart/Smith (1997). Rechtlich gesehen wurden die Kontrollen nicht abgeschafft, sondern lediglich außer Kraft gesetzt, womit sich die Regierung die Option einer Wiederaufnahme der Kontrollen auch weiterhin freihält

⁶³⁴ DeGeorgio/Edwards/Valdes (2000)

⁶³⁵ Edwards (2000c, 21)

Verhältnis zwischen der Entwicklung der Zinsraten in Chile und dem Anteil des Länderrisikos an dieser Rate im Zeitraum zwischen 1997 und 1998.

Als weiteres Beispiel erfolgreicher Kapitalverkehrskontrollen wird auch Malaysia genannt, die ihre Maßnahmen erst im Zuge der Asienkrise im September 1998 erließen⁶³⁶. Im ersten Jahr der Finanzkrise verlor die nationale Währung, der Ringgit, etwa 40 Prozent seines Wertes, während die Börse um etwa 75 Prozent nachgab. Der damalige Finanzminister wurde entlassen und später verhaftet. Premierminister Mahatir Mahmud bezeichnete die Finanzkrise als westliche Konspiration, um die malaiische Wirtschaft zu vernichten⁶³⁷. Als Konsequenz wurde die nationale Währung fixiert, der Devisenhandel eingeschränkt und das investierte Kapital für die Dauer eines Jahres im Land gebunden. Das Ziel des Programms lag darin, ausreichend Spielraum für Stabilisierungsmaßnahmen zu schaffen. Die Zinsen und einige Steuern wurden gesenkt, und die öffentlichen Ausgaben stark erhöht. Als Erfolg kann gewertet werden, dass sich die Wirtschaft recht schnell erholte. Innerhalb weniger Monate konnte erneut wirtschaftliches Wachstum verzeichnet werden, Exporte und Devisenreserven stiegen an, und die Börse erholte sich.

Fraglich bleibt jedoch, ob diese Erholung aufgrund der eingeführten Kontrollen stattfand, da sich auch in anderen Ländern der Region die wirtschaftliche Situation rasch verbesserte und einige Länder sogar eine stärkere Erholung verzeichnen konnten als Malaysia. Internationales Kapital floß zunächst verstärkt nach Thailand und Korea, und weniger nach Malaysia. Nach weniger als einem halben Jahr wurden daher die Kapitalverkehrskontrollen wieder zurückgenommen und im September 1999 weitgehend aufgehoben. Diese Rücknahme der Maßnahmen kann somit auch als Anerkenntnis der Wirkungslosigkeit der Maßnahmen gewertet werden. Aufgrund der besseren wirtschaftlichen Ausgangsbedingungen spekulieren Kritiker, dass sogar eine schnellere Erholung möglich gewesen sein könnte. Es wird daher vermutet, dass die Kontrollen eine schnellere Erholung der Wirtschaft verhinderten.

⁶³⁶ Edison/Reinhart (2000) bieten eine detaillierte Darstellung.

⁶³⁷ Er ließ sich weiterhin zu der Äußerung hinreißen, daß es Zeit sei, die Kontrolle von den internationalen Spekulanten zurückzugewinnen, die von George Soros und 'the Jews' angeführt würde (The New York Times, October 28, 1998).

„(...) given Malaysia' s much stronger economic fundamentals and financial institutions before the crisis, one would have expected its recovery to be faster and stronger than that of other countries.“⁶³⁸

Auch Untersuchungen der Erfahrungen in anderen Staaten wie etwa Brasilien und Thailand lassen an der Effektivität von Kapitalverkehrskontrollen zum Schutz der heimischen Wirtschaft vor Contagion-Effekten bezweifeln⁶³⁹.

⁶³⁸ Lim (1999, 3)

⁶³⁹ Vgl. Edison/Reinhart (1999/2000)

3.3 Akzeptanz von Kapitalverkehrskontrollen

Generell kann beobachtet werden, dass die Akzeptanz von Kapitalverkehrskontrollen seit den neunziger Jahren abgenommen hat⁶⁴⁰. Die Gründe dafür sind vielfältiger Natur. Neben der scheinbar geringen Effektivität derartiger Kontrollen besteht weitgehend Unklarheit über die genaue Ausgestaltung des Programms. Andere Gründe können sich aus den geänderten Rahmenbedingungen, namentlich aus der fortschreitenden Integration der Finanzmärkte, oder aus politisch-ideologischen Motiven ergeben.

Hinsichtlich der Ausgestaltung von Kapitalverkehrskontrollen bleibt unklar, ob derartige Maßnahmen auf nur Kapitalimporte oder auch auf Kapitalexporte angewandt werden sollen. Weiterhin besteht die Frage, ob alle Anleger oder nur ausländische Anleger in diese Maßnahmen einbezogen werden sollen. Unklar bleibt auch, ob nur bestimmte Portfolioinvestitionen Gegenstand der Maßnahmen sein sollen, oder diese auf alle Arten von Kapitalzuflüssen ausgeweitet werden sollen. In Anbetracht der zeitlichen Begrenzung von Contagion-Effekten stellt sich schließlich auch die Frage, ob die etwaigen Kontrollen nur kurzfristig oder permanent eingeführt werden sollen⁶⁴¹.

Trotz der zeitlich beschränkten Wirksamkeit von Kapitalverkehrskontrollen besteht die Gefahr, dass sich Staaten aufgrund des 'Fear-of-Floating' zu sehr auf diese Maßnahmen verlassen⁶⁴². Eine Beschränkung der Kapitalmobilität kann die Gefahr einer falschen Sicherheit vermitteln. So wähnte sich Korea vor Ausbruch der Asienkrise weitgehend immun gegenüber Währungskrisen und wurde darin in der Einschätzung einiger Kapitalanleger unterstützt. Brasilianische Politiker argumentierten, dass aufgrund der Beschränkungen eine ähnliche Gefahr wie der einer mexikanischen Pesokrise auszuschließen sei. Dennoch wurden beide Länder Ziel spekulativer Attacken. Chile schließlich wies trotz Beschränkungen keinen signifikant niedrigeren Anteil kurzfristiger Verschuldung als andere lateinamerikanische Länder auf⁶⁴³.

⁶⁴⁰ IMF (1999a)

⁶⁴¹ Eine tiefere Diskussion kann hier nicht erfolgen, da dies den Rahmen der Arbeit sprengen würde. Eine einleitende Literatur zu dieser Thematik bieten Edwards (1999a/b), Dooley (1996) und Laban/Larrain (1993). Im weiteren Verlauf soll lediglich die Effektivität von Kapitalverkehrskontrollen anhand der Erfahrungen einiger Länder eingegangen werden.

⁶⁴² Calvo/Reinhart (1999)

⁶⁴³ Edwards (1999b)

Neben der schwierigen Frage der Ausgestaltung der Maßnahmen im einzelnen und den wenig überzeugenden Erfahrungen mit derartigen Kontrollen stellt sich weiterhin das Problem der Durchführbarkeit und der Überwachung der Maßnahmen. Die technologische Entwicklung sowohl hinsichtlich spezieller Computersoftware als auch der Neuerungen im Bereich der Telekommunikation erleichtern dabei eine Umgehung der Restriktionen.

Greenspan⁶⁴⁴ äußert dazu:

„The rapid expansion in cross-border banking and finance should not be surprising given the extent to which low-cost information processing and communications technology have improved the ability of consumers in one part of the world to avail themselves of borrowing, depositing, of risk-management opportunities offered anywhere in the world on a real-time basis.“

Die fortschreitende Integration der internationalen Finanzmärkte verringert darüber hinaus die Abhängigkeit von einer eigenen nationalen Währung. Die Trennungslinien zwischen separaten Währungen verschwimmen zunehmend und grenzüberschreitender Kapitalverkehr gewinnt mehr und mehr an Bedeutung. Cohen⁶⁴⁵ spricht in diesem Zusammenhang von einer Deterritorialisierung der nationalen Währung, die einen entscheidenden Einfluss auf die Währungspolitik eines Landes hat. Der einzelne Staat verliert demnach mehr und mehr an seinem Währungsmonopol und seinen Kontrollmöglichkeiten, wobei er etwa den Wechselkurs als Instrument zur Ausgestaltung seiner nationalen Wirtschaftspolitik bestimmen kann. In neuerer Zeit hingegen scheint die Währungspolitik stärker von externen Determinanten bestimmt und auf die unterschiedlichen Marketingstrategien reduziert zu sein, um die Nachfrage nach der Währung zu managen⁶⁴⁶.

Die geringe Akzeptanz von Kapitalverkehrskontrollen vieler Länder mag neben der wenig überzeugenden Effektivität und den möglichen negativen Auswirkungen auf die Glaubwürdigkeit der Währungspolitik einer Regierung schließlich auch in politisch-ideologischen Ursachen liegen. Derartige Kontrollen widersprechen demnach den Normen demokratischer Verhältnisse und vermitteln vielmehr dirigistische Eingriffe seitens des Staates. Ziel der mexikanischen Re-

⁶⁴⁴ Greenspan (1998, 245)

⁶⁴⁵ Cohen (1998)

⁶⁴⁶ Cohen (2000b, 3)

formbemühungen war und ist hingegen eine weitreichende Liberalisierung und Deregulierung.

Hale⁶⁴⁷ formuliert in diesem Zusammenhang:

„(that) capital controls represent a form of command economy intervention which could have implications for a country' s political freedom, not just its economic freedom.“

⁶⁴⁷ Hale (1998, 11)

4. Erfahrungen Mexikos im Umgang mit Contagion Effekten

Die Integration Mexikos in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte zu Beginn der 90er Jahre erforderte eine erhöhte Flexibilität und eine Ausweitung der Reaktionsmöglichkeiten auf derartige Krisenerscheinungen. Die systeminhärenten Probleme einer ERBS und die nur bedingt vorhandene systeminhärente Flexibilität eines quasi-fixen Wechselkurses konnte den Herausforderungen einer fortschreitenden Integration und hoher Kapitalmarktschwankungen nicht standhalten.

Ein durchaus anderes Bild ergab sich hinsichtlich der Reaktion Mexikos im Zuge der Contagion-Effekte aus Asien, Russland und Brasilien. Zwar wurde Mexiko auch hier durch die internationalen Liquiditätsengpässe von diesen Krisen negativ betroffen, das Land konnte jedoch aufgrund des geänderten Wechselkursregimes weitaus schneller und effektiver auf diese Erscheinungen reagieren als eine Vielzahl anderer Staaten.

Auffällig ist auch hier, dass die Contagion-Effekte auf Mexiko vor allem in Form hoher Abflüsse privaten Kapitals wiederum unabhängig von der Entwicklung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Landes stattfanden. Kennzeichnend für diese Entwicklung waren die nur wenige Wochen oder Monate andauernden Liquiditätsengpässe, die eine flexible und von Fall zu Fall unterschiedliche Reaktionen erforderten. Die Fähigkeit Mexikos, mit derartig hohen Kapitalmarktfluktuationen umzugehen, scheint bislang und im Vergleich zu den Erfahrungen anderer Emerging Markets für die Effektivität des neuen Systems zur Bewältigung hoher Kapitalmarktfluktuationen zu sprechen⁶⁴⁸.

⁶⁴⁸ Welche Auswirkungen die Regierungsübernahme von Vincente Fox im Dezember 2000 haben wird, ist derzeit noch nicht abzusehen. Dennoch veranlaßte die Regierungsübernahme Rüdiger Dornbusch dazu, eine sofortige Dollarisierung bei Amtsübernahme vorzuschlagen. Dies jedoch nicht aus Gründen der mangelnden Wirksamkeit des Systems, sondern aufgrund der vermuteten mangelnden Kompetenz des neuen Regierungschefs und seines Mitarbeiterstabes (Dornbusch (2000))

4.1 Contagion-Effekte aus Asien

Die Auswirkungen der Asienkrise von 1997 trafen die Länder Lateinamerikas in äußerst unterschiedlicher Weise. Während die Kapitalzuflüsse nach Asien 1997 um 30 Prozent sanken, legten die privaten Kapitalzuflüsse nach Lateinamerika um knapp 10 Prozent zu. Diese konsolidierte Darstellung verdeckt jedoch die starken Schwankungen im Verlauf des Jahres 1997, die besonders im dritten Quartal zu verzeichnen waren.

Tabelle 13

Private Nettokapitalflüsse (1996-1997)
(in Mrd. US\$)

	1996	1997
Developing countries	190.9	131.8
Latinamerica	81.7	88.3

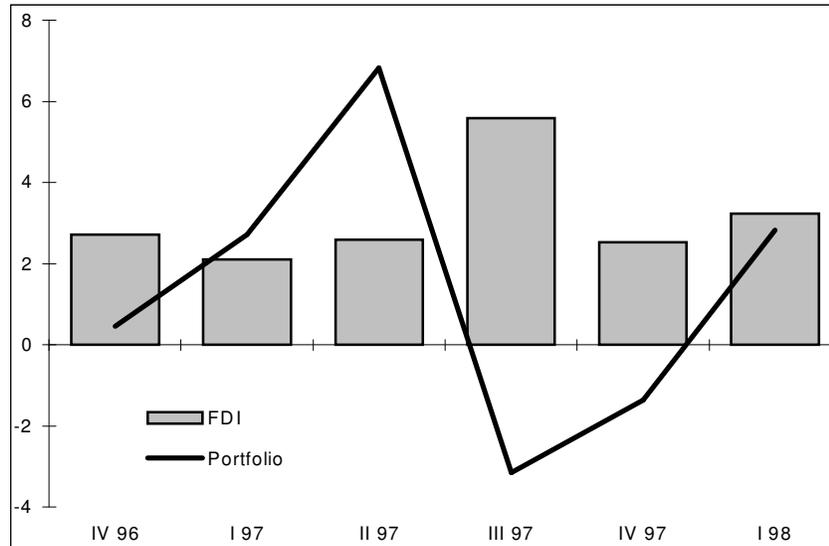
Quelle: World Economic Outlook and International Capital Markets:
Interim Assessment, IMF, December 1998

Zunächst lässt sich beobachten, dass im Zuge der Finanzkrise in Thailand die Kapitalimporte in Form von Portfolioinvestitionen nach Mexiko stark nachgaben. Die größten Schwankungen ergaben sich im Bereich der Anleihen, die sich zwischen dem zweiten und dritten Quartal 1997 von einem Zufluss in Höhe von US\$ 5,2 Mrd. in ein Kapitalabfluss von US\$ 4,3 Mrd. wandelten.

Diese Auswirkungen auf die Portfolioinvestitionen waren jedoch nur kurzfristiger Natur, so dass bereits im ersten Quartal 1998 wieder positive Zuflüsse verzeichnet werden konnten. Dennoch bleibt anzumerken, dass der massive Rückgang an Portfolioinvestitionen zum dritten Quartal nicht auf die Entwicklung der mexikanischen Fundamentaldaten zurückzuführen war. Die Zentralbank ging daher in ihren Prognosen für das folgende Jahr 1998 auch weiterhin von einer erhöhten Volatilität an den Kapitalmärkte aus.

Graphik 24

Private Kapitalzuflüsse (IV.1996-I.1998) (in Mrd. US\$)



Quelle: International Financial Statistics

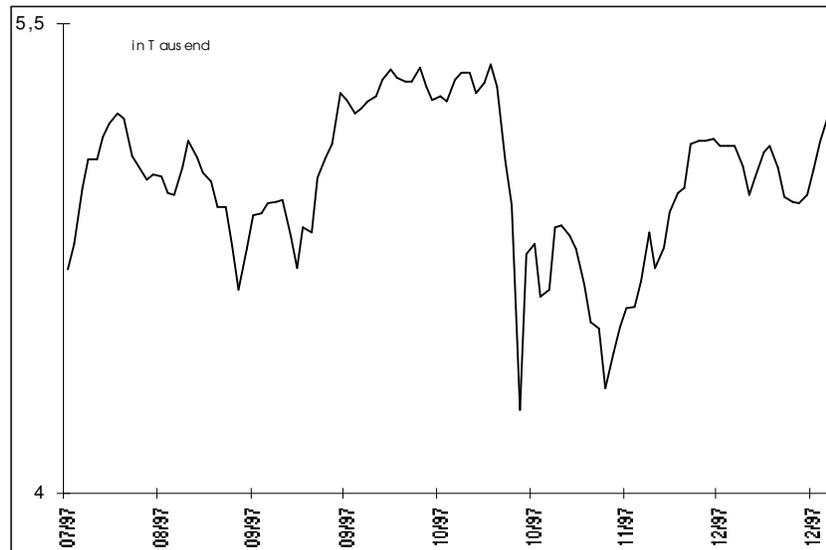
Gleichzeitig blieben die ausländischen Direktinvestitionen relativ konstant, und legten zum dritten Quartal 1997 sogar leicht zu. Wie schon im Zuge der Pesokrise 1995 blieben derartige Kapitalzuflüsse unbeeindruckt von der Entwicklung der Portfolioinvestitionen. Dieser Zusammenhang weist auf eine von den wirtschaftlichen Fundamentaldaten weitgehend unabhängige Entwicklung der Portfolioinvestitionen hin.

Die Effekte auf die mexikanische Börse kamen zeitverzögert mit der weiteren Ausbreitung der Krise auf andere südostasiatischen Länder und der Abwertung der koreanischen Währung im Oktober 1997. Zu diesem Zeitpunkt gab der Index der mexikanischen Börse innerhalb weniger Tage um nahezu 20 Prozent nach.

Die Auswirkungen waren jedoch nur äußerst kurzfristiger Natur und spiegelten die Unsicherheit internationaler Anleger wider. Kurze Zeit später trat bereits wieder eine Erholung der mexikanischen Börse ein, so dass bereits im Januar 1998 der Börsenindex wieder sein Ausgangsniveau vom Oktober 1997 erreichte.

Graphik 25

Entwicklung des mexikanischen Börsenindex (1997)



Quelle: Banco de Mexico

Die wesentlichen Auswirkungen der Asienkrise auf Lateinamerika ergaben sich aus der Verschlechterung der Handelspreise für kompetitive Exportgüter in die Vereinigten Staaten. Besonders betroffen durch die sinkende Güternachfrage und dem Währungsverfall waren zudem jene Länder, die entweder direkten Handel mit Ländern der Krisenregion betrieben, oder mit diesen in direkter Konkurrenz auf Drittmärkten standen. Für Mexiko wurde aufgrund der geringen direkten Handelsverbindungen zunächst vermutet, dass sich vor allem die indirekten Transmissionsmechanismen negativ auf die mexikanischen Exporte in die USA und das Wirtschaftswachstum auswirken könnten⁶⁴⁹. Dieser Zusammenhang ergab sich hauptsächlich nur für diejenige Gruppe von Exporten, deren Anteil an den amerikanischen Importen niedriger als zehn Prozent beträgt. Für die Exporte, die oberhalb dieser Grenze lagen, waren die Auswirkungen nur gering. Der Substitutionseffekt mexikanischer Exporte durch asiatische Produkte betrug nur etwa 1,1 Prozent der Gesamtexporte Mexikos. Dennoch konnten in diesem Zeitraum die Gesamtexporte Mexikos in die USA ausgeweitet werden⁶⁵⁰.

⁶⁴⁹ Vgl. Banco de Mexico, Report on Monetary Policy for 1998 und The Mexican Economy 1998, June

⁶⁵⁰ Bazdresch/Werner (1999)

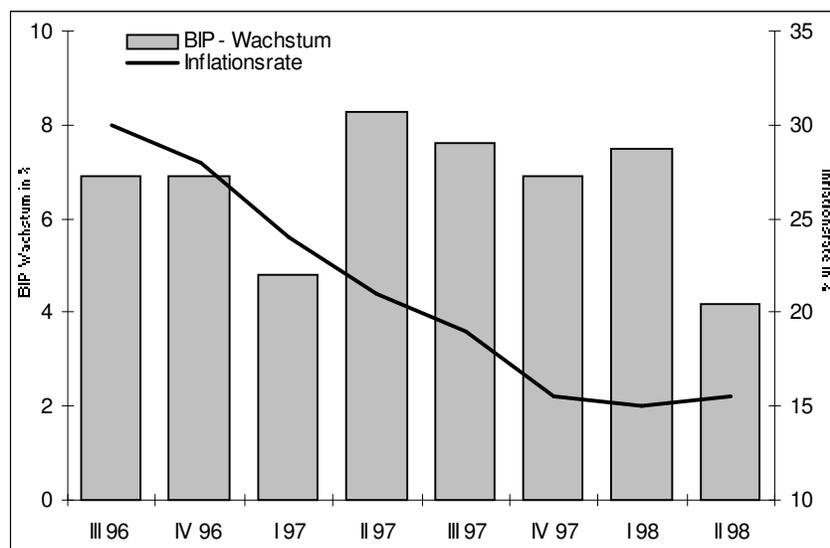
Den weitaus größten Einfluss auf die mexikanische Wirtschaft hatte der Rückgang der Ölpreise im Jahr 1997 von zunächst prognostizierten US\$ 15,5 auf US\$ 10,16 pro Barrel, obwohl diese Entwicklung nicht oder nur indirekt mit der Asienkrise in Zusammenhang gebracht werden kann. Die Abhängigkeit Mexikos von Rohölexporten ist auch weiterhin hoch, obwohl andere Sektoren, vor allem in der weiterverarbeitenden Industrie, ihren Anteil an den Gesamtexporten vor allem nach der Pesokrise weiter ausbauen konnten.

Angesichts der Tatsache, dass über ein Drittel des mexikanischen Staatsbudgets aus den Einnahmen der Erdölexporte bestritten wird, hatte diese Entwicklung entscheidende Auswirkungen auf die Fundamentaldaten des Landes. So wurden die Verluste des öffentlichen Sektors aus dem Ölpreisverfall auf etwa 1,3 Prozent des BIP geschätzt⁶⁵¹. Das Wirtschaftswachstum Mexikos blieb im Verlauf der Asienkrise erstaunlich hoch und lag in den letzten drei Quartalen bei über 6 Prozent, während die Inflationsrate von beinahe 25 Prozent zu Beginn des Jahres kontinuierlich auf unter 16 Prozent sank. Diese Entwicklungen sprechen für die Effektivität des Währungsregimes und ein verbessertes Krisenmanagement Mexikos.

Graphik 26

BIP-Wachstum und Inflationsrate (III.1996-II.1997)

(Angaben in %)



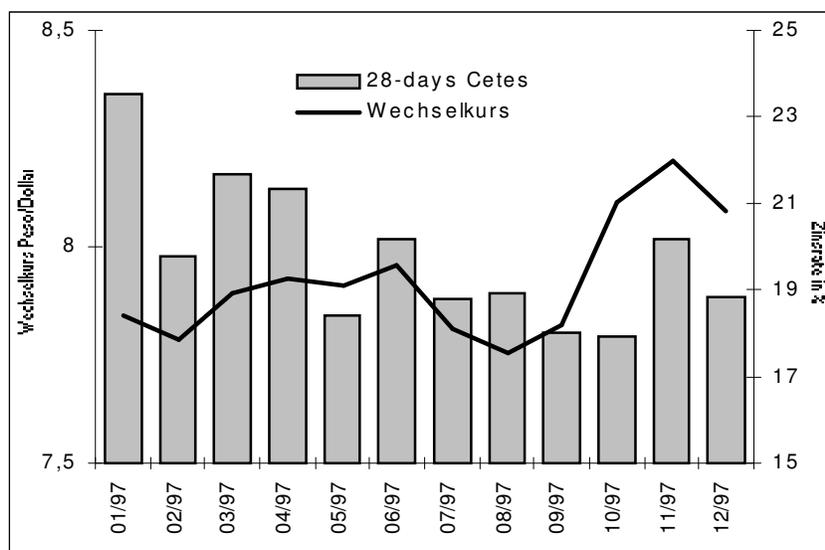
Quelle: Banco de Mexico

⁶⁵¹ Bazdresch/Werner (1999)

Die Contagion-Effekte, die durch die Finanzmärkte übertragen wurden, können somit nicht auf die Entwicklung der ökonomischen Fundamentaldaten zurückgeführt werden. Des weiteren hatten die dadurch verursachten Fluktuationen nur einen geringen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung und die ökonomischen Fundamentaldaten Mexikos. Für die Stabilität der mexikanischen Wirtschaft spricht auch die Entwicklung der Zinsrate und des Wechselkurses, die nahezu stabil blieben. Zwar stiegen die Zinsen gegen Ende des Jahres kurzfristig an, was wiederum Auswirkungen auf die Wechselkursentwicklung hatte. Kurze Zeit später erholten sich beide Werte jedoch wieder und erreichten innerhalb weniger Wochen ihr Ausgangsniveau.

Graphik 27

Zins- und Wechselkursentwicklung (1997)



Quelle: Banco de Mexico

Die Leistungsbilanz entwickelte sich im Laufe des Jahres aufgrund der erhöhten Staatsausgaben zur Kompensation der Contagion-Effekte zwar leicht negativ, wurde jedoch durch den konstant hohen Zufluss an Direktinvestitionen mehr als kompensiert. Die Auswirkungen der Contagion-Effekte aus der Asienkrise auf die mexikanische Wirtschaft und die Entwicklung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten blieben somit sehr gering und beschränkten sich auf die geringen Substitutionseffekte im Handelsbereich. Um die staatlichen Mindereinnahmen aus den gesunkenen Ölpreisen zu kompensieren, wurden die öffentlichen Ausgaben im laufenden und

im folgenden Jahr ausgeweitet, wodurch sich auch das Staatsdefizit erhöhte. Dennoch wurden jedoch die kurzfristigen Schwankungen auf den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten als problematisch angesehen.

Insgesamt waren die privaten Kapitalzuflüsse in die Entwicklungsländer 1997 im Vergleich zum Vorjahr um rund 30 Prozent zurückgegangen. Dennoch blieb die Region Lateinamerika von ähnlich gravierenden Entwicklung wie in Asien weitgehend verschont, und konnte gegenüber dem Vorjahr sogar einen leichten Anstieg der Investitionen verzeichnen. Dennoch äußerte die Banco de Mexico in ihrer Beurteilung der künftigen Entwicklung⁶⁵²:

„(...) it would be wise to assume that, during 1998, the international financial markets will be more volatile and that Mexico' s access to foreign resources will not be as easy as during 1997. Thus, depending on the deepness and duration of the Asian crisis, lower economic growth could be seen, as well as a higher current account deficit and additional inflationary pressures.“

⁶⁵² Banco de Mexico, Report on Monetary Policy for 1998, Seite 4

4.2 Contagion-Effekte aus Russland und Brasilien

Während Mexiko während der Asienkrise weitgehend von den negativen Auswirkungen der Contagion-Effekte verschont blieb, schlugen sich die Auswirkungen der Russland- und Brasilienkrise um so deutlicher in den Kennzahlen der mexikanischen Wirtschaft nieder. Generell wirkte sich der Zusammenbruch der russischen Wirtschaft schädlich auf die internationalen Finanzmärkte aus und führte zu einer weiteren Änderung des Anlageverhaltens internationaler Investoren. Der Grund dafür lag in der Tatsache, dass entgegen den Annahmen vieler Investoren internationale Unterstützungsmaßnahmen für Russland, wie durch das ' Bail-Out' Programm während der Pesokrise 1994, weitgehend ausblieben. Das Fehlen eines ' Lender-Of-Last-Resort' führte zu einer Neueinschätzung des jeweiligen Anlagerisikos in den verschiedenen Ländern und betraf vor allem jene Staaten, deren wirtschaftliche Ausgangssituation eher schwach war.

Diese Entwicklung zusammen mit der Einführung massiver Kapitalverkehrskontrollen in Malaysia führten zu einem Rückzug internationaler Investoren aus den Emerging Markets, die in der Folgezeit eher in sichere Anlageländern in den Industriestaaten investierten. So verringerten sich 1998 die privaten Nettokapitalzuflüsse in die Entwicklungsländer nochmals um mehr als 30 Prozent gegenüber dem Vorjahr.

Tabelle 14

Private Nettokapitalflüsse (1997-1998) (in Mrd. US\$)

	1997	1998
Developing countries	131.8	87.6
Latinamerica	88.3	73.6

Quelle: World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment, IMF, December 1998

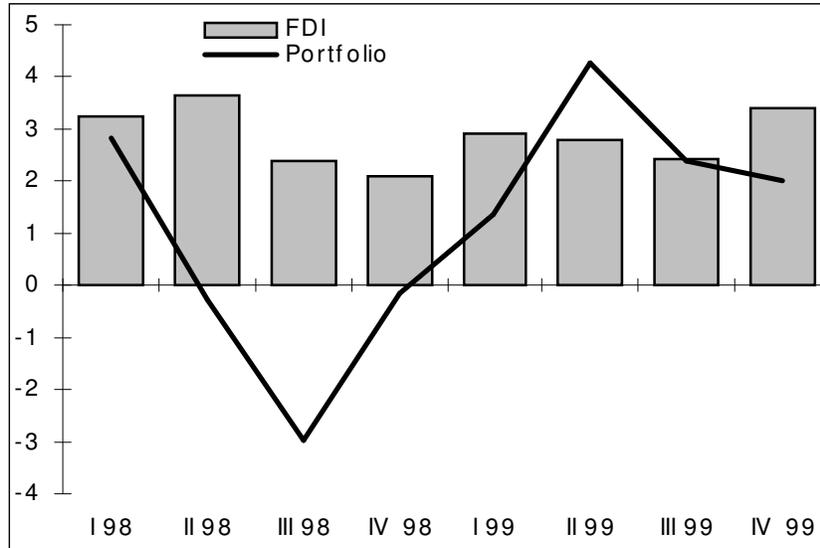
Die Auswirkungen dieser Entwicklung waren in Lateinamerika in weitaus geringerem Maße zu spüren. Dort ließen die privaten Kapitalzuflüsse um etwa 15 Prozent gegenüber dem Vorjahr nach. Ein Großteil dieser Abflüsse fand in den Monaten August und September statt und führte

international zu hohen Liquiditätsengpässen⁶⁵³. In Lateinamerika waren Ecuador und Kolumbien am stärksten von dieser Entwicklung betroffen. Beide Länder sahen sich gezwungen, ihre Währung abzuwerten. Auch Brasiliens Währung geriet unter starken Druck und musste im Januar des folgenden Jahres schließlich gefloatet werden.

Als Folge der Russlandkrise gerieten auch internationale Hedgefonds unter Druck. Resultat dieser Entwicklung war, dass sich der Kapitalabfluss noch verstärkte, da internationale Anleger zum Ausgleich der entstandenen Verluste auch Kapital aus Ländern abzogen, die zunächst nicht von der Entwicklung betroffen waren⁶⁵⁴. Auch Mexiko blieb von dieser Entwicklung nicht verschont. Bis 1999 blieben die Portfolioinvestitionen weit unterhalb des Niveaus, welches vor der Asienkrise erreicht wurde.

Graphik 28

Private Kapitalzuflüsse (I.1998-IV.1999)
(in Mrd. US\$)



Quelle: IMF, International Financial Statistics

⁶⁵³ Eine Darstellung der Auswirkungen der internationalen Finanzkrise auf die Brady-Bond Märkte findet sich in den Monetary Policy Guidelines for 2000 der Banco de Mexico.

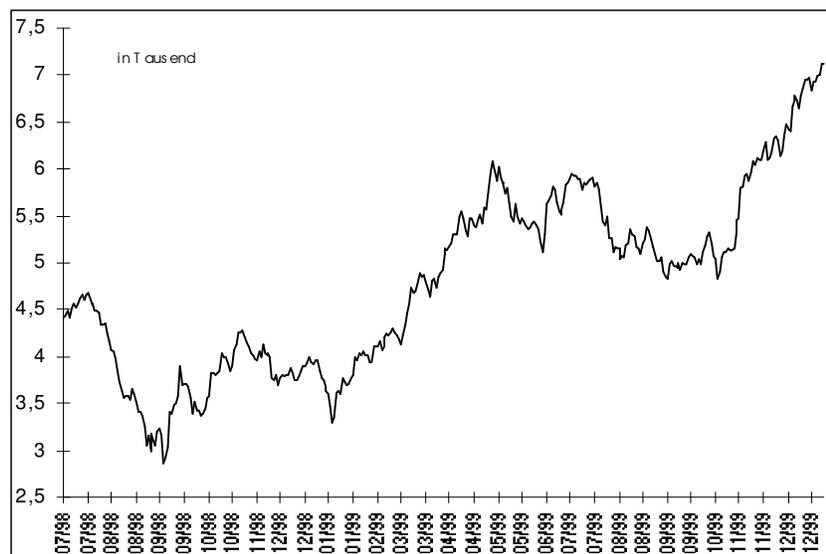
⁶⁵⁴ Vgl. etwa Baig/Goldfajn (2000) und Kaminsky/Reinhart (2000) für den Zusammenbruch US-amerikanischen Hedgefonds LTCM (Long Term Credit Management)

Der Abzug von Portfolioinvestitionen im dritten Quartal 1998 war nahezu ausschließlich auf den Abfluss im Anleihemarkt zurückzuführen. Während im ersten Halbjahr noch ein Zufluss von über US\$ 3 Mrd. verzeichnet werden konnte, wurde im zweiten Halbjahr ein gleich hoher Abfluss zu verzeichnen. Im Gegensatz zu den Portfolioinvestitionen blieben die Direktinvestitionen äußerst stabil.

An der mexikanischen Börse hingegen waren die Auswirkungen sowohl der Russlandkrise, als auch der Brasilienkrise Anfang 1999 deutlich zu spüren. Zwischen Juli und September 1998 gab der Börsenindex IPC um nahezu 40 Prozent nach, während die Brasilienkrise weniger starke Einflüsse auf die Kursentwicklung hatte und der Börsenindex zwischen November 1998 und Januar 1999 'nur' um 23 Prozent sank.

Graphik 29

Entwicklung des mexikanischen Börsenindex (1998-1999)



Quelle: Banco de Mexico

Die Zurückhaltung internationaler Investoren wandelte sich jedoch im weiteren Verlauf des Jahres 1999, so dass das Börsenjahr letztlich äußerst erfolgreich war. Im Verlauf des Jahres flossen über US\$ 34 Mrd. an die mexikanische Börse, und bis zum Ende des Jahres hatten

ausländische Investoren mehr als US\$ 66 Mrd. an der Börse angelegt. Der IPC erwirtschaftete bis zum Ende des Jahres 1999 eine Rendite von etwa 80 Prozent⁶⁵⁵.

Der wesentliche Transmissionmechanismus für Contagion-Effekte aus Russland beziehungsweise aus Brasilien erfuhr Mexiko aus die Tatsache, dass mexikanische Hedgingmärkte in der Ansicht vieler Investoren als geeignete Instrumente des Risikomanagements einer eventuellen Abwertung des brasilianischen Real fungierte⁶⁵⁶. Unter der Annahme einer hohen Korrelation zwischen beiden Währungen wurden Peso-Futures als geeignetes Mittel zum Hedging angesehen. Da mexikanische Finanzinstitutionen wiederum als Konterpart der Hedging-Transaktionen einstanden, sahen sich diese zunächst dazu gezwungen, US-Dollar an den Spot-Märkten aufzukaufen. Diese Maßnahmen hatten wiederum Einfluss auf die Kursentwicklung des Peso.

Während die Auswirkungen der Contagion-Effekte aus der Asienkrise nur einen geringen Einfluss auf die Entwicklung der mexikanischen Wirtschaft hatten und hauptsächlich über den Exportsektor als Transmissionsmechanismus stattfanden, waren die Folgen der Russland- und der nachfolgenden Brasilienkrise hauptsächlich auf die Turbulenzen an den internationalen Kapitalmärkten zurückzuführen. Deutlich wurde dabei vor allem der internationale Charakter ausländischer Kapitalanlagen.

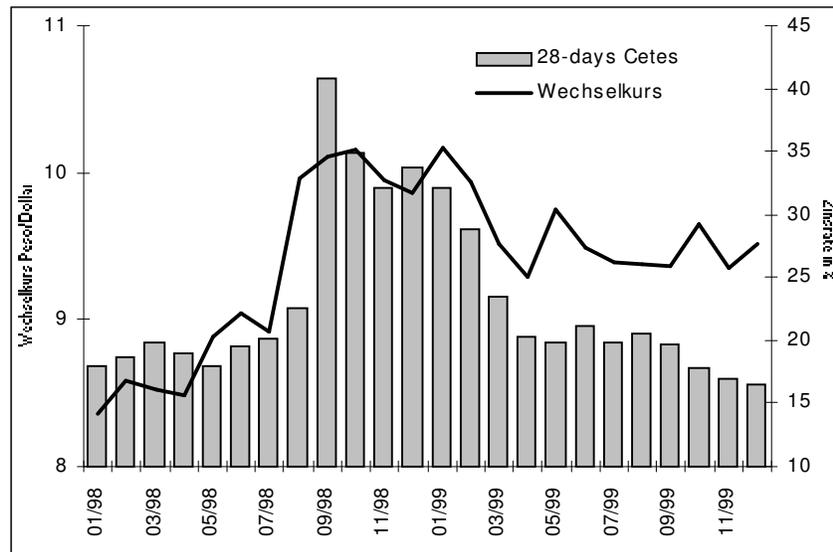
Als Resultat dieser Entwicklung unterlag die mexikanische Währung unter anderem aufgrund der Hedging Aktionen internationaler Anleger auf den mexikanischen Finanzmärkten einer starken Abwertung. Innerhalb von zwei Monaten sank der Wechselkurs des Peso von etwa 8,5 Peso pro Dollar auf über 10 Peso pro Dollar. Die Abwertung des Peso wiederum führte zu einer höheren Inflation, wachsenden Inflationserwartungen und schließlich zu steigenden Zinsen.

Die hohe Korrelation beider Werte lag in der Tatsache begründet, dass die mexikanische Zentralbank die Liquiditätsengpässe im Zuge der Russlandkrise als temporäres Phänomen betrachtete und somit auf Zinssteigerungen zurückgriff. Eine weitere Abwertung des Peso hätte ihrer Einschätzung nach das prognostizierte Inflationsziel in Gefahr gebracht.

⁶⁵⁵ Bfai (2000)

Graphik 30

Zins- und Wechselkursentwicklung (1998-1999)



Quelle: Banco de Mexico

Innerhalb weniger Wochen stiegen die Cetes-Zinsen von weniger als 18 Prozent auf über 41 Prozent und die Zentralbank sah sich gezwungen, ihre geldpolitischen Maßnahmen mehrfach zu korrigieren. Finanzminister Jose Gurria⁶⁵⁷ urteilte über diese Entwicklung:

„Ninety percent of Mexicans have never heard of the Duma, and yet the exchange rate and interest rate that they live with every day were being driven by people with names like Kirienko and Chernomydrin and Primakov“

Die Auswirkungen dieser Entwicklung auf das Wirtschaftswachstum waren enorm. Das BIP fiel von zunächst fast 8 Prozent im ersten Quartal 1998 auf nur noch knapp 2 Prozent für den gleichen Zeitraum ein Jahr später. Aufgrund der eher vorsichtigen Prognosen im Angesicht der Asienkrise lag die tatsächliche Entwicklung des BIP für das Jahr 1998 mit 4,8 Prozent jedoch nur 0,4 Prozentpunkte unter den veranschlagten Kennzahlen. Die jährliche Inflationsrate jedoch lag um 6,6 Prozentpunkte höher als die mit 12 Prozent veranschlagte Prognose.

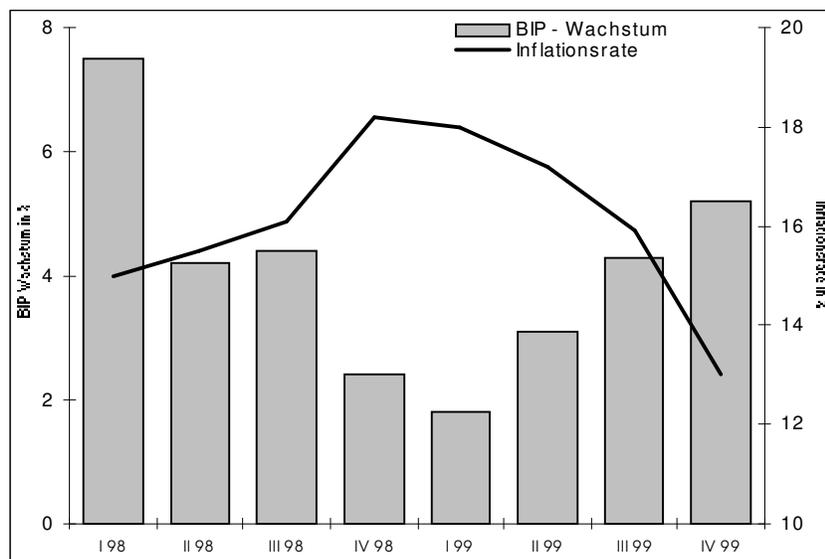
⁶⁵⁶ Vgl. Bazdresch/Werner (1999) und Banco de Mexico, Report on Monetary Policy for 1999

⁶⁵⁷ Gurria (1999)

Eine Verbesserung der Situation trat erst im Verlauf des Jahres 1999 ein. Im Januar diesen Jahres erreichte die Inflationsrate mit über 18 Prozent ihren Höhepunkt und sank in den Folgemonaten bis zum Ende des Jahres kontinuierlich auf unter 13 Prozent ab. Sie lag damit sogar unterhalb der monatlichen Prognosen, die von der Banco de Mexico veröffentlicht wurden. Auch im Jahr 2000 sank die Inflationsrate kontinuierlich weiter und erreichte im November 2000 einen kumulierten Wert von 7,7 Prozent.

Graphik 31

BIP-Wachstum und Inflationsrate (I.1998-IV.1999)
(Angaben in %)



Quelle: Banco de Mexico

Gleiches galt für die Entwicklung des BIP. Aufgrund der positiven Entwicklung und einer stabilen Fiskalpolitik wuchs das BIP nach seinem Tiefstand von 1,7 Prozent im ersten Quartal 1999 kontinuierlich auf 5,2 Prozent im letzten Quartal diesen Jahres an. Die stabilen Konditionen im Jahr 2000 waren auch für die weitere Entwicklung des BIP äußerst förderlich, so dass in den ersten neun Monaten ein Wachstum von 7,5 Prozent verzeichnet werden konnte.

Die Cetes-Zinsrate sank von noch 32 Prozent im Januar 1999 auf nur noch 16,5 Prozent im Dezember des Jahres und stabilisierte sich auf diesem Niveau bis zur Regierungsübernahme des

neuen Präsidenten Vincente Fox im Dezember 2000. Der Wechselkurs des Peso blieb hingegen mit einem Kurs um 9,5 Pesos pro Dollar bis zu diesem Zeitpunkt unverändert stabil.

Insgesamt war die Entwicklung der mexikanischen Wirtschaft äußerst positiv, so dass eine Reihe internationaler Rating-Agenturen Mexiko als Investitionsstandort weiter aufwerteten⁶⁵⁸. Mexikos Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten war somit aufgrund der günstigen gesamtwirtschaftlichen Lage 1999 und 2000 spürbar besser als noch 1998. Diesbezüglich lässt sich konstatieren, dass Mexiko die Schwierigkeiten aus den Finanzkrisen in Asien, Russland und Brasilien weit besser verarbeitet hat als eine Vielzahl anderer Emerging Markets.

⁶⁵⁸ Im März 2000 stufte Moody's das 'foreign currency debt' auf Baa3 und das 'foreign currency long-term sovereign debt' auf Ba1, Standard & Poor's das 'external debt' auf BB+, und Fitch IBCA das 'foreign currency debt' im Mai auf BB+ auf. Siehe dazu auch Banco de Mexico, Annual Report 1999

4.3 Beurteilung der Entwicklungen im Vergleich zu anderen EMs

Insgesamt zeigte sich Mexiko vor dem Hintergrund der Entwicklung in Asien, Russland und Brasilien äußerst stabil. Das Wirtschaftswachstum sank zwar zwischen 1997 und 1999 von 6,8 auf 3,7 Prozent ab, erholte sich jedoch maßgeblich und erreichte im Jahr 2000 einen kumulierten Wert von über 7 Prozent. Nachdem die Inflationsrate 1998 noch über 18 Prozent lag, sank diese im Jahr 2000 auf unter 8 Prozent, während das Leistungsbilanzdefizit in diesem Zeitraum um einen Wert von etwa 3,2 Prozent des BIP schwankte. Die durchschnittliche offizielle Arbeitslosenquote betrug 1999 nur noch 2,5 Prozent und erreichte damit ein Niveau, das zuletzt 1992 erreicht wurde.

Die Performance der mexikanischen Wirtschaft lässt erkennen, dass längerfristige negative Effekte weitgehend ausblieben. Diese Entwicklungen lassen wiederum Rückschlüsse auf die zuvor diskutierten Möglichkeiten präventiver Maßnahmen zu. Die oftmals befürchteten negativen Auswirkungen eines frei floatenden Wechselkursregimes, zum einen die erhöhte Anfälligkeit gegenüber Contagion-Effekten, zum anderen ein 'Fear-of-Floating' Syndrom, gekennzeichnet durch einen fixierten Wechselkurs bei hohem Zinsniveau, blieben weitgehend aus und ließen sich auch im Vergleich zu anderen Ländern nicht bestätigen.

Des Weiteren lassen sich zwar keine Aussagen über die Effektivität von Kapitalverkehrskontrollen treffen, im Hinblick auf die Entwicklungen in anderen Ländern lässt sich zumindest jedoch bezweifeln, ob derartige Maßnahmen ein besseres Krisenmanagement ermöglicht hätten. Im Gegensatz zu Chile hatte Mexiko derartige Beschränkungen bereits frühzeitig aufgehoben. Dennoch waren die Auswirkungen der Asienkrise in Chile weitaus deutlicher spürbar als etwa in Mexiko, so dass von einer wirksamen Prävention nicht gesprochen werden kann. Eine Entspannung am Kapitalmarkt trat in Chile erst mit dem Abbau regulativer Maßnahmen ein.

Gleiches gilt für das 'Currency Board' Argentiniens als präventives Mittel vor Contagion-Effekten vor allem in Hinblick auf die Russland- und Brasilienkrise. Eine stabile Währung und Null-Inflation führten dennoch zu hohem Wachstumseinbußen der argentinischen Wirtschaft bei konstant hohen relativen Leistungsbilanzdefiziten. Eine wirtschaftliche Erholung ist derzeit nicht abzusehen.

Tabelle 15

Vergleich ausgewählter Indikatoren (1997-2000)

	1997	1998	1999	2000 ^a
Mexiko				
BIP-Wachstum	6,8	4,8	3,7	7,1
Inflation	15,7	18,6	12,3	7,7 ^b
Leistungsbilanz ^c	-1,9	-3,8	-2,9	-3,0
Argentinien				
BIP-Wachstum	8,2	3,9	-3	0,7
Inflation	0,3	0,7	-1,8	-0,5
Leistungsbilanz ^c	-4,1	-4,9	-4,3	-3,6
Chile				
BIP-Wachstum	7,1	3,4	-1,1	5,8
Inflation	6	4,7	2,3	4,4
Leistungsbilanz ^c	-5,4	-5,7	-0,1	-1,7
Brasilien				
BIP-Wachstum	3,3	0,2	0,8	3,8
Inflation	5,2	1,7	8,9	6,2
Leistungsbilanz ^c	-3,8	-4,3	-4,6	-4,1

Quelle: Banco de Mexiko; Banco Central de la Republica Argentina;

Banco Central de Chile; Banco do Brasil

a vorläufige Schätzungen

b Januar-November

c in % des BIP

Während in Argentinien über eine weitere Verschärfung in Richtung Dollarisierung als möglichen Ausweg aus der wirtschaftlichen Misere nachgedacht wird, sind in Chile und Brasilien erste Erfolge nach der Einführung eines freien Float zu erkennen. In Chile waren nach Einführung des Float wieder wirtschaftliche Wachstumsraten von zeitweise über 6 Prozent pro Quartal zu verzeichnen, in Brasilien von nahezu 5 Prozent. Obwohl eine eingehende Analyse den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde und eine wirtschaftliche Erholung von weit mehr Faktoren abhängig ist, ist ein derartiges Zusammentreffen doch auffällig und widerspricht in vielem Bereichen den Befürchtungen, die von den Befürwortern einer Dollarisierung vorgebracht wurden⁶⁵⁹.

Die Schwankungsbreiten wichtiger Finanzindikatoren Mexikos hielten sich im Verlauf der Asienkrise sowohl gegenüber den südostasiatischen Ländern, als auch gegenüber einer Reihe lateinamerikanischer Staaten in einem überschaubaren Rahmen. Besonders hinsichtlich der Entwicklung der nationalen Zinsraten zeigte sich die mexikanische Wirtschaft weitaus stabiler als

etwa Argentinien oder Chile, obwohl Argentiniens Wechselkurssystem auf einem 'Currency Board' basierte und sich Chile durch seine Kapitalverkehrskontrollen vor negativen Einflüssen aufgrund hoher Kapitalmobilität geschützt sah.

Tabelle 16

Schwankungsbereich ausgewählter Finanzindikatoren

(Untersuchungszeitraum: 1. July 1997 bis 19. Januar 1998)

	Exchange Rate Variation^{1,a}	Stock Market Variation^{2,a}	Interest Rate Variation³
Mexico	3.29	2.49	-255
Argentina	0.00	-23.19	375
Brasilien	3.99	-27.15	1,995
Chile	9.70	-38.39	70
Ecuador	12.93	-0.01	650 ⁴
Kolumbien	21.41	-3.64	180
Japan	12.05	-28.07	18
Hongkong	-0.14	-38.05	653
Singapur	21.58	-44.90	225
Philippinen	55.63	-59.56	131
Malaysia	64.56	-66.82	233
Südkorea	78.42	-60.90	1,110
Thailand	114.14	-62.74	-225
Indonesien	321.46	-85.76	1,975

Quelle: Bloomberg

a Angaben in %

1 Nationale Währung pro Dollar. Positive Vorzeichen bedeuten Abwertung.

2 gemessen auf Dollarbasis

3 Veränderungen der Basispunkte

4 Zum Januar 1998

Auch die vielfach geäußerten Befürchtungen eines 'Fear-of-Floating', gekennzeichnet durch fixierte Wechselkurse einhergehend mit hohen Zinsraten, ließen sich nicht bestätigen⁶⁶⁰. Im Vergleich zu anderen Ländern mit frei floatenden Wechselkursregimen konnten keine exzessiven Schwankungen der mexikanischen Währung im Zuge der Währungskrisen in Asien, Russland und Brasilien festgestellt werden.

Trotz der starken Abwertung des Peso im Zuge der Asienkrise war die Volatilität der mexikanischen Währung nicht signifikant höher als die anderer Währungen. Auch 1998 stieg die Volatilität stark an, war jedoch weitaus niedriger als etwa die Schwankungen des japanischen Yen

⁶⁵⁹ Vgl. Krugman (1999c)

gegenüber dem US-Dollar. Auch im Zuge der Asien- und der Brasilienkrise bewegte sich die mexikanische Währung konform mit denen anderer Länder.

Tabelle 17

Volatilität des Wechselkurses gegenüber dem US\$ (1996-1999)

(Annualized Volatility in %)

	I 96	II 96	I 97	II 97	I 98	II 98	I 99	II 99
Mexiko	5,99	5,31	4,92	10,69	6,68	10,95	9,92	7,05
Neuseeland	5,56	6,01	5,88	8,61	12,5	14,95	9,54	10,09
Australien	6,1	6,7	7,65	10,29	11,9	14,93	12,09	11,88
Südafrika	13,9	7,2	5,25	4,34	5,35	23,07	12,01	5,64
Canada	3,64	3,33	5,46	4,24	4,32	6,95	5,72	5,24
Deutschland	6,28	6,87	9,79	9,76	8,14	9,15	8,87	9,99
Japan	8,14	7,09	12,6	12,29	12,6	20,08	13,6	12,49

The annualized volatility is defined as the annualized standard deviation of the daily fluctuations of the exchange rate
 Quelle: Banco de Mexico, Annual Report 1999

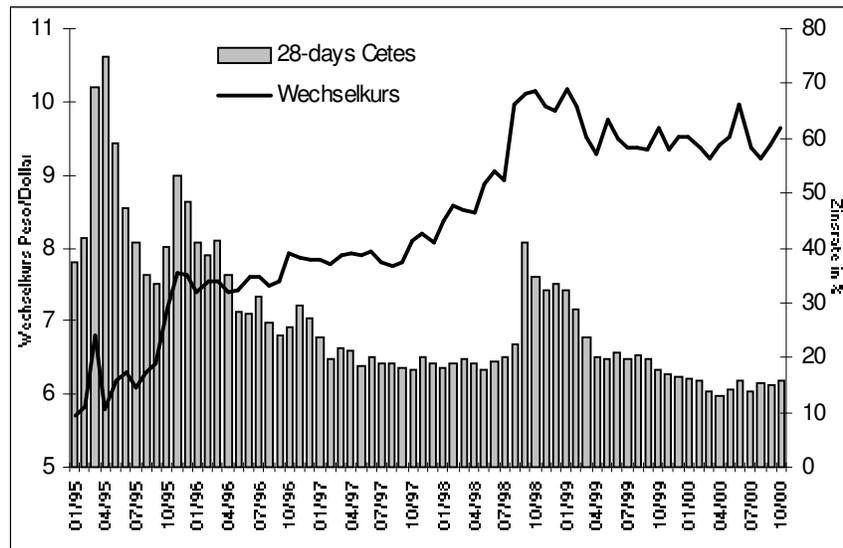
Auch das weiterhin vermutete Phänomen einer hohen Korrelation von Zinsrate und Wechselkurs als Kennzeichen des 'Fear-of-Floating' lässt sich nur schwer belegen. Im Zuge der Asienkrise fiel der Wechselkurs des Peso ab November 1994 kontinuierlich bis etwa zum Juli des folgenden Jahres. Im gleichen Zeitraum blieb die Zinsrate jedoch relativ stabil, so dass eine Korrelation beider Werte nicht zu identifizieren ist.

Hinsichtlich der Russlandkrise ergab sich ein differenzierteres Bild. Zwischen August 1998 und Januar 1999 war eine hohe Korrelation von Zinsrate und Wechselkurs erkennbar. Mit dem Abzug internationalen Kapitals erhöhte die mexikanische Zentralbank die Zinsen mit dem Ziel, die Inflationsrate nicht weiter steigen zu lassen. Allerdings ist diese Maßnahme nicht auf ein 'Fear-of-Floating' zurückzuführen, sondern entspricht vielmehr einem modernen Inflation-Targeting System, zu dem die Zentralbank unter ihrem neuen Präsidenten übergegangen war⁶⁶¹.

⁶⁶⁰ Calvo/Reinhart (2000a/b)

Graphik 32

Zins- und Wechselkursentwicklung (1995-2000)



Quelle: Banco de Mexico

Die Auswirkungen der Brasilienkrise wirkten sich wiederum nur gering auf beide Faktoren aus. Die stark erhöhten Zinsraten führten in den ersten beiden Quartalen bereits wieder zu hohen Kapitalzuflüssen, so dass die Zinsrate bald wieder sank. Auch in den Folgemonaten ist eine Korrelation beider Faktoren nicht erkennbar, da bei sinkender Zinsrate der Wechselkurs um einen bestimmten Wert fluktuierte.

Fazit

Nach der Identifizierung und Analyse neuerer Contagion-Effekte als maßgeblicher Faktor und Transmissionsmechanismus von Währungskrisen wurde verstärkt nach Möglichkeiten zur Prävention derartiger Effekte und der damit verbundenen negativen Auswirkungen gesucht.

Die Gründe der erhöhten Vulnerabilität der Volkswirtschaften wurden in der Ausgestaltung des Wechselkurssystems gesehen, das den zunehmenden Anforderungen einer fortschreitenden Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte nicht gewachsen war. Systeminhärente Faktoren und die mangelnde Flexibilität des Regimes führten zu massiven Problemen.

Präventionsmöglichkeiten ergeben sich zum einen aus der Neugestaltung des Wechselkursregimes. Dollarisierung zielt dabei vor allem auf die Glaubwürdigkeitsproblematik ab und soll die Volatilität der Kapitalzuflüsse beschränken. Der Wechselkurs wird dabei als Versprechen gegenüber den Marktteilnehmern verstanden. Ein frei floatenden Regime hingegen interpretiert den Wechselkurs als Marktpreis. Ein solches System soll die Vulnerabilität der Volkswirtschaft und somit die negativen Auswirkungen hoher Kapitalfluktuationen vermindern. Die endgültige Klärung der Frage eines optimalen Wechselkurssystems steht aufgrund der mangelnden Erfahrungen mit beiden Regimen in Emerging Markets zwar noch aus, die aktuellen Entwicklungen in Lateinamerika zeigen jedoch eine deutliche Abkehr von bisher bestehenden quasi-fixen Wechselkursregimen.

Eine andere Möglichkeit präventiver Maßnahmen wird in der Implementierung von Kapitalverkehrskontrollen gesehen. Die Unklarheiten über die konkrete Ausgestaltung derartiger Kontrollen, die zeitlich begrenzte Wirksamkeit bereits bestehender Maßnahmen und die geringe Akzeptanz seitens internationaler Anleger und nationaler Politiker sprechen jedoch gegen eine solche Option.

In Mexiko zeigte sich das neue Wirtschaftssystem nicht nur bei der Bewältigung der Pesokrise, sondern auch im Umgang mit den Contagion-Effekten in der Folge anderer Krisenszenarien äußerst erfolgreich. Zwar sah sich Mexiko noch immer den Herausforderungen einer hohen

Volatilität der privaten Kapitalinvestitionen gegenüber, der Umgang mit derartigen kurzfristigen Liquiditätsengpässen war aufgrund der gesteigerten Reaktionsmöglichkeiten jedoch weit- aus erfolgreicher als unter dem vorherigen Währungsregime.

Die Funktionalität des neuen Regimes im Zusammenhang einer fortschreitenden Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte zeigte sich auch im Vergleich zu den Entwick- lungen in anderen Staaten und deren Reaktionen auf Contagion-Effekte. Im Vergleich zu einer Reihe anderer lateinamerikanischer Länder erwies sich die Vulnerabilität Mexikos weitaus ge- ringer. Im Gegensatz zu den unter Druck geratenen Währungen dieser Staaten entwickelte sich der Kurs des Peso auch im internationalen Vergleich im Rahmen der Entwicklungen anderer Staaten mit entsprechenden Wechselkursregimen. Das Beispiel Mexikos kann somit für eine Reihe anderer Staaten als erfolgreiche und vor allem funktionsfähige Alternative zur Bewälti- gung der neuen Herausforderungen integrierter Finanz- und Kapitalmärkte gewertet werden.

ZUSAMMENFASSUNG

Ausgangspunkt bei der Analyse der Pesokrise Mexikos von 1994 war die Frage, warum es nach der Schuldenkrise von 1982 erneut zu einer Situation kommen konnte, die nicht nur für Mexiko finanziell äußerst bedrohlich war.

Die Situation Mexikos Anfang der achtziger Jahre war gekennzeichnet durch eine hohe Staatsverschuldung, eine defizitäre Fiskalpolitik und chronische Inflation. Hoch protegierte und oftmals überregulierte Märkte sowie ein hoher Anteil verstaatlichter und wirtschaftlich ineffizienter Unternehmen hielten private Anleger von Investitionen weitgehend ab. Der Zugang Mexikos zu dringend benötigten Finanzkapital war nicht gegeben.

Zur Lösung dieser Aufgaben bedurfte es eines grundlegenden Ideologiewandels. Deregulierung, Privatisierung und Liberalisierung stellten die Säulen eines neuen Wirtschaftssystems dar, durch die eine Integration in die internationalen Märkte bewerkstelligt werden sollte. Als Mittel wurde ein Stabilisierungsprogramm gewählt, das auf einen quasi-fixen Wechselkurs als nominalen Anker basierte und durch Lohn- und Preiskontrollen begleitet wurde. Der Erfolg der getroffenen Maßnahmen war zunächst bemerkenswert. Die Inflation konnte weitgehend zurückgefahren werden. Der Zugang zu den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten war durch die Erschließung privater Kapitalquellen wieder gegeben. Probleme ergaben sich jedoch aus der realen Aufwertung der Währung und der unangemessenen Reaktion Mexikos auf den erhöhten Zufluss der Portfolioinvestitionen.

Die zu verzeichnende reale Aufwertung der Währung war zum einen auf das Phänomen der Inertia Inflation zurückzuführen, die sich aus einer rückwärts gerichteten Indexierung und der systembedingten anfänglich hohen Nachfrage ergab. Aufgrund der Glaubwürdigkeitsproblematik des Wechselkurssystems führte eine vermutete zukünftig höhere Inflationsrate zu höherem Konsum und sinkender Sparrate und trug damit zusätzlich zur Aufwertung der Währung bei. Zum anderen ergab sich die reale Aufwertung aus dem immensen Kapitalzufluss, dem sich Mexiko nach 1990 gegenüber sah. Dieses zusätzlich vorhandene Kapitalangebot wurde weniger für produktive, als vielmehr für konsumptive Zwecke eingesetzt und verstärkte dadurch den

Aufwertungsdruck der Währung. Beide Faktoren behinderten schließlich eine Anpassung der Inflationsrate an die vorgegebene Abwertungsrate. Die Einführung eines Wechselkursbandes als Reaktion auf diese stabilitatsgefahrdenden Auswirkungen blieb langfristig ohne den gewünschten Erfolg. Ein Ausstieg aus dem Wechselkursregime oder eine weitere Flexibilisierung des Systems war hingegen nicht vorgesehen.

Weiterhin gestaltete es sich durch die fortschreitenden Kapitalzuflüsse für Mexiko zunehmend schwierig, das Gleichgewicht zwischen Inflationsziel einerseits und Wechselkursparität andererseits aufrecht zu erhalten. Zunächst wurde diesem Phänomen durch sterilisierte Kapitalmarktinterventionen begegnet, deren Effekte jedoch nur kurzfristig positiv waren. Langfristig verursachte die Sterilisierung eine uberhohnte nationale Zinsrate, die wiederum zusätzliches Anlagekapital in das Land fließen ließ.

Im Zuge dieser Maßnahmen veränderte sich auch die Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse, da vermehrt kurzfristige Portfolioinvestitionen angezogen wurden. Der Versuch einen konstant hohen Kapitalzufluss zu niedrigen Zinsen sicherzustellen um den angeschlagenen Banksektor zu schützen, endete in einem starken Anstieg von Tesobono-Papieren. Ende des Jahres 1994 standen den dollardenominierten Verschuldungsinstrumenten keine ausreichenden Devisenreserven zur Deckung gegenüber.

In der Analyse der Pesokrise ließen sich zwei unterschiedliche Deutungsmuster identifizieren. Die klassische Interpretation verwies auf die langfristige Entwicklung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten Mexikos, die monetäre Interpretation konzentrierte sich auf die unangemessene Reaktion des Staates auf die Entwicklungen direkt im Vorfeld der Krise. Eine eindeutige Klärung der Frage, welcher der beiden Ansätze für die Ursache der Pesokrise verantwortlich zu machen ist, ließ sich zunächst nicht treffen. Beide Deutungsmuster verwiesen jedoch sowohl auf systeminhärente Probleme, die sich aus dem Aufbau des Wechselkursregimes ergeben, als auch auf geänderte Rahmenbedingungen, die sich aus der fortschreitenden Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte ergaben.

Relevant für die Untersuchung war zunächst, dass sich die Ursache der spekulativen Währungsattacke nicht mehr ausschließlich durch die Entwicklung der Fundamentaldaten erklären

ließ. Dieses Ergebnis bestätigte sich bei der Ausweitung der Analyse auf andere Krisenszenarien. Die Suche nach gemeinsamen fundamentalen Indikatoren mit dem Versuch, anhand der identifizierten Daten ein Frühwarnsystem zu etablieren, blieb weitgehend erfolglos.

Ein wesentliches Phänomen der Pesokrise bestand in den immensen Kapitalabflüssen, die zwischen Dezember 1994 und dem zweiten Quartal 1995 zu beobachten waren. Der massive Rückgang an Portfolioinvestitionen führte in Mexiko zu einer stark rezessiven Entwicklung. Das Vertrauen internationaler Investoren kehrte mit der Verkündung eines 'Bail-Out' Programms jedoch schnell zurück, so dass bereits gegen Ende des Jahres 1995 wieder hohe Nettokapitalzuflüsse verzeichnet werden konnten. Die Volatilität dieser Kapitalanlagen erschien im Vergleich zu vorangegangenen Krisenszenarien unangemessen hoch. Ebenso ungewöhnlich war auch die schnelle Rückkehr investiven Kapitals nach der Krise, ohne dass diesem ein grundlegender politischer oder wirtschaftlicher Wandel vorangegangen war.

Im Zentrum der weiteren Untersuchung stand zunächst die Frage, welche Faktoren hinter dieser zu beobachtenden zunehmenden Volatilität der Anlagen und der gestiegenen Vulnerabilität der mexikanischen Volkswirtschaft lagen. Dazu wurden auch die Erfahrungen anderer Emerging Markets in der Untersuchung mit einbezogen.

Ein neues Phänomen der Pesokrise und nachfolgender Szenarien in Asien, Russland und Brasilien, war das Auftreten von Contagion-Effekten und die Ausweitung von Währungsattacken auf andere Staaten. Das Zusammentreffen dieser Szenarien konnte nicht mehr als zufälliges Aufeinandertreffen voneinander unabhängiger Einzelkrisen definiert werden, wie dies zunächst noch im Verlauf der Pesokrise vermutet wurde. Die Untersuchung derartiger neuer Formen von Contagion-Effekten bot einen Ansatz, der die erhöhte Volatilität der Kapitalzuflüsse und die abnehmende Relevanz volkswirtschaftlicher Fundamentaldaten als Ursache von Währungskrisen hinreichend erklären konnte. Die erhöhte Volatilität war dabei auf die neuen Formen dieser Anlagen und dem damit verbundenen veränderten Investitionsverhalten internationaler Kapitalgeber zurückzuführen.

Der wesentliche Unterschied zu den achtziger Jahren bestand in der Erschließung neuer Kapitalquellen. Bis zu diesem Zeitpunkt trat der Staat als Hauptschuldner auf und die Kapitalzuflüsse

se fanden hauptsächlich in Form gewährter Kredite an den Staat statt. Die Kreditgewährung geschah durch internationale Institutionen und Banken, deren Anlagehorizont oftmals mehrere Jahre betrug. Garant für die gewährten Kredite war der Staat selbst, dessen Solvenz von den Staatseinnahmen und somit auch von der Entwicklung der volkswirtschaftlichen Rahmendaten abhängig war. In den neunziger Jahren hingegen fanden die Investitionen meist in Form privater Portfolioinvestitionen statt, die nicht mehr ausschließlich dem Staat, sondern privatwirtschaftlichen Unternehmungen zugute kamen. Diese Entwicklung war zurückzuführen auf die weitreichenden Liberalisierungsmaßnahmen, die im Rahmen der Reformen gegen Ende der achtziger und zu Beginn der neunziger Jahre vorgenommen wurden.

Die Investitionen fanden nun in Anlagen statt, die auf den Weltmärkten frei gehandelt werden konnten und täglich verfügbar waren. Mexiko trat ebenso wie andere Emerging Markets in den neunziger Jahren als Konkurrent um investives Kapital auf den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten auf. Aufgrund der täglichen Verfügbarkeit der Anlagen richteten sich die Investitionsentscheidungen internationaler Kapitalanleger verstärkt nach der aktuellen Preisentwicklung der Anlagen und der kurzfristigen Renditeerwartung des Anlageportfolios. Der Anlagehorizont der Investitionen sank demzufolge auf nur noch wenige Monate oder Tage. Des Weiteren konnte ein prozyklisches Anlegerverhalten festgestellt werden, was zu Überreaktionen positiver und negativer Art im Kursverlauf der Anlagen und hinsichtlich der Kapitalströme führen konnte. Gleichzeitig unterlagen die Investoren selbst bestimmten Restriktionen, so dass Liquiditätsengpässe in einem Bereich ihres Portfolios zu Verkäufen weiterer Anlagen führte. Das geänderte Anlageverhalten wurde zusätzlich durch die Informationsproblematik unterstützt. Relevant waren dabei die Kosten der Informationsbeschaffung und die Deutung der vorhandenen Informationen auch im Hinblick auf die Investitionsentscheidungen anderer Kapitalanleger.

Diese neueren Formen von Contagion-Effekten und die damit verbundenen Transmissionsmechanismen von Währungskrisen stellten die Emerging Markets vor völlig neue Herausforderungen. Durch die fortschreitende Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte konnten zwar neue Kapitalquellen erschlossen werden, diese unterlagen in ihrem Umgang jedoch auch neuen Anforderungen. Kennzeichnend für diese Entwicklung war die zunehmende Volatilität der Kapitalinvestitionen. Diese geänderten Rahmenbedingungen erhöhten gleichzei-

tig die Vulnerabilität der einzelnen Volkswirtschaften in Mexiko und anderer Emerging Markets.

Die jeweiligen Staaten waren insofern von ausländische Investitionen abhängig, als sie diese zum Aufbau ihrer Wirtschaft und zur Finanzierung notwendiger Investitionen benötigten und eigene nationale Finanzierungsquellen nicht ausreichend gegeben waren. Gleichzeitig stand den relativ kleinen Kapitalmärkten ein immenses Volumen international verfügbaren Kapitals gegenüber. Geringe Veränderungen im Portfolio der Investoren konnten somit zu massiven Problemen in den einzelnen Ländern führen. Hinzu kam die Portfolioausrichtung der Kapitalanleger. So bündelten internationale Investoren ihr Kapital meist auf eine Gruppe von Emerging Markets oder es bestanden vielfältige Verbindungen innerhalb oder zwischen den Portfolios.

Das grundlegende Problem der Volkswirtschaften ergab sich aus der Auswahl ihres Wechselkursregimes. Dies war zwar als Mittel zur Inflationsbekämpfung und zur anfänglichen Stabilisierung der Wirtschaft erfolgreich, den neuen Anforderungen einer fortschreitenden Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte war dies System jedoch nicht gewachsen. Die etablierten Regime waren nicht in der Lage, auf die zunehmende Volatilität der Kapitalzuflüsse angemessen zu reagieren, ohne das Gleichgewicht zwischen Inflationsziel und Wechselkursparität zu gefährden. Somit konnten sich internationale temporäre Liquiditätsengpässe zu nationalen spekulativen Währungsattacken entwickeln.

Diese Problematik führte schließlich zum letzten Fragenbereich der vorliegenden Arbeit. Aufgrund der zunehmenden Volatilität der Kapitalzuflüsse und der steigenden Vulnerabilität der Volkswirtschaften wurde nach Möglichkeiten gesucht, die diesen Ländern zur Abwehr der negativen Auswirkungen einer erhöhten Integration oder im Umgang mit Contagion-Effekten zur Verfügung standen.

Das Dilemma quasi-fixer Wechselkurssysteme resultierte aus der Unvereinbarkeit von Kapitalmobilität, einer unabhängigen Geldpolitik und der Aufrechterhaltung eines fixen oder quasi-fixen Wechselkurses. Die verfügbaren Instrumentarien zur Reaktion auf die hohen Kapitalfluktuationen waren nur begrenzt einsetzbar und eine notwendige systeminhärente Flexibilität war nur beschränkt vorhanden. Nach Ausbruch der Pesokrise wandelte Mexiko sein Wäh-

runssystem wenn auch zunächst nicht freiwillig in ein frei floatendes Regime um. Mit diesem neuen System standen dem Land weitreichende Reaktionsmöglichkeiten auf die hohen Kapitalfluktuationen zur Verfügung, da die verschiedenen Politikinstrumente nicht mehr ausschließlich der Verteidigung des Wechselkurses untergeordnet waren. Die Regierung und die Banco de Mexico konnten somit flexibel auf die neuen Herausforderungen reagieren. Die in diesem Zusammenhang geäußerten Befürchtungen eines 'Fear-of-Floating' bestätigten sich nicht oder konnten zumindest nicht nachgewiesen werden. Gleichzeitig wurde auf die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen verzichtet. Die zeitlich begrenzte Wirksamkeit, die Schwierigkeiten der Ausgestaltung und die geringe Akzeptanz widersprachen den Annahmen, dass derartige Maßnahmen einen wirksamen Schutz darstellen.

Das Konzept Mexikos zielte somit eher darauf ab, auf die jeweiligen Kapitalmarktfluktuationen in angemessener Weise zu reagieren und den entsprechenden Mitteleinsatz effektiv zu gestalten, als einen Schutzmechanismus vor Contagion-Effekten selbst zu etablieren. Dafür sprach auch der zu beobachtende Wandel des Regimes in Richtung eines Inflation-Targeting Systems. Die Funktionalität des neuen Regimes zeigte sich vor allem im Umgang mit den Contagion-Effekten aus Asien, Brasilien und Russland. Die hierdurch hervorgerufenen Liquiditätsengpässe führten zwar zu einem zeitlich begrenzten starken Rückgang der Portfolioinvestitionen, die Auswirkungen auf die Wirtschaft blieben jedoch begrenzt. Im Vergleich zu den Erfahrungen anderer Länder erwies sich das mexikanische System aufgrund der gesteigerten Reaktionsmöglichkeiten bei weitem erfolgreicher.

Die häufig diskutierte Möglichkeit einer Dollarisierung der Volkswirtschaft und damit der Abschaffung einer eigenständigen Währungspolitik als präventive Maßnahme konnte zwar aufgrund der mangelnden Erfahrungen nicht in aller Ausführlichkeit diskutiert werden, lässt jedoch einige Rückschlüsse zu. Der grundlegende Unterschied in den Auffassungen angemessener Wechselkursregime ergab sich aus dem Umgang mit Contagion-Effekten. Ein frei floatendes Regime konzentrierte sich dabei auf den Umgang mit diesem Phänomen und dem Einsatz der verschiedenen Politikinstrumente, während der Ansatz der Dollarisierung eher auf die Vermeidung dieser Effekte abzielte und so einen Schutz vor hohen Kapitalfluktuationen bewirken sollte.

Die Diskussion um Contagion-Effekte wies jedoch darauf hin, dass Investitionsentscheidungen internationaler Anleger nicht mehr ausschließlich von der Glaubwürdigkeit des Wechselkursregimes abhängig waren, wie dies bis zum Beginn der neunziger Jahre vermutet wurde und während der Einführung der Stabilisierungsmaßnahmen durchaus seine Rechtfertigung besaß. Vielmehr konnten schon subjektive Entscheidungen der Kapitalanleger zu einer Umstrukturierung ihres jeweiligen Portfolios und damit zu erhöhter Volatilität der Anlagen und spekulativen Währungsattacken in den Emerging Markets führen.

Das Konzept der Dollarisierung zielte jedoch gerade auf die Glaubwürdigkeitsproblematik ab, da durch die vollständige Eliminierung des Wechselkursrisikos das Vertrauen der Anleger gewonnen werden sollte. Dennoch ließen sich die Befürchtungen der Vertreter dieses Ansatzes nicht bestätigen, wonach jeder Versuch, einer rezessiven Entwicklung der Wirtschaft durch eine Abwertung der Währung zu begegnen, fehlschlagen muss. Die Erfahrungen Mexikos und in jüngster Zeit auch Brasiliens zeigten, dass frei floatende Wechselkurse in Emerging Markets durchaus mit Wirtschaftswachstum und Stabilität zu vereinbaren waren.

Auch im Hinblick auf die Wechselkursentwicklung des mexikanischen Peso war kein signifikanter Unterschied zu anderen frei floatenden Wechselkursregimen wie etwa in Australien oder Neuseeland erkennbar. Eine erhöhte Volatilität des Wechselkurses war nicht gegeben. Vielmehr ließ das Vorgehen Mexikos auf ein modernes und weitverbreitetes System eines Inflation-Targeting schließen. Im Vergleich zu den Erfahrungen anderer lateinamerikanischer Länder zeigte sich das mexikanische Wechselkurssystem weitaus anpassungsfähiger und weniger anfällig für Krisenszenarien und Contagion-Effekte aus anderen Ländern und volatilen Kapitalzuflüssen.

FAZIT

Das Beispiel Mexikos bietet eine funktionsfähige Alternative im erfolgreichen Umgang von Emerging Markets mit den neuen Herausforderungen der neunziger Jahre. Die Erschließung neuer Kapitalquellen im Zuge einer fortschreitenden Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte führte zu einer erhöhten Volatilität ausländischer Kapitalanlagen. Die bisherigen Wechselkurssysteme waren diesen neuen Herausforderungen nicht gewachsen. Die Krisenszenarien der neunziger Jahre können folglich als Ausdruck einer notwendigen und überfälligen Reaktion auf die strukturellen Veränderungen gewertet werden.

Da die Ursachen der Kapitalfluktuationen außerhalb der Eingriffsmöglichkeiten der Staaten liegen und auf eigene Kapitalquellen nicht zurückgegriffen werden kann, bleibt die Abhängigkeit von ausländischem Kapital auch weiterhin bestehen. Dabei ist davon auszugehen, dass die Volatilität dieser Kapitalanlagen in Zukunft noch steigen wird. Somit erscheint es sinnvoll, die Volatilität der Kapitalanlagen als gegebenen externen Faktor zu akzeptieren und sich verstärkt auf ein effizientes Krisenmanagement zu konzentrieren. Das mexikanische Regime bietet zwar keinen Schutz vor Contagion-Effekten, verbessert jedoch die Reaktionsmöglichkeiten und kann dazu beitragen, die negativen Auswirkungen dieser Phänomene zu minimieren und die Vulnerabilität der Volkswirtschaft zu senken.

Wechselkursregime sollten nicht auf ein einzelnes Ziel fixiert sein, sondern flexibel an die jeweiligen Anforderungen angepasst werden können. Die Einführung eines frei floatenden Regimes garantiert selbst jedoch keinen Erfolg im Umgang mit den anstehenden Problemen. Eine qualitativ hochwertige Politik und ein verantwortungsvoller Umgang mit den zur Verfügung stehenden Instrumentarien bleiben unabdingbare Voraussetzung für eine erfolgreiche Integration in die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte. Die Anforderungen an die Effizienz des Staates sind daher erheblich gestiegen. Eine verbesserte Informationspolitik und ein Ausbau des nationalen Kapitalmarktes können dazu beitragen, die Volatilität der Kapitalmärkte und die Vulnerabilität der Volkswirtschaften senken.

Annex I

Entwicklung des Banksektors im Vorfeld der Pesokrise

Massive Kapitalzu- und abflüsse können dahingehend problematisch sein, dass entweder nicht genügend investives Kapital zu Verfügung steht oder 'falsche' Signale an den realen Sektor der Volkswirtschaft gesandt werden⁶⁶². Die Effekte massiver Kapitalzuflüsse lassen sich somit nicht nur auf die Auswirkungen auf den realen Wechselkurs beschränken. Strukturelle Defizite katalysieren vielmehr die hohen Fluktuationen internationalen Anlagekapitals und erhöhen dadurch die Vulnerabilität des Banksektors⁶⁶³. Dies insbesondere dann, wenn strukturelle Defizite etwa dadurch gegeben sind, dass die im Kreditmarkt tätigen Banken über unzureichendes Know-how und nur eine geringe Eigenkapitaldeckung verfügen, und eine Bankaufsicht nicht oder nur rudimentär gegeben ist⁶⁶⁴.

Mit der Öffnung seines Finanzsektors, der Privatisierung der Banken in der Hoffnung auf wirtschaftliche Besserung wurde Mexiko als aufstrebender Markt internationaler Kapitalanleger neu entdeckt. Die Bindung der Zinsrate wurde aufgehoben und die Einlage einer Mindestreserve wurde ebenso wie die Kreditkontrollen abgeschafft⁶⁶⁵. Zwischen 1990 und 1993 erhielt Mexiko mehr als die Hälfte aller nach Lateinamerika gerichteten Kapitalzuflüsse. Als Reaktion auf die steigenden Kapitalzuflüsse und ihre Auswirkungen auf die Geldmenge⁶⁶⁶ wurde im August 1991 zunächst eine obligatorische Mindestliquidität von 50 Prozent auf die ausländischen Verbindlichkeiten mexikanischer Geschäftsbanken erhoben.

Im April 1992 wurde diese Regelung durch die Festlegung einer Obergrenze von zunächst 10 Prozent des gesamten Depotbestandes für bestimmte Verbindlichkeiten ausländischer Gläubiger ersetzt und im November auf 20 Prozent angehoben. Ziel war, die Abhängigkeit der Geschäftsbanken von ausländischem Portfolioinvestitionen zu senken und somit deren Anfälligkeit im Falle eines Kapitalabzugs zu verringern⁶⁶⁷. Die Effektivität war jedoch gering, da zahlreiche Ausnahmeregelungen bestanden. Selbst nach der Erhöhung der Obergrenze lagen die meisten Portfolios der Geschäftsbanken oberhalb des vorgeschriebenen Wertes⁶⁶⁸.

⁶⁶² Edwards (1984)

⁶⁶³ Blaine (1998), eine Differenzierung zwischen rein nationalen Banken und Banken mit ausländischer Partizipation findet sich bei Goldberg/Dages/Kinney (2000)

⁶⁶⁴ Calvo/Leidermann/Reinhart (1991); Kaminsky/Reinhart (1996) kommen bei ihrer Untersuchung verschiedener Finanzkrisen zu dem Ergebnis, daß diese zu einem Großteil einer Krise im Banksektor folgten.

⁶⁶⁵ Vgl. Gonzalez-Hermosillo/Pazarbasioglu/Billings (1997)

⁶⁶⁶ Vgl. Kamin/Rogers (1996)

⁶⁶⁷ Schnats (1995)

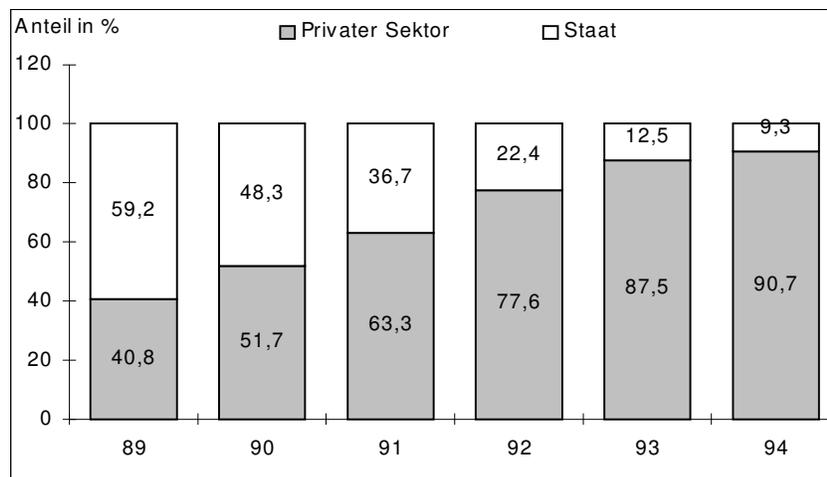
⁶⁶⁸ Corbo/Hernandez (1994, 20)

Die Kapitalzuflüsse hatten einen wesentlichen Einfluss auf den Banksektor in Mexiko⁶⁶⁹. Sie führten zu steigenden Einlagen und einer erheblichen Kreditzunahme. Die inländischen Kredite verdreifachten sich zwischen 1989 und 1994 von N\$ 236 Mrd. auf N\$ 733 Mrd.⁶⁷⁰. Weiterhin änderte sich auch die Struktur der Kredite. 1989 repräsentierten die Kredite zu mehr als der Hälfte noch Forderungen gegenüber dem Staat, während Forderungen gegenüber dem privaten Sektor etwa 40 Prozent ausmachten. Fünf Jahre später stiegen die Forderungen gegenüber dem privaten Sektor auf über 90 Prozent an, und Forderungen gegenüber dem Staat gingen auf 5 Prozent zurück.

Graphik I

Struktur inländischer Kredite (1989-1994)

(Angaben in %)



Quelle: IMF, International Financial Statistics, 1995

Die Kreditvergabe nationaler Geschäftsbanken an den privaten Sektor stieg zwischen 1988 und 1994 jährlich um durchschnittlich 25 Prozent, wobei ein überdurchschnittlicher Anstieg im Bereich Hypothekenkredite mit 47 Prozent und Konsumkredite mit 67 Prozent zu verzeichnen war⁶⁷¹. Externe Kreditzuflüsse stiegen im Zeitraum bis 1993 von US\$ -193 Mio. auf über US\$ 23 Mrd. an. Diese Größe fiel zwar im Verlauf des Jahres 1994 auf US\$ 8,9 Mrd., wurde jedoch durch den Rückgang an Devisenreserven seitens der mexikanischen Zentralbank kompensiert⁶⁷². Weiterhin waren Kredite im Sektor nicht-gehandelter Güter mit durchschnittlich 6 Prozent weitaus geringer als im Sektor gehandelter Güter mit durchschnittlich 15 Prozent pro Jahr und reflektiert damit auch die sich verschlechternde wirtschaftliche Situation im Bereich gehandelter Güter⁶⁷³.

⁶⁶⁹ Eine ausführliche Untersuchung bieten Gil-Diaz/Carstens (1997)

⁶⁷⁰ International Monetary Fund, International Capital Markets (1995, 109-119)

⁶⁷¹ Gil-Diaz (1998)

⁶⁷² Vgl. Gil-Diaz/Carstens (1997)

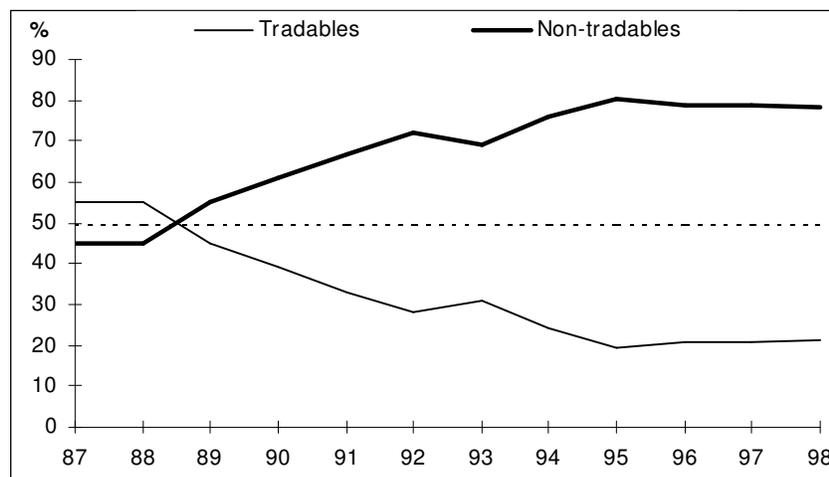
⁶⁷³ Vgl. Kalter/Ribas (1999)

Als Resultat der sich verändernden Profitabilität in den beiden Bereichen änderte sich auch der Gesamtbestand an ausgegebenen Krediten. 1987 machten die Kredite an den Sektor mit gehandelten Gütern noch über 55 Prozent aus und fiel bis auf 25 Prozent 1994. Gleichzeitig stiegen die Gesamtkredite an den Sektor nicht-gehandelter Güter auf 75 Prozent an. Die Geschäftsbanken änderten ihr Portfolio somit in Richtung auf den 'scheinbar' profitableren Sektor nicht-gehandelter Güter und trugen damit zusätzlich zu einer weiteren Verschlechterung des Sektor gehandelter Güter bei.

Graphik II

Ausstehende Kredite nach Sektor (1987-1998)

(Anteile in %)



Quelle: Banco de Mexico

Eine freigiebige exzessive Kreditvergabe sowie geringes und weiter abnehmendes Wirtschaftswachstum führte dazu, dass das Ausmaß an non-performing loans stetig zunahm. Der Anteil an non-performing loans stieg innerhalb von vier Jahren von vier Prozent auf über 8 Prozent in 1994⁶⁷⁴. Besonders besorgniserregend waren bei dieser Entwicklung die Hypothekenkredite, Konsumkredite und risikoreiche Investitionen wie etwa der Ausbau privater Autobahnen, deren Renditeaussichten gering waren⁶⁷⁵. Hinzu kamen Kredite, die für finanzieller Spekulationen genutzt wurden. Diese Investitionen erhöhten den Inflationsdruck auf die Wirtschaft und verstetigten das Leistungsbilanzdefizit⁶⁷⁶.

Die Gründe dieser Kreditvergabepolitik wurden vor allem in den strukturellen Unzulänglichkeiten mexikanischer Banken gesehen, die sie seit ihrer Privatisierung seit Ende der 80er Jahre aufwiesen⁶⁷⁷. Dabei mangelte es den gerade privatisierten Banken an Erfahrung und entsprechenden Organisations- und Informationssystemen, um die Ausgabe von Krediten und deren Überwachung und der

⁶⁷⁴ Blaine (1998, 39f); Eine eingehende Diskussion bieten Gonzalez-Hermosillo/Pazarbasioglu/Billings (1996);

⁶⁷⁵ So wurden etwa nach der Pesokrise eine Reihe der privat finanzierten Autobahnen vom Staat zurückgekauft

⁶⁷⁶ Gil-Diaz (1998, 4)

⁶⁷⁷ Gunther/Moore/Short (1996)

damit verbunden Risiken korrekt darzustellen⁶⁷⁸. Auch die Rechnungslegung entsprach nicht den internationalen Standards⁶⁷⁹. Ein Einblick in die Praktiken und Probleme vieler Geschäftsbanken war somit nur bedingt gegeben und eine effektive Bankenaufsicht oder -kontrolle fand nicht statt. Bei seiner Untersuchung des mexikanischen Bankensystems kommt Mancera zu dem Schluss, dass „in some instances, bank administrators acted with disregard to existing regulations and proper banking standards“⁶⁸⁰.

Die wesentlichen Schwierigkeiten ergaben sich dabei aus dem 'moral-hazard' Problem. Banken gaben Einlagen aus, die implizit oder explizit durch die Zentralbank gedeckt wurden, jedoch nicht der Risikostruktur entsprachen. Dabei wurden häufig hohe Zinsen auf Einlagen gegeben, um damit risikoreiche Investitionsgeschäfte zu decken. Ein weiteres Problem war, dass kurzfristige Einlagen angenommen wurden, um langfristige Projekte zu finanzieren⁶⁸¹. Das Finanzierungsproblem der Banken resultierte folglich aus dem Abzug des kurzfristigen ausländischen Kapitals⁶⁸².

⁶⁷⁸ Lindgren/Garc/Saal (1996, 100 ff.), Vgl. Honohan (1996)

⁶⁷⁹ Lindgren/Garc/Saal (1996, 12 f.)

⁶⁸⁰ Mancera (1997)

⁶⁸¹ Vgl. Gil-Diaz/Carstens (1995), Gil-Diaz (1998)

⁶⁸² Vgl. Garcia-Herrero (1997a/b)

Annex II

‘Bail-Out’ Programm des Banksektors

Im Zuge der Pesokrise geriet der Banksektor in Mexiko aufgrund seiner Verschuldungsstruktur unter starken Druck, so dass viele Analytiker von einer ‘twin crisis’ sprachen⁶⁸³. Im Gegensatz zu den Entwicklungen zu Beginn der achtziger Jahre hielt die Regierung jedoch an ihrer Liberalisierungsstrategie fest und verzichtete darauf, unter Druck geratene Banken zu verstaatlichen oder regulierend in das Management einzuwirken.

Statt dessen initiierte die Regierung Anfang 1995 ein ‘Bail-Out’ Programm, das denjenigen Banken, die de facto vor dem Bankrott standen, staatliche Hilfen zukommen ließ⁶⁸⁴. Einzig dafür wurde das Instituto para la Proteccion al Ahorro Bancario (IPAB) als eine Art Versicherungsgesellschaft gegründet⁶⁸⁵. Dieses Programm beinhaltete eine Reihe von Maßnahmen und sollte die Wirtschaft vor einer systemischen Bankenkrise bewahren⁶⁸⁶. Etwa 75 Prozent der Auslandsverschuldung der mexikanischen Banken war kurzfristiger Natur. Da die Bedienung dieser Kredite besonders Anfang 1995 schwierig und für einige Kreditinstitute geradezu unmöglich war, stellte die Banco de Mexico spezielle langfristige Dollarkredite zur Verfügung. Gleichzeitig bestand die Möglichkeit, einen Teil der Schulden in langfristige Kredite umzuwandeln.

Das ‘Bail-Out’ Programm beinhaltete für den Staat jedoch auch immense Kosten. Nach Schätzungen der Comision Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) wurden ohne das ADE Programm bis Juli 1996 dazu etwa NP 135 Mrd. benötigt, die zum Teil durch den erwirtschafteten staatlichen Überschuß von 1995 finanziert wurden⁶⁸⁷. Ein weiteres Problem war der starke Anstieg an non-performing loans Krediten. Dazu wurde ein Programm errichtet, das es den Banken erlaubte, einen Teil dieser Kredite an den Staat zu transferieren. Dennoch stieg der Anteil an non-performing loans in den folgenden Jahren stark an⁶⁸⁸.

⁶⁸³ Vgl. etwa Goldfajn/Valdes (1997), Kaminsky/Reinhart (1999)

⁶⁸⁴ Kamin (1999) schätzt die Kosten des ‘Bail-Out’ Programms Mexikos für den Banksektor auf etwa 15-20 Prozent des BIP.

⁶⁸⁵ Bis Mitte 1996 stieg das Portfolio von FOBAPROA auf US\$13.8 Mrd.

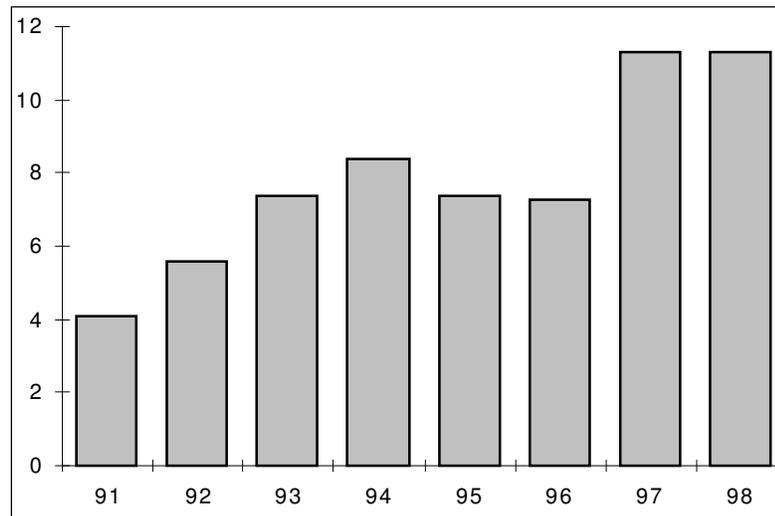
⁶⁸⁶ Eine Darstellung der einzelnen Komponenten findet sich in Krueger/Tornell (1999)

⁶⁸⁷ Latin American Weekly Report, "Crisis Was Bigger than Portrayed: CNBV Figures Out Banks' Past-due Portfolio at US\$ 20BN", July 25, 1996, S. 333.

⁶⁸⁸ Zu den Zielen der Programme im einzelnen siehe Mexico, Letter of Intent, June 15, 1999, veröffentlicht auf der Webseite des IMF. Darüber hinaus existierten noch andere Programme mit ähnlichen Zielen, wie etwa der Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (FAMEVAL) mit einer Ausstattung von NP 1,9 Mrd. Desweiteren bestand mit den Unidades de Inversión (UDIs) die Möglichkeit, kurzfristige Schulden in langfristige mit einem Zeithorizont von bis zu 12 Jahren umzuwandeln.

Graphik III

Anteil der non-performing loans von Geschäftsbanken^a (1991-1998) (in % an gesamten Krediten)



Quelle: Kalter/Ribas (1999), basierend auf Daten der Banco de Mexico und der National Banking Commission of Mexico

^a Ohne an die FOBAPROA verkauften Kredite

Zum einen war diese Entwicklung auf einen Wandel in den Klassifizierungsgrundlagen der Banken zurückzuführen, wodurch ein höherer Anteil der Kredite als ' non-performing' eingestuft werden musste. Eine weitere Erklärung dieses Phänomens ergibt sich aus den unterschiedlichen Reaktionen und der geänderten Finanzierungsmöglichkeiten seit 1995. Obwohl die Möglichkeiten der Kreditvergabe auf den nationalen Märkten zurückgingen, konnten sich exportorientierte Unternehmen auf den internationalen Kapitalmärkten mit den benötigten Finanzmitteln versorgen. Diese Möglichkeit war jedoch für Unternehmen aus dem Bereich nicht-handelbarer Güter nicht gegeben. Da der profitablere Wachstumssektor somit als Kreditnehmer für die Geschäftsbanken ausfiel, verschlechterte sich auch die Qualität des Pools möglicher Kreditnehmer und der Anteil an non-performing loans stieg sukzessive⁶⁸⁹.

Ein weiteres Element im Rahmen des FOBAPROA bildete das Programa de Capacitacion Temporal (PROCAPTE) und diente zur Unterstützung der Kapitalisierung der Banken⁶⁹⁰. Im August 1995 wurde schließlich mit dem Acuerdo de Apoyo Inmediato a Deudores de la Banca (ADE) ein weiteres zeitlich begrenztes Programm initiiert, das die Restrukturierung der Schulden unterstützen sollte.

Neben diesen Programmen wurden auch einige andere Maßnahmen zur institutionellen Restrukturierung des Banksektors unternommen. So wurden etwa die Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) zur besseren Risikoabschätzung eingeführt.

⁶⁸⁹ Krueger/Tornell (1999)

⁶⁹⁰ Eine ausführliche Darstellung der Aufgaben und Ziele findet sich in Banco de Mexico, The Mexican Economy (1996)

Im Dezember 1998 schließlich verabschiedete das mexikanische Parlament ein Gesetz zur Sicherung von Bankeinlagen. Im Zuge dessen wurde im Mai 1999 das Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) gegründet, das die non-performing loans in Höhe von US\$ 80 Mrd., die bisher von der FOBAPROA verwaltet wurden, übernahm. Ziel ist ein verbesserter Schutz vor allem privater Bankeinlagen. Durch die Beseitigung weiterer Restriktionen für die Beteiligung ausländischer Investoren an mexikanischen Banken sollte weiterhin eine erhöhte Kapitalisierung der Finanzinstitutionen erreicht werden⁶⁹¹.

⁶⁹¹ Vgl. Banco de Mexiko, Annual Report 1999, April 2000

LITERATURVERZEICHNIS

- Agenor, P. (1991)
Credibility and Exchange Rate Management in Developing Countries, IMF Working Paper WP/91/87, Washington, D.C., September
- Agenor, P. (1993)
Credible Disinflation Programms, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/93/9, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Agenor, P./ A. Hoffmaister (1996)
Capital Inflows and the Real Exchange Rate: Analytical Framework and Econometric Evidence, IMF Working Paper, WP/96/137, International Monetary Fund, Washington, December
- Agenor, P./ J. Aizenmann (1998)
Contagion and Volatility with Imperfect Credit Markets, IMF Staff Papers, Vol. 45, No. 2, S. 207-235
- Agenor, P./ J. Bhandari/ R. Flood (1992)
Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises, IMF Staff Papers No. 39, S. 357-394
- Agenor, P./ P. Masson (1996)
The Mexican Peso Crisis: Overview and Analysis of Credibility Factors, IMF Working Paper WP/96/6, International Monetary Fund, Washington, D.C., January
- Agenor, P./ P. Masson (1999)
Credibility, Reputation, and the Mexican Peso Crisis, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 31, No. 1, February, S. 70-84
- Aggarwal, V. (1989)
International Debt Threat: Bargaining Among Creditors and Debtors in the 1980s, Institute of International Studies, Berkeley
- Aghelvi, P/ M. Khan/ P. Moniel (1991)
Exchange Rate Policy in Developing Countries, Some Analytical Issues, IMF Occasional Paper No. 78, International Monetary Fund, Washington, D.C., March
- Agosin, M./ R. French-Davis (1998)
Managing Capital Inflows in Latin America, United Nations Development Program, Discussion Paper Series No. 8, Office of Development Studies
- Aizenman, J./ R. Hausman (2000)
Exchange Rate Regimes and Financial-Market Imperfections, Dartmouth College and Inter-American Development Bank, mimeo, May
- Alba, P./ A. Bhattacharya/ S. Classens/ S. Gosh/ L. Hernandez (1998)
Volatility and Contagion in a Financially Integrated World: Lessons from East Asia's Recent Experience, Paper Presented at the PAFTAD 24, Asia Pacific Financial Liberalization and Reform, May 20-22, Chiangmai, Thailand
- Arestis, P. (1992)
The Post-Keynesian Approach to Economics: An Alternative Analysis of Economic Theory and Policy, Aldershot
- Aspe, P. (1992)
Macroeconomic Stabilization and Structural Change, European Economic Review No.36, S.320-328
- Aspe, P. (1993)
Economic Transformation: The Mexican Way, MIT Press, Cambridge, Mass./London
- Aspe, P. (2000)
International Shocks and Growth Outlook in Mexico and Latin America, Paper Prepared for Alamos Alliance VII, Alamos, Mexico, February
- Auernheimer, L./ S. George (1997)
Shock Versus Gradualism in Models of Rational Expectations: The Case of Trade Liberalization, IMF Working Paper, WP/97/122, International Monetary Fund, Washington, D.C., September

- Axilrod, S. (1995)
Transformation of Markets and Policy Instruments for Open Market Operations, IMF Working Paper, WP/95/146, International Monetary Fund, Washington, D.C., December
- Aziz, J./ R. Wescott (1997)
Policy Complementarities and the Washington Consensus, IMF Working Paper WP/97/118, International Monetary Fund, Washington, D.C., September
- Bacchetta, P./ E. van Wincoop (1998)
Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, Overshooting, and Volatility, NBER Working Paper, No. 6530, April
- Baig, T./ I. Goldfajn (1999)
Financial Market Contagion in the Asian Crisis, IMF Staff Papers, Vol. 46, Washington, D.C., June, S. 167-195
- Baig, T./ I. Goldfajn (2000)
The Russian Default and the Contagion to Brazil, Paper Prepared for the Conference on International Financial Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped, February 3-4, Washington, D.C.
- Banco Central de la Republica Argentina (1995)
Boletin Monetaria y Financiero, Junio-Julio
- Banco de Mexico (jährlich)
Informe Anual, Mexico D.F.
- Banco de Mexico (jährlich)
Report on Monetary Policy, Mexico, D.F.
- Banco de Mexico (jährlich)
The Mexican Economy: Economic and Financial Developments, Mexico City
- Batiz, L./ A. Sy (2000)
Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior, IMF Working Paper WP/00/97, International Monetary Fund, Washington, D.C., June
- Bazdresch, S./ A. Werner (1999)
Contagion of International Financial Crises: The Case of Mexico, Banco de Mexico, Direccion General de Investigacion Economica, Paper Prepared for the Conference on International Financial Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped, February 3-4, 2000, Washington, D.C., January
- Becker, T./ R. Gaston Gelos/ A. Richards (2000)
Devaluation Expectations and the Stock Market - The Case of Mexico 1994, IMF Working Paper WP/00/28, International Monetary Fund, Washington, D.C., February
- Belassa, B./ P. Kuczinsky/ M. Simenson (1986)
Towards Renewed Economic Growth in Latin America, Colegio de Mexico, Mexico D.F.
- Bencivenga, V./ E. Hubens/ B. Smith (2000)
Dollarization and the Integration of International Capital Markets: A Contribution to the Theory of Optimal Currency Areas, University of Minnesota and Federal Reserve Bank of Minneapolis, Minneapolis, Minnesota, October
- Berg, A./ C. Patillo (1999)
Are Currency Crisis Predictable? A Test, IMF Staff Papers, Vol. 46, June, S. 107-138
- Berg, A./ E. Borensztein (2000a)
The Pros and Cons of Full Dollarization, IMF Working Paper WP/00/50, International Monetary Fund, Washington, D.C., March
- Berg, A./ E. Borensztein (2000b)
The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies, IMF Working Paper WP/00/29, International Monetary Fund, Washington, D.C., February
- Bernanke, B./ F. Mishkin (1997)
Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, Journal of Economic Perspectives, Vol. 11, No. 2, Spring, S. 97-116
- Bfai (jährlich)
Mexiko, Wirtschaftsentwicklung, Bundesstelle für Außenhandelsinformationen, Berlin
- Bhagwati, J. (1998a)
The Capital Myth, Foreign Affairs, Vol. 77, No. 3, S. 7-12, May/June
- Bhagwati, J. (1998b)
Why Free Capital Mobility may be Hazardous to Your Health: Lessons from the Latest Financial Crisis, Paper Prepared for the NBER Conference on Capital Controls in Cambridge, Mass., November 7

- Bikhchandani, S./ S. Sharma (2000)
Herd Behavior in Financial Markets: A Review, IMF Working Paper WP/00/48, International Monetary Fund, Washington, D.C. March
- Bird, G. (1994)
Latin America's Balance of Payments: Pessimism or Cautious Optimism?, in: G. Bird/ A. Helwege (Hrg), Latin America's Economic Future, Academic Press Ltd., London 1994, S. 109-144
- Bird, G. (1999)
Crisis Averter, Crisis Lender, Crisis Manager: The IMF in Search of a Systemic Role, The World Economy, Vol. 22, No. 7, September, S. 995-975
- BIS (jährlich)
Bank for International Settlements, Annual Report, Basle
- Blaine, M. (1998)
Dejà Vu All Over Again: Explaining Mexico' s 1994 Financial Crisis, The World Economy, Vol. 21, No.1, S. 31-57
- Blanco, H./ P. Garber (1986)
Recurrent Devaluations and Speculative Attacks on the Mexican Peso, Journal of Political Economy, No. 94, S. 148-166
- Bordo, M./ A. Schwartz (1997)
Why Clashes Between Internal and External Stability Goals End in Currency Crises, 1797-1994, NBER Working Paper No. 5710, Cambridge, Mass., June
- Bordo, M./ B. Mizrach/ A. Schwartz (1995)
Real versus Pseudo-International Systemic Risks: Some Lessons from History, NBER Working Paper No. 5371, December, Cambridge, Mass.
- Bosworth, B./ R. Dornbusch/ R. Laban (Hrg) (1994)
The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Boughton, J. (1994)
The IMF and the Latin American Debt Crisis: Seven Common Criticisms, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment PPAA/94/23, International Monetary Fund, Washington, D.C., October
- Bruno, M. (1995)
Inflation, Growth and Monetary Control: Non Linear Lessons from Crisis and Recovery, Banca d'Italia, Rome
- Bulmer-Thomas, V. (1997)
The Economic History of Latin America Since Independence, Cambridge University Press, Cambridge
- Burgos-Perez, J. (1996)
Auslandsinvestitionen im Rahmen von NAFTA und ihre Deregulierung in der nationalen Gesetzgebung als neue Entwicklungsstrategie Mexikos, Konstanzer Schriften zur Rechtswissenschaft, Band 111, Dissertation der Universität Konstanz, Hartung-Gorre Verlag Konstanz
- Buria, A. (1996)
The Mexican Crisis of 1994, in: J. Teunissen (Hrg), Can Currency Crisis be Prevented or Better Managed?, Lessons from Mexico, The Hague, Forum on Debt and Development (FONDAD)
- Buria, A. (1999)
An Alternative Approach to Financial Crises, Essays in International Finance, No. 212, Princeton University Press, Princeton, N.J.
- Burki, S. (1997)
A Fate Foretold: The World Bank and the Mexican Crisis, in: S. Edwards/ M. Naím (Hrg), Mexico 1994: Anatomy of an Emerging Market Crash, Carnegie Endowment For International Peace, Washington, D.C., S. 247-258
- Burki, S./ S. Edwards (1996)
Latin America After Mexico: Quickening the Pace, World Bank Latin American and Caribbean Studies, The World Bank, Washington, D.C.
- Bussiere, M./ C. Mulder (1999)
External Vulnerability in Emerging Markets Economies: How high Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion, IMF Working Paper WP/99/88, International Monetary Fund, Washington, D.C., July

- Cagan, P. (1956)
The Monetary Dynamics of Hyperinflation, in: M. Friedman (Hrg), Studies in the Quantity Theory of Money, University of Chicago Press, Chicago, S. 25-117
- Calvo, G. (1978)
On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy, *Econometrica*, Vol. 46, No. 6, S. 1428-1141
- Calvo, G. (1986)
Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 6, S. 1319-1329
- Calvo, G. (1989)
Notas Sobre Credibilidad y Politica Economica; Informacion Comercial Espaniola, *Revista de Economia*, Vol. 657, S.118-126
- Calvo, G. (1994)
Comment on Rüdiger Dornbusch: Stabilization and Monetary Reform in Latin America, in: J. Wijnholds/ S. Eijffinger/ L. Hoogduin (Hrg), A Framework for Monetary Stability, Kluwer Academic Publishers, Boston, S. 253-315
- Calvo, G. (1995)
Varieties of Capital Market Crisis, Inter-American Development Bank, Working Paper No. 306, Washington, D.C.
- Calvo, G. (1997)
Monetary and Exchange Rate Policy for Mexico, Key Issues and Proposal, University of Maryland, College Park, Draft, June
- Calvo, G. (1999a)
Contagion in Emerging Markets: When Wallstreet is a Career, Collage Park, Maryland, University of Maryland, Draft
- Calvo, G. (1999b)
Fixed Versus Flexible Exchange Rates, Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch, University of Maryland, College Park, Draft, May
- Calvo, G. (2000a)
The Case for Hard Pegs in the Brave New World of Global Finance, University of Maryland, College Park, Draft, June
- Calvo, G. (2000b)
Testimony on Dollarization, Paper Presented Before the Subcommittee on Domestic and Monetary Policy, Committee on Banking and Financial Services, Washington D.C., June 22nd
- Calvo, G. (2000c)
Capital Markets and the Exchange Rate. With Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America, University of Maryland, Universidad T. die Tella, Draft, April
- Calvo, G./ C. Reinhart (1999)
When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options, University of Maryland, Draft, June
- Calvo, G./ C. Reinhart (2000a)
Fixing for Your Life, NBER Working Paper No. 8006, Cambridge, Mass., November
- Calvo, G./ C. Reinhart (2000b)
Fear of Floating, University of Maryland, Draft, May
- Calvo, G./ C. Reinhart/ C. Vegh (1994)
Targeting Real Exchange Rate: Theory and Evidence, IMF Working Paper WP/94/22, International Monetary Fund, Washington, D.C., February
- Calvo, G./ C. Vegh (1992)
Inflation Stabilization and Nominal Anchors, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/92/4, International Monetary Fund, Washington, D.C., December
- Calvo, G./ C. Vegh (1994a)
Exchange Rate Stabilization Under Imperfect Credibility, in: A. Worgotter/ H. Frisch (Hrg), Open-Economy Macroeconomics, MacMillan Press, London
- Calvo, G./ C. Vegh (1994b)
Credibility and the Dynamics of Stabilization Policy: a Basic Framework, in: C. Sims (Hrg), Advances in Econometrics, Sixth World Congress, Vol. II, Cambridge University Press, S. 377-420
- Calvo, G./ E. Mendoza (1996)
Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 545, March

- Calvo, G./ E. Mendoza (1997)
Rational Herding Behavior and the Globalization of Securities Markets, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Institute for Empirical Macroeconomics, Discussion Paper 120, Minneapolis
- Calvo, G./ E. Mendoza (1999)
Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets, NBER Working Paper No. 7153, Cambridge, Mass., June
- Calvo, G./ E. Mendoza (2000b)
Contagion, Globalization and the Volatility of Capital Flows, in: S. Edwards (Hrg), Capital Inflows to Emerging Markets, University of Chicago Press, forthcoming
- Calvo, G./ E. Mendoza (2000a)
Capital Market Crisis and Economic Collaps in Emerging Markets: An Informational Friction Approach, University of Maryland, Duke University, Draft, January
- Calvo, G./ L. Leidermann/ C. Reinhart (1993)
Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors, IMF Staff Papers, No. 40, March, S. 108-151
- Calvo, G./ L. Leidermann/ C. Reinhart (1993a)
The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/93/10, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Calvo, G./ L. Leidermann/ C. Reinhart (1994)
Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience, in: S. Edwards (Hrg), Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy, Cambridge University Press, S. 339-382
- Calvo, S./ C. Reinhart (1996)
Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects, in: G. Calvo/ M. Goldstein/ E. Hochreiter (Hrg), Private Capital Flows to Emerging Markets, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Caramazza, F./ J. Aziz (1998)
Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s, IMF Economic Issues No. 13, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Caramazza, F./ L. Ricci/ R. Salgado (2000)
Trade and Financial Contagion in Currency Crises, IMF Working Paper WP/00/55, International Monetary Fund, Washington, D.C., March
- Cardoso, E./ A. Helwege (1992)
Latin America's Economy: Diversity, Trends, and Conflicts, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Carstens, A./ A. Werner (1999)
Mexico's Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime, Banco de Mexico, Mexico, D.F., April
- Catao, L./ M. Terrones (2000)
Determinants of Dollarization: The Banking Side, IMF Working Paper WP/00/146, International Monetary Fund, Washington, D.C., August
- Chang, R. (2000)
Dollarization: A Scorecard, Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review, Third Quarter, S. 1-11
- Chang, R./ A. Velasco (1998)
Financial Crises in Emerging Markets: a Canonical Model, NBER Working Paper No. 6606, Cambridge, Mass., June
- Chang, R./ A. Velasco (2000a)
Exchange Rate Policy for Developing Countries, American Economic Review, No. 90, May, S. 71-75
- Chang, R./ A. Velasco (2000b)
Financial Fragility and the Exchange Rate Regime, Journal of Economic Theory, Vol. 92, May, S. 1-34
- Chari, V./ P. Kehoe (1998)
Asking the Right Questions About the IMF, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Annual Report, Special Issue
- Chuhan, P./ S. Classens/ N. Mamingi (1993)
Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of External and Domestic Factors, World Bank, Washington, D.C., May, mimeo

- Claessens, S./ M. Dooley/ A. Warner (1999)
Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?, *The World Bank Economic Review*, Vol. 9, No. 1, S. 153-174
- Classens, S./ D. Oks/ S. van Wijnbergen (1994)
Interest Rates, Growth and External Debt: The Macroeconomic Impact of Mexico's Brady Deal, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 904, London
- Cohen, B. (1998)
The Geography of Money, Cornell University Press, Ithaca, N.Y.
- Cohen, B. (2000a)
Dollarization: Pros and Cons, Paper Prepared for the Workshop on "Dollars, Democracy and Trade: External Influences on Economic Integration in the Americas", Los Angeles, Cal., May
- Cohen, B. (2000b)
Capital Controls: Why do Governments Hesitate? Paper Prepared for a Conference on Reshaping the Architecture of the International Financial System, Siena, Italy, May 23
- Cole, H./ T. Kehoe (1995)
Self-Fulfilling Debt Crisis, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report 211, Minneapolis, April
- Cole, H./ T. Kehoe (1996)
A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-95 Debt Crisis, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report 210, Minneapolis, April
- Cooper, R. (1999)
Should Capital Controls be Banished?, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, S. 89-141
- Corbo, V./ L. Hernandez (1994)
Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Latin American Style versus East Asian Style, The World Bank, Policy Research Working Paper, No. 1377, Washington, D.C.
- Corbo, V./ L. Hernandez (1996)
Macroeconomic Adjustment to Capital Flows: Lessons from Recent East Asian and Latin American Experience, *World Bank Research Observer* No. 11, February, S. 61-85
- Corden, W. (1987)
Protection and Liberalization: A Review of Analytical Issues, *IMF Occasional Papers* No. 54, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Corden, W. (1990)
Exchange Rate Policy in Developing Countries, *The World Bank Working Paper Series WPS* 412, Country Economies Department, World Bank, Washington, D.C., April
- Cordoba, J. (1986)
El Programa Mexicano de Reordinacion Economica, 1983-84, in: SELA, El FMI, el Banco Mundial y la Crisis Latinoamericana, Ed. Siglo Veintiuno, Mexico D.F.
- Cordoba, J. (1994)
Mexico, in: J. Williamson (Hrg), *The Political Economy of Policy Reform*, Institute for International Economics, Washington D.C., S. 232-84
- Corsetti, G./ P. Pesenti/ N. Roubini (1998)
Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis, NBER Working Paper, No. 6783, Cambridge, Mass., November
- Corsetti, G./ P. Pesenti/ N. Roubini (1998b)
What Caused the Asian Currency and Financial Crisis, NBER Working Paper, No. 6833, Cambridge, Mass., December
- Corsetti, G./ P. Pesenti/ N. Roubini/ C. Tille (1998)
Competitive Devaluations: A Welfare-Based Approach, Paper Prepared for the Conference on Globalization, Capital Market Crises and Economic Reform, Duke University, December
- Crafts, N. (1999)
East Asian Growth Before and After the Crisis, *IMF Staff Papers*, Vol. 46, No. 2, S. 139-166
- Croce, E./ M. Khan (2000)
Monetary Regimes and Inflation Targeting, *Finance and Development*, September, S. 48-51
- Cumby, R./ S. van Wijnbergen (1989)
Financial Policy and Speculative Bank Runs with a Crawling Peg: Argentina 1979-1981, *Journal of International Economics*, No. 27, S. 111-127
- D'Amato, A. (1995)
Report on the Mexican Economic Crisis, Washington, D.C., United States Senate

- Dabos, M./ V. Juan-Ramon (2000)
Real Exchange Rate Response to Capital Flows in Mexico: An Empirical Analysis, IMF Working Paper WP/00/108, International Monetary Fund, Washington, D.C., June
- Daniel, B. (1997)
Fiscal Policy and the Predictability of Exchange Rate Collapse, IMF Working Paper WP/97/133, International Monetary Fund, Washington, D.C. October
- DeGeorgio, J./ S. Edwards/ R. Valdes (2000)
Controls on Capital Inflows: Do They Work?, Journal of Development Economics, forthcoming
- Diamond, D./ P. Dybvig (1983)
Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, Journal of Political Economy, No. 91, S. 401-419
- Dijkstra, A. (1996)
Fighting inflation in Latin America, Institute of Social Studies, Working Paper Series No. 220, The Hague
- Dooley, M. (1986)
An Analysis of the Debt Crisis, IMF Working Paper WP/86/14, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Dooley, M. (1994)
Are Recent Capital Inflows to Developing Countries a Vote For or Against Economic Policy Reforms?, University of California, Working Paper No. 295, May
- Dooley, M. (1996)
A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions, International Monetary Fund Staff Papers Vol. 43, No. 3, S. 639-687
- Dooley, M. (1998)
A Model of Crises in Emerging Markets, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper, No. 630, November
- Dooley, M./ D. Mathieson (1994)
Exchange Rate Policy, International Capital Mobility, and Monetary Policy Instruments, in: R. Glick/ M. Hutchinson (Hrg), Exchange Rate Policy and Interdependence: Perspectives from the Pacific Basin, Cambridge University Press, N.Y., S. 68-95
- Dornbusch, R. (1982)
Stabilization Policies in Developing Countries: What have we learned?, World Development, Vol. 10, No. 9, S. 701-708
- Dornbusch, R. (1988)
Mexico: Stabilization, Debt and Growth, Economic Policy, Vol.3, October, S. 233-83
- Dornbusch, R. (1991a)
Credibility and Stabilization, Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, S. 837-850
- Dornbusch, R. (1991b)
Strategy and Priority for Reform; in: P. Marer/ S. Zecchini (Hrg), The Transition to a Market Economy, Paris 1991, S. 169-183
- Dornbusch, R. (1993)
Mexican Competitiveness and NAFTA, Paper Prepared for the Committee on Small Business. U.S. House of Representatives, May 20
- Dornbusch, R. (1997)
The Folly, the Crash, and Beyond: Economic Policies and the Crisis, in: S. Edwards./ M. Naím (Hrg), Mexico 1994: Anatomy of an Emerging Market Crash, Carnegie Endowment For International Peace, Washington, D.C., S. 124-141
- Dornbusch, R. (2000)
Mexico' s Democracy Needs Good Economy, MIT, mimeo
- Dornbusch, R./ A. Werner (1994)
Mexico: Stabilization, Reform and No Growth, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1, S. 253-287
- Dornbusch, R./ I. Goldfajn/ R. Valdes (1995)
Currency Crises and Collapses, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, Washington, D.C., Brookings Institution, S. 219-293
- Dornbusch, R./ M. Simonsen (1987)
Inflation Stabilization with Incomes Policy Support, A Review of Recent Experience in Argentina, Brazil and Israel, Group of Thirty, N.Y.

- Dornbusch, R./ S. Edwards (Hrg) (1994)
 Reform, Recovery, and Growth, University of Chicago Press, Chicago/London
- Dornbusch, R./ S. Fischer / R. Startz (1997)
 Macroeconomics, 7th ed., Irwin McGraw-Hill, Boston, Mass.
- Dornbusch, R./ Yung Chul Park/ S. Classens (2000)
 Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped?, Paper Prepared for the Conference on International Financial Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped, February 3-4, Washington, D.C.
- Edison, H. J. (2000)
 Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper No. 675, July
- Edison, H./ C. Reinhart (1999)
 Stopping Hot Money, Board of Governors of the Federal Reserve System, University of Maryland, Draft, November
- Edison, H./ C. Reinhart (2000)
 Capital Controls During Financial Crises: The Case of Malaysia and Thailand, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 662, March
- Edwards, S. (1984)
 The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries, Essays in International Finance No. 156, Princeton University Press, Princeton, NJ
- Edwards, S. (1988)
 Exchange Rate Misalignments in Developing Countries, John Hopkins University Press, Baltimore
- Edwards, S. (1989)
 Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Edwards, S. (1992)
 Exchange Rates as Nominal Anchors, NBER Working Paper No. 4246, Cambridge, Mass., December
- Edwards, S. (1993a)
 Openness, Trade Liberalization, and Growth in Developing Countries, Journal of Economic Literature, September
- Edwards, S. (1993b)
 Exchange Rates, Inflation, and Disinflation: Latin American Experiences, NBER Working Paper No. 4320, Cambridge, Mass., April
- Edwards, S. (1994a)
 Trade Policy, Exchange Rates and Growth, in: R. Dornbusch/ S. Edwards (Hrg), Reform, Recovery, and Growth, University of Chicago Press, Chicago/London, S.13-52
- Edwards, S. (1994b)
 Macroeconomic Stabilization in Latin America: Recent Experience and some Sequencing Issues, NBER Working Paper No. 4697, Cambridge, Mass., April
- Edwards, S. (1995)
 Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy, Cambridge University Press, Cambridge
- Edwards, S. (1996a)
 The Determinants of Choice Between Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes, NBER Working Paper No. 5756, Cambridge, Mass., September
- Edwards, S. (1996b)
 A Tale of Two Crises: Chile and Mexico, NBER Working Paper No. 5794, Cambridge, Mass., October
- Edwards, S. (1997a)
 Bad Luck or Bad Policies? An Economic Analysis of the Crisis, in: S. Edwards/ M. Naím (Hrg), Mexico 1994: Anatomy of an Emerging Market Crash, Carnegie Endowment for International Peace, Washington, D.C., S. 95-124
- Edwards, S. (1997b)
 Openness, Productivity and Growth: What do we really know?, NBER Working Paper No. 5978, Cambridge, Mass., March

- Edwards, S. (1998a)
Interest Rate Volatility, Capital Controls and Contagion, NBER Working Paper No. 6756, Cambridge, Mass., October
- Edwards, S. (1998b)
Capital Inflows to Latin America: A Stop-Go Story? NBER Working Paper No. 6441, Cambridge, Mass., March
- Edwards, S. (1998c)
The Mexican Peso Crisis: How Much Did we Know? When Did we Know it?, *The World Economy*, Vol. 21, No. 1, S. 1-30
- Edwards, S. (1998d)
Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin American Experiences, NBER Working Paper No. 6800, Cambridge, Mass., November
- Edwards, S. (1999a)
How Effective are Capital Controls, University of California, mimeo, July
- Edwards, S. (1999b)
The Mirage of Capital Controls, University of California, mimeo, May
- Edwards, S. (2000a)
Contagion, Paper Presented at the University of Nottingham, 1999 World Economic Lecture, April, forthcoming in ' *The World Economy*'
- Edwards, S. (2000b)
Exchange Rate Systems in Emerging Economies, Paper Prepared for the U.S. Department of the Treasury Project on the International Financial System, University of California, January
- Edwards, S. (2000c)
Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention, Paper Prepared for the NBER Conference on Economic and Financial Crisis in Emerging Market Countries, Woodstock, Vermont, October 19-21
- Edwards, S./ M. Savastano (1998)
The Morning After: The Mexican Peso in the Aftermath of the 1994 Currency Crisis, NBER Working Paper No. 6516, Cambridge, Mass., April
- Edwards, S./ M. Savastano (1999)
Exchange Rates in Emerging Economies, What Do We Know? What Do We Need To Know?, Paper Prepared for the Stanford University Conference "What we know and what we need to know", September 17-19, 1998, revised version
- Edwards, S./ R. Steiner/ F. Losada (1996)
Capital Inflows, the Real Exchange Rate and the Mexican Crisis of 1994, in: H. Sautter/ R. Schinke (Hrg), *Stabilization and Reforms in Latin America: Where do we stand?*, Göttinger Studien zur Entwicklungsökonomik, Band 3, Vervuert/Iberoamericana S. 69-118
- Edwards, S./ R. Sumsel (2000)
Interest Rate Volatility in Emerging Markets: Evidence from the 1990, Paper Prepared for the NBER-IASE Conference in Buenos Aires, December 1999 and the AEA Conference in Boston, January
- Eichengreen, B. (1994)
International Monetary Arrangements for the 21st Century, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Eichengreen, B. (1998)
Capital Controls: Capital Idea of Capital Folly?, InterAmerican Development Bank, Washington, D.C., November
- Eichengreen, B. (2000)
When to Dollarize, Paper Prepared for the ITAM Dollarization Project Meeting, Mexico City, 3-4 December
- Eichengreen, B./ A. Rose (1999)
Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance, in: T. Ito/ A. Krueger (Hrg), *Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries*, University of Chicago Press
- Eichengreen, B./ A. Rose/ C. Wyplosz (1995)
Exchange Rate Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks, *Economic Policy*, Vol. 21, October, S. 249-312
- Eichengreen, B./ A. Rose/ C. Wyplosz (1996)
Contagious Currency Crises, NBER Working Paper No. 5681, Cambridge, Mass., July
- Eichengreen, B./ C. Wyplosz (1993)
The Unstable EMS, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, S. 51-143

- Eichengreen, B./ G. Hale/ A. Mody (2000)
Flight to Quality, Investor Risk Tolerance and the Spread of Emerging Markets Crises, Paper Prepared for the Conference on International Financial Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped, February 3-4, Washington, D.C.
- Eichengreen, B./ M. Mussa/ G. Dell'Ariccia/ E. Detragiache/ G. Milesi-Feretti/ A. Tweedie (1999)
Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues, IMF Economic Issues No. 17, International Monetary Fund, Washington, D.C., February
- Eichengreen, B./ P. Masson (1998)
Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Exchange Rate Flexibility, Occasional Paper No. 168, International Monetary Fund, Washington, D.C., August
- Eichengreen, B./ P. Masson / M. Savastano/ S. Sharma (1999)
Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange Rate Flexibility, Essays in International Finance, No. 213, Princeton University Press, Princeton, N.J., April
- Eichengreen, B./ R. Hausmann (1999)
Exchange Rates and Financial Fragility, in: New Challenges for Monetary Policy, Proceedings of a Symposium by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 26-28, S. 329-68
- Espinosa, M./ S. Russel (1996)
The Mexican Economic Crisis: Alternative Views, Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review, January/February 1996, Vol. 81, Nr. 1, S. 21-44
- Estrella, A. / F. Mishkin (1997)
Is There a Role for Monetary Aggregates in the Conduct of Monetary Policy?, Journal of Monetary Economics, Vol. 40, S. 279-304
- Fanelli, J./ R. Frenkel/ L. Taylor (1994)
Is the Market Friendly Approach Friendly to Development: A Critical Assessment?, in: G. Bird/ A. Helwege (Hrg), Latin America's Economic Future, Academic Press Ltd., London 1994, S. 229-264
- Fernandez-Arias, E. (1996)
The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?, Journal of Development Economics, No. 48, S. 349-418
- Fernandez-Arias, E./ P. Montiel (1996)
The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: an Analytical Overview, World Bank Economic Review, No. 10, January, S. 51-77
- Fernandez-Arias, E./ R. Hausmann/ R. Rigobon (1999)
Financial Contagion in Emerging Markets: Preliminary Notes. Do Not Quote, Draft
- Ffrench-Davis, R./ H. Reisen (1998)
Flujos de Capital e Inversion Productiva: Lecciones para America Latina, McGraw Hill/CEPAL, Santiago de Chile
- Fischer, B./ H. Reisen (1992)
Towards Capital Account Convertibility, OECD Development Center, Policy Brief No. 4, Paris
- Fischer, B./ H. Reisen (1993)
Liberalizing Capital Flows in Developing Countries: Pitfalls, Prerequisites and Perspectives, OECD Development Centre, Paris
- Fischer, S. (1986)
Indexing, Inflation, and Economic Policy, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Fischer, S. (1994)
Comment on Rüdiger Dornbusch: Stabilization and Monetary Reform in Latin America, in: J. Wijnholds/ S. Eijffinger/ L. Hoogduin (Hrg), A Framework for Monetary Stability, Kluwer Academic Publishers, Boston, S. 253-315
- Fischer, S. (1999)
On the Need for an International Lender of Last Resort, Paper Prepared for the American Economic Association and the American Finance Association, New York, January 3, Published by the IMF
- FitzGerald, E./ R. Vos (1989)
Financing Economic Development. A Structural Approach to Monetary Policy, Aldershot
- Flood R./ P. Garber (1984)
Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples, Journal of International Economics, No. 17, S. 1-13

- Flood R./ P. Garber/ C. Kramer (1996)
Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example, *Journal of International Economics*, No. 41, S. 223-234
- Flood, R./ M. Mussa (1994)
Issues Concerning Nominal Anchors for Monetary Policy, IMF Working Paper WP/94/61, International Monetary Fund, Washington, D.C., May
- Flood, R./ N. Marion (1996)
Speculative Attacks: Fundamentals and Self-Fulfilling Prophecies, NBER Working Paper No. 5789, Cambridge, Mass., October
- Flood, R./ N. Marion (1997)
Policy Implications of 'Second Generation' Crisis Models, IMF Working Paper, WP/97/16, International Monetary Fund, Washington, D.C., May
- Flood, R./ N. Marion (1998)
Self-fulfilling Risk Predictions: An Application to Speculative Attacks, IMF Working Paper WP/98/124, International Monetary Fund, Washington, D.C., August
- Folkerts-Landau, D./ P. Garber (1998)
Capital Flows from Emerging Markets in a Closing Environment, *Global Emerging Markets*, Deutsche Bank Research, October
- Fontaine, J. (2000)
Official Versus Spontaneous Dollarization, *Cato Journal*, Vol. 20, No. 1, Spring/Summer, S. 35-42
- Forbes, K./ R. Rigobon (1999)
Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues, Paper prepared for the UNU-WIDER Conference on Financial Contagion, Helsinki, November
- Frankel, J./ A. Rose (1996)
Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment, *International Finance Paper No. 534*, University of California, Berkeley, Cal.
- Frankel, J./ C. Okongwu (1996)
Liberalized Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness of Interest Rate Convergence, *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 1, January, S. 1-24
- Frankel, J./ S. Schmuckler (1996a)
Crisis, Contagion, and Country Funds: Effects on East Asia and Latin America, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper PB 96-04, San Francisco
- Frankel, J./ S. Schmuckler (1996b)
Country Fund Discounts and the Mexican Crisis of December 1994: Did Local Residents Turn Pessimistic Before International Investors?, NBER Working Paper No. 5714, Cambridge, Mass., August
- French-Davis, R. (1998)
Policy Implications of the Tequila Effect, *Challenge*, Vol. 41, No. 2, March-April
- Frenkel, J./ M. Goldstein/ P. Masson (1991)
Characteristics of a Successful Exchange Rate System, IMF Occasional Paper No. 82, International Monetary Fund, Washington, D.C., July
- Friedman, M. (1973)
Money and Economic Development: The Horowitz Lectures of 1972, Praeger, New York
- Froot, K./ P. O'Connell/ M. Seasholes (2000)
The Portfolio Flows of International Investors, Paper Prepared for the Conference on International Financial Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped, February 3-4, Washington, D.C.
- Funke, N. (1991)
Die Glaubwürdigkeit von Wirtschaftsreformen: Bedeutung, Ursachen und Ansatzpunkte zur Lösung von Glaubwürdigkeitsproblemen, *Die Weltwirtschaft*, 1991, Heft 2, S.175-186
- Funke, N. (1993)
Timing and Sequencing of Reforms; Competing Views and the Role of Credibility, *Kyklos*, Vol. 46, S. 337-362
- Galindo, L. (1999)
The Reorganization of the International Financial System: The Mexican Perspective, Friedrich Ebert Stiftung, Arbeitspapier 2/99, Bonn
- Garber, P. (1995)
Speculative Attacks, in: W. Gruben/ D. Gould/ C. Zarazaga (Hrg), *Monetary Policy in a*

- Changing World Economy: Proceedings of a Conference, Federal Reserve Bank of Dallas, Texas, September 14-15, S. 85-140
- Garber, P. (1996)
Comment on Paul Krugman, Are Currency Crisis Self-Fulfilling?, in: B. Bernacke/ J. Rotemberg (Hrg), NBER Macroeconomics Annual 1996, MIT Press, Cambridge, Mass., S. 403-406
- Garcia-Herrero, A. (1997a)
Monetary Impact of a Banking Crisis and the Conduct of Monetary Policy, IMF Working Paper WP/97/124, International Monetary Fund, Washington, D.C., September
- Garcia-Herrero, A. (1997b)
Banking Crisis in Latin America in the 1990s: Lessons from Argentina, Paraguay, and Venezuela, IMF Working Paper WP/97/140, Corrected: 11/3/97, International Monetary Fund, Washington, D.C., October
- General Agreement on Tariffs and Trade (1993)
Trade Policy Review: Mexico, Genf, Vol. 1 und Vol. 2
- Ghironi, F./ A. Rebucci (2000)
Monetary Rules for Emerging Market Economies, Federal Reserve Bank of New York and International Monetary Fund, October
- Ghosh, A./ A. Gulde/ J. Ostry/ H. Wolf (1997)
Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?, NBER Working Paper No. 5874, Cambridge, Mass., January
- Gil-Diaz, F. (1998a)
Monetary Policy and its Transmission Channels in Mexico, Bank for International Settlement, The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies, Monetary and Economic Department, Basle
- Gil-Diaz, F. (1998b)
The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis, Cato Journal, Vol. 17, No. 3, Winter
- Gil-Diaz, F./ A. Carstens (1997)
Pride and Prejudice: The Economic Profession and Mexico's Financial Crisis 1994-95, in: S. Edwards/ M. Naïm (Hrg), Mexico 1994: Anatomy of an Emerging Market Crash, Carnegie Endowment for International Peace, Washington, D.C., S. 165-200
- Glick, R./ A. Rose (1998)
Contagion and Trade: Why Are Currency Crisis Regional?, NBER Working Paper No. 6806, Cambridge, Mass., November
- Goldberg, L./ B. Dages/ D. Kinney (2000)
Foreign and Domestic Participation on Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina, Paper Prepared for the Conference on International Financial Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped, February 3-4, Washington, D.C.
- Goldfajn, I./ R. Valdes (1996)
The Aftermath of Appreciations, NBER Working Paper No. 5650, Cambridge, Mass., July
- Goldfajn, I./ R. Valdes (1997a)
Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity, IMF Working Paper WP/97/87, International Monetary Fund, Washington, D.C., July
- Goldfajn, I./ R. Valdes (1997b)
Are Currency Crises Predictable? IMF Working Paper WP/97/159, International Monetary Fund, Washington, D.C., December
- Goldstein, M. (1998)
The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications, Policy Analysis in International Economics No. 55, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Gonzalez-Hermosillo, B. (1999)
Determinants of Ex-Ante Banking System Distress: A Macro-Micro Empirical Exploration of some Recent Episodes, IMF Working Paper WP/99/33, International Monetary Fund, Washington, D.C., March
- Gonzalez-Hermosillo, B. / C. Pazarbasioglu/ R. Billings (1997)
Determinants of Banking System Fragility, A Case Study of Mexico, IMF Staff Papers, September,
- Gonzalez-Hermosillo, B./ C. Pazarbasioglu/ R. Billings (1996)
Banking System Fragility: Likelihood versus Timing of Failure - An Application to the Mexican Financial Crisis, IMF Working Paper, WP/96/142, International Monetary Fund, Washington, D.C., December

- Greenspan, A. (1995)
 Testimony before the Committee on Foreign Relations, US Senate, 26. January, Washington D.C.
- Greenspan, A. (1998)
 The Globalization of Finance, *Cato Journal*, Vol. 17, No. 3, Winter, S. 243-250
- Griffith-Jones, S. (1988)
 Global Capital Flows: Should They Be Regulated?, Macmillan Press, N.Y.
- Griffith-Jones, S. (1992)
 The Return of Private Capital to Latin American Countries: The Facts, an Analytical Framework and some Policy Issues, in: J. Teunissen (Hrg), *Fragile Finance. Rethinking the International Monetary System*, The Hague, Forum on Debt and Development (FONDAD)
- Griffith-Jones, S. (1996)
 The Mexican Peso Crisis, *Cepal Review*, No. 60, December, S. 155-175
- Griffith-Jones, S. (1998)
 Global Capital Flows: Should they be Regulated?, Macmillan Press, N.Y.
- Guitian, M. (1992)
 The Choice of an Exchange Rate Regime, in: C. Barth/ C.-H. Wong (Hrg), *Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies*, Papers Presented at the Seminar on Exchange Rate Policies in Developing and Transition Economies, December 3-11, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Gunther, J./ R. Moore/ G. Short (1996)
 Mexican Banks and the 1994 Peso Crisis: The Importance of Initial Conditions, *North American Journal of Economics & Finance*, Vol. 7, No. 2, S. 125-133
- Gurria, J. (1999)
 Identifying the Pending Agenda for Stability, *Global Emerging Markets*, Vol. 2, No. 2, S. 22-25
- Guttentag, J./ R. Herring (1984)
 Credit Rationing and Financial Disorder, *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 39, American Finance Association, Washington, D.C.
- Hale, D. (1998)
 The Hot Money Debate, *The International Economy*, Vol. 12, No. 6, November/December, S. 8-12
- Hamilton, N. (1986)
 State-Class Alliances and Conflicts: Issues and Actors in the Mexican Economic Crisis, in: N. Hamilton/ S. Harding (Hrg), *Modern Mexico*, S. 148-174, Beverly Hills
- Hanke, S. (1999a)
 Reflections on Exchange Rate Regimes, *Cato Journal*, Vol. 18, No. 3, Winter, S. 335-344
- Hanke, S. (1999b)
 Some Reflections on Currency Boards, in: M. Blejer/ M. Skreb (Hrg), *Central Banking, Monetary Policies, and the Implications for Transition Economies*, Kluwer Academic Publishers, Boston
- Hanke, S. (2000)
 The Disregard for Currency Board Realities, *Cato Journal*, Vol. 20, No. 1, Spring/Summer, S. 49-58
- Hanke, S./ K. Schuler (1999)
 A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarization, *Cato Journal*, Vol. 18, No. 3, Winter, S. 405-419
- Hardy, D./ C. Pazarbasioglu (1998)
 Leading Indicators of Banking Crisis: Was Asia Different?, IMF Working Paper WP/98/91, International Monetary Fund, Washington, D.C., June
- Hardy, D./ C. Pazarbasioglu (1999)
 Determinants and Leading Indicators of Banking Crisis: Further Evidence, IMF Staff Papers, Vol. 46, No. 3, S. 247-284
- Hausman, R. (2000)
 Currencies: Should There Be Five or One Hundred and Five?, Inter-American Development Bank, Washington, D.C.
- Hausman, R./ A. Powell (2000)
 Dollarization: Issues of Implementation, Inter-American Development Bank, Washington, D.C.

- Hausman, R./ M. Gavin/ C. Pages-Serra/ E. Stein (1999)
Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime, Inter-American Development Bank, Working Paper No. 400, Washington, D.C.
- Helwege, A. (1994)
Stabilization Policy in Latin America: Debates about Growth and Distribution, in: G. Bird/ A. Helwege (Hrg), Latin America's Economic Future, Academic Press Ltd., London 1994, S. 145-167
- Hernandez, L./ H. Rudolf (1994)
Domestic Factors, Sustainability, and Soft Landing in the New Wave of Private Capital Flows, World Bank, Washington, D.C., mimeo
- Hernandez, L./ H. Rudolf (1997)
Interne Faktoren; World Bank, Private Capital Flows to Developing Countries: The Role of Financial Integration, Oxford University Press, Oxford
- Hiemenz, S./ P. Nunnenkamp (1992)
The International Competitiveness of Developing Countries for Risk Capital, Kieler Studien, 242, Tübingen
- Honohan, P. (1996)
Banking System Failures in Developing Countries: Diagnosis and Predictions, Bank of International Settlement, Basel
- Hounie, A./ L. Pittaluga/ G. Porcile/ F. Scatolin (1999)
La Cepal y las Nuevas Teorías del Crecimiento, Revista de la Cepal, No. 68, Agosto
- Imbusch, P. (1988)
Mexiko - Entwicklungspolitische Alternativen, Marburg
- IMF (1983)
Mexico to Use Resources from the Fund to Support Major Adjustment Effort, IMF- Survey 10.01.83, S.1-3
- IMF (1987)
Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs, IMF Occasional Paper No. 55, Washington D.C.
- IMF (1995)
International Capital Markets, Developments, Prospects and Policy Issues, IMF Survey, Washington, D.C., August
- IMF (1997)
Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries, World Economic Outlook, Washington, D.C., October
- IMF (1998)
Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability, World Economic Outlook, Chap. IV, Washington, D.C., May
- IMF (1999a)
Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Development and Issues, International Monetary Fund, World Economic and Financial Service
- IMF (1999b)
International Financial Contagion, World Economic Outlook, Washington, D.C.
- IMF (1999c)
International Capital Markets Report, Washington, D.C.
- IMF (jährlich)
World Economic Outlook, Washington, D.C.
- IRELA (1994)
Mexico: Between Change and Continuity, Dossier No. 49, Madrid, August
- Ize, A./ G. Ortiz (1987)
Fiscal Rigidities, Public Debt, and Capital Flight, IMF Staff Papers No. 34, S. 311-32
- Johnston, B. (1994)
The Speed of Financial Sector Reform: Risks and Strategies, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/94/26, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Johnston, B./ S. Darbar/ C. Echeverria (1997)
Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand, IMF Working Paper WP/97/157, International Monetary Fund, Washington, D.C., November
- Kalter, E./ A. Ribas (1999)
The 1994 Mexican Economic Crisis: The Role of Government Expenditure and Relative

- Prices, IMF Working Paper WP/99/160, International Monetary Fund, Washington, D.C., December
- Kamin, S. (1999)
The Current International Financial Crisis: How Much is New?, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper No. 636, Washington, D.C., June
- Kamin, S./ J. Rogers (1996)
Monetary Policy and the End-Game to Exchange Rate Based Stabilizations: The Case of Mexico, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 540, Washington, D.C., February
- Kamin, S./ O. Babson (1999)
The Contributions of Domestic and External Factors to Latin American Devaluation Crisis: An Early Warning Systems Approach, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 645, Washington, D.C., September
- Kamin, S./ P. Wood (1997)
Capital Inflows, Financial Intermediation and Aggregate Demand: Empirical Evidence from Mexico and other Pacific Basin Countries, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 583, Washington, D.C.
- Kaminsky, G. (1991)
Dual Exchange Rates: The Mexican Experience, Discussion Paper No. 38, University of San Diego, Dept. of Economics, Cal.
- Kaminsky, G. (1998)
Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No, 629, October
- Kaminsky, G./ C. Reinhart (1998b)
On Crises, Contagion, and Confusion, Paper prepared for the Conference on Globalization, Capital Market Crises and Economic Reform, Duke University, December
- Kaminsky, G./ C. Reinhart (1999a)
Bank Lending and Contagion, Evidence From the Asian Crisis, Conference Paper Prepared for the NBER's 10th Annual East Asia Seminar on Economics, Hawaii, June 10-12
- Kaminsky, G./ C. Reinhart (1999b)
The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, American Economic Review No. 89, June, S. 473-500
- Kaminsky, G./ C. Reinhart (2000)
The Center and the Periphery: Tales of Financial Turmoil, Paper Prepared for the Conference on International Financial Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped, February 3-4, Washington, D.C.
- Kaminsky, G./ R. Lyons/ S. Schmuckler (2000a)
Economic Fragility, Liquidity, and Risk: The Behavior of Mutual Funds During Crises, Paper Prepared for the Conference on International Financial Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped, February 3-4, Washington, D.C.
- Kaminsky, G./ R. Lyons/ S. Schmuckler (2000b)
Managers, Investors, and Crisis: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets, Paper Prepared for the Conference on International Financial Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped, February 3-4, Washington, D.C.
- Kaminsky, G./ S. Lizondo/ C. Reinhart (1997)
Leading Indicators of Currency Crisis, IMF Working Paper WP/97/79, International Monetary Fund, Washington, D.C., July
- Kaminsky, G./ S. Schmuckler (1999)
What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper No. 634, Washington, D.C., April
- Kay, C. (1989)
Latin American Theories of Development and Underdevelopment, Routledge, London/N.Y.
- Kenen, P. (1995)
Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy, Princeton University Press, Princeton, N.J.
- Kenen, P. (2000)
Currency Areas, Policy Domains, and the Institutionalization of Fixed Exchange Rates, Princeton University, April

- Kiguel, M./ N. Leviatan (1992)
The Business Cycle Associated with Exchange Rate Based Stabilization, World Bank Economic Review, No. 6, S. 279-305
- Klein, M./ N. Marion (1997)
Explaining the Duration of Exchange Rate Pegs, Journal of Development Economics, Vol. 54, December, S. 387-404
- Kodres, L./ M. Pritsker (1999)
A Rational Expectations Model of Financial Contagion, Board of Governors of the Federal Reserve System, FEDS Working Paper 1998-48, May
- Kraemer, M. (1997)
Politische Ökonomie von Wirtschaftsreformen: Mexiko 1982-1994, Göttinger Studien zur Entwicklungsökonomik, Band 4, Dissertation, Vervuert Verlag
- Krueger, A. (1981)
Interactions Between Inflation and Trade-Regime Objectives in Stabilization Programs, in: W. Cline/ S. Weintraub (Hrg), Economic Stabilization in Developing Countries, Washington, D.C., S. 83-117
- Krueger, A. (1984)
Problems of Liberalization, in: A. Harberger (Hrg), World Economic Growth, San Francisco, S. 403-423
- Krueger, A. (1997a)
Trade Policy and Economic Development: How we Learn, NBER Working Paper No. 5896, Cambridge, Mass., January
- Krueger, A. (1997b)
Nominal Anchors Exchange Rate Policies as a Domestic Distortion, NBER Working Papers No. 5968, Cambridge, Mass., March
- Krueger, A. (2000)
IMF Stabilization Programs, National Bureau of Economic Research, September, Draft
- Krueger, A./ A. Tornell (1999)
The Role of Bank Restructuring in Recovering from Crises: Mexico 1995-98, NBER Working Paper 7042, Cambridge, Mass., April
- Krugman, P. (1979)
A Model of Balance of Payments Crisis, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 11, August, S. 311-325
- Krugman, P. (1988)
Financing vs. Forgiving a Debt Overhang, Journal of Development Economics, Vol. 29, November
- Krugman, P. (1993)
International Finance and Economic Development, in: A. Giovannini (Hrg), Finance and Development: Issues and Experience, Cambridge University Press, S. 11-24
- Krugman, P. (1995)
Dutch Tulips and Emerging Markets, Foreign Affairs, Juli/August, S. 28-44
- Krugman, P. (1996)
Are Currency Crisis Self-fulfilling?, in: B. Bernacke/ J. Rotemberg (Hrg), NBER Macroeconomics Annual 1996, MIT Press, Cambridge, Mass., S. 345-407
- Krugman, P. (1998)
Saving Asia: it's time to get RADICAL, Fortune Magazine, September 17, S. 75-80
- Krugman, P. (1999a)
Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crisis, Paper prepared for the Festschrift Volume in Honor of Robert Flood, January
- Krugman, P. (1999b)
The Return of Depression Economics, Norton Publishers, New York
- Krugman, P. (1999c)
Don't Laugh at Me, Argentina, Serious Lessons from a Silly Crisis, Slate Magazine, July 19
- Krugman, P./ M. Obstfeld (1994)
International Economics, Theory and Policy, 3rd ed., Harper Collins College Publishers
- Laban, L./ F. Larrain (1993)
Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?, Pontificia Universidad Catolica De Chile, Instituto De Economia, Documento de Trabajo No. 155, Mayo
- Laban, R./ F. Larrain B. (1994)
The Chilean Experience with Capital Mobility (1994), in: B. Bosworth/ R. Dornbusch/ R. Laban

- (Hrg), *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, The Brookings Institution, Washington, D.C. 1994, S. 117-164
- Lahiri, A./ C. Vegh (2000a)
Output Costs, BOP Crises, and Optimal Interest Rate Policy, University of California, June
- Lahiri, A./ C. Vegh (2000b)
Delaying the Inevitable: Optimal Interest Rate Policy and BOP Crises, University of California, April
- Lal, D. (1987)
The Political Economy of Economic Liberalization, *The World Bank Economic Review*, Vol. 1, S. 273-299
- Lee, J.-Y. (1997)
Sterilizing Capital Inflows, International Monetary Fund, *IMF Economic Issues* 7/1997, Washington, D.C.
- Leiderman, L./ A. Thorne (1996)
The Mexican Crisis and its Aftermath: What Are The Main Lessons?, in: G. Calvo/ M. Goldstein/ E. Hochreiter (Hrg), *Private Capital Flows to Emerging Markets After the Mexican Crisis*, Institute for International Economics, Washington, D.C., Austrian National Bank, Vienna, September, S. 1-43
- Levine, R. (2000)
International Financial Liberalization and Economic Growth, forthcoming in: *Review of International Economics*
- Levine, R./ M. Carcovic (2000)
How Much Bang for the Buck? Mexico and Dollarization, University of Minnesota, Department of Finance, September
- Levine, R./ S. Zervos (1998a)
Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economic Review*, No. 88, S. 537-558
- Levine, R./ S. Zervos (1998b)
Capital Control Liberalization and Stock Market Development, *World Development*, No. 26, S. 1169-1184
- Lim, L. (1999)
Malaysia' s Response to the Asian Financial Crisis, Testimony Prepared for the Hearings before the House Committee on International Relations, Subcommittee on Asia and the Pacific, June 16
- Lindgren, C./ G. Garc/ M. Saal (1996)
Bank Soundness and Macroeconomic Policy, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Looney, R. E. (1985)
Economic Policymaking in Mexico: Factors Underlying the 1982 Crisis, Durham
- Looser, C./ E. Kalter (1992)
Mexico: The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth, World Bank Occasional Paper No. 99, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Lustig, N. (1992)
Mexico: The Remaking of an Economy, Brookings Institution, Washington D.C.
- Lustig, N. (1994)
Comment on Rüdiger Dornbusch: Stabilization and Monetary Reform in Latin America, in: J. Wijnholds/ S. Eijffinger/ L. Hoogduin (Hrg), *A Framework for Monetary Stability*, Kluwer Academic Publishers, Boston, S. 253-315
- Lustig, N. (1995)
The Mexican Peso Crisis: The Foreseeable and the Surprise, *Brookings Discussion Papers on International Economics*, The Brookings Institution, Washington, D.C., June
- Lustig, N. (1998)
Mexico, *The Remaking of an Economy*, 2nd Edition, Brookings Institution Press, Washington, D.C.
- Lustig, N./ J. Ros (1993)
Mexico, in: L. Taylor (Hrg), *The Rocky Road to Reform*, Tokyo, S. 267-295,
- Lustig, N./ M. Szekely (1999)
Mexico: Evolucion Economica, Pobreza y Disigualdad, United Nations Development Project, Washington, D.C.

- MacDonald, D./ M. Taylor (1992)
Exchange Rate Economics: A Survey, IMF Staff Papers, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Mackenzie, G. (1997)
The Macroeconomic Impact of Privatization, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment PPAA/97/9, International Monetary Fund, Washington, D.C., November
- Mancera, M. (1997)
Problems of Bank Soundness: Mexico's Recent Experience, in: International Monetary Fund (Hrg), Banking Soundness and Monetary Policy: Issues and Experiences in the Global Economy. 7th Seminar on Central Banking, IMF Washington, D.C., S. 27-31
- Masson, P. (1998)
Contagion: Monsoonal Effets, Spillovers and Jumps Between Multiple Equilibria, IMF Working Paper WP/98/142, International Monetary Fund, Washington, D.C., September
- Masson, P. (1999)
Multiple Equilibria, Contagion, and the Emerging Market Crises, IMF Working Paper WP/99/164, International Monetary Fund, Washington, D.C., November
- Masson, P. (2000)
Exchange Rate Regime Transmission, IMF Working Paper WP/00/134, International Monetary Fund, Washington, D.C., July
- Masson, P./ M. Savastano/ S. Sharma (1997)
The Scope of Inflation Targeting in Developing Countries, IMF Working Paper WP/97/130, International Monetary Fund, Washington, D.C., October
- Maxfield, Sylvia (1990)
Governing Capital: International Finance and Mexican Politics, Ithaka
- McKinnon, R. (1991)
The Order of Economic Liberalization, John Hopkins University, Baltimore
- Meigs, A. (1997)
Mexican Monetary Lessons, The Cato Journal, Vol. 17, No. 1, S. 35-72, Winter
- Mendoza, E. (2000a)
The Benefits of Dollarization when Stabilization Policy Lacks Credibility and Financial Markets are Imperfect, Duke University and NBER, forthcoming in: Journal of Money, Credit, and Banking
- Mendoza, E. (2000b)
On the Instability of Variance Decompositions of the RER across Exchange-Rate-Regimes: Evidence from Mexico and the United States, Duke University, Durham, June
- Michaely, D./ A. Choski/ D. Papageorgiou (1991)
Liberalizing Foreign Trade, Blackwell, Cambridge, Mass.
- Milesi-Ferretti, G./ A. Razin (1999)
Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities, Paper Prepared for the NBER Conference on Currency Crisis, Cambridge, February 6 : October 7
- Ministry of Finance (jährlich)
Economic Policy Guidelines, Ministry of Finance, Investor Relations Office, Mexico, D.F.
- Mishkin, F. (1998)
The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging Markets, International Finance Vol. 1, No. 1, October, S. 81-101
- Mishkin, F. (1999)
International Experience with Different Monetary Policy Regimes, NBER Working Paper No. 6965, Cambridge, Mass., February
- Mishkin, F. (2000)
Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries, Paper Prepared for the NBER Conference on Economic and Financial Crisis in Emerging Market Countries, Woodstock, October 19-21
- Mishkin, F./ M. Sevastano (2000)
Monetary Policy Strategies for Latin America, Paper prepared for the Inter-American Seminar on Economics (IASE), Buenos Aires, December 2-4, 1999 February
- Montiel, P. (1998)
The Long-Run Equilibrium Exchange Rate: Theory and Measurement, Working Paper, Williams College
- Montiel, P./ C. Reinhart (1999a)
The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s, in: S.

- Griffith-Jones/ P. Montes (Hrg), Short-term Capital Movements and Balance of Payments Crisis, Oxford University Press, Oxford
- Montiel, P./ C. Reinhart (1999b)
Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s, Williams College and University of Maryland, March
- Mundell, R. (1967)
International Economics, Macmillan Press, N.Y.
- Mundell, R. (1971)
Monetary Theory, Pacific Palisades, Goodyear, Calif.
- Mussa, M. (1984)
The Adjustment Process and the Timing of Trade Liberalization. NBER Working Paper No. 1458, Cambridge, Mass., September
- Naim, M. (1999)
Fads and Fashion in Economic Reforms: Washington Consensus or Washington Confusion? Foreign Policy Magazine, October 26, Paper Prepared for the IMF Conference on Second Generation Reforms, Washington, D.C.
- Nurkse, R. (1944)
International Currency Experience: Lessons from the Inter-War Period, League of Nations, Geneva
- Obstfeld, M. (1986)
Rational and Self-Fulfilling Balance-Of-Payments Crisis, American Economic Review, March, S. 72-81
- Obstfeld, M. (1994)
The Logic of Currency Crisis, NBER Working Paper, No. 4640, Cambridge, Mass., February
- Obstfeld, M. (1996)
Models of Currency Crisis with Self-Fulfilling Features, European Economic Review, Vol. 40, April, S. 1037-1047
- Obstfeld, M. (1998)
The Global Capital Market: Benefactor or Menace?, NBER Working Paper, No. 6559, Cambridge, Mass., May
- Obstfeld, M./ K. Rogoff (1995)
Explaining the Duration of Exchange Rate Pegs, Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, No. 4, S. 73-96
- Ocampo, J. (1999a)
Reforming the International Financial Architecture: Consensus and Divergence, Cepal, Temas de Conyuntura, Serie No. 1, Santiago de Chile, April
- Ocampo, J. (1999b)
International Financial Reform: The Broad Agenda, Cepal, Temas de Conyuntura, Serie No. 6, Santiago de Chile, October
- OECD (1998)
OECD Economic Surveys, 1997-1998, Mexico, Organization for Economic Co-Operation and Development, Paris
- Ortiz, G. (1990)
Public Finance, Trade, and Economic Growth: The Mexican Experience, in: V. Tanzi (Hrg), Fiscal Policy in Open Developing Countries, 175-193, Washington D.C.
- Ortiz, G. (1991)
Mexico Beyond the Debt Crisis: Towards Sustainable Growth with Price Stability, in: M. Bruno/ S. Fischer/ E. Helpman/ N. Leviatan (Hrg), Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht/Boston, S. 47-71
- Ortiz, G. (1994)
Comment on Rüdiger Dornbusch: Stabilization and Monetary Reform in Latin America, in: J. Wijnholds/ S. Eijfinger/ L. Hoogduin (Hrg), A Framework for Monetary Stability, Kluwer Academic Publishers, Boston, S. 253-315
- Otker, I./ C. Pazarbasioglu (1994)
Exchange Market Pressures and Speculative Capital Flows in Selected European Countries, IMF Working Paper WP/94/21, International Monetary Fund, Washington, D.C., February
- Otker, I./ C. Pazarbasioglu (1995)
Speculative Attacks and Currency Crises: The Mexican Experience, IMF Working Paper WP/95/112, International Monetary Fund, Washington, D.C., November

- Pazos, F. (1972)
Chronicle Inflation in Latin America, Prager Publishers, New York
- Pazos, L. (1993)
El Final de Salinas: Entre la Recesion y la Devaluation, Editorial Diana, Mexico, D.F.
- Pazos, L. (1994)
Lo que le falta a Zedillo, Editorial Diana, Mexico, D.F.
- Pazos, L. (1995)
Devaluacion: Por Que? Que viene? Que hacer?, Editorial Diana, Mexico, D.F.
- Pritsker, M. (2000)
The Channels of Financial Contagion, Paper Prepared for the Conference on International Financial Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped, February 3-4, Washington, D.C.
- Radelet, S./ J. Sachs (1998a)
The Onset of the East Asian Crisis, NBER Working Paper, No. 6680, Cambridge, Mass., August
- Radelet, S./ J. Sachs (1998b)
The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects, Brookings Papers on Economic Activity, S. 1-99
- Ramirez, M. (1989)
Mexico's Economic Crisis: Its Origins and Consequences, New York
- Rebelo, S./ A. Vegh (1995)
Real Effects of Exchange Rate Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories, in: B. Bernanke/ J. Rotemberg (Hrg), NBER Macroeconomics Annual 1995, MIT Press, Cambridge, Mass., S. 125-173
- Reinhart, C. (2000)
The Mirage of Exchange Rates, University of Maryland, forthcoming in American Economic Review, Vol. 90, May
- Reinhart, C./ A. Vegh (1995)
Nominal Interest Rates, Consumption Booms, and Lack of Credibility: A Quantitative Examination, Journal of Development Economics, No. 46, S. 357-378
- Reinhart, C./ C. Vegh (1996)
Do Exchange Rate Based Stabilizations Carry the Seeds of Their Own Destruction?, Paper Prepared for the Session on Empirical Aspects of Exchange Rates, American Economic Association, San Francisco, January
- Reinhart, C./ T. Smith (1997)
Temporary Capital Controls, University of Maryland and University of Alberta, August
- Reisen, H. (1993)
Capital Flows and Their Effect on the Monetary Base, Cepal Review, Vol. 51, S. 113-122
- Reisen, H. (1994)
The Case for Sterelized Intervention in Latin America, in: H. Reisen (Hrg), Debt, Deficits and Exchange Rates: Essays on Financial Independence and Development, Aldershot and Brookfield, S. 205-227
- Reisen, H. (1996)
The Management of Capital Flows: Lessons from Latin America and Asia, in: R. Hausmann/ H. Reisen (Hrg), Securing Stability and Growth in Latin America, OECD, Paris
- Rodrik, D. (1989)
Credibility of Trade Reform - A Policy Maker's Guide, The World Economy, Vol.12, S. 1-16
- Rodrik, D. (1992)
The Limits of Trade Policy Reform in Developing Countries, Journal of Economic Perspectives, Vol. 6, S. 87-105
- Ros, J. (1987)
Mexico from the Oil Boom to the Debt Crisis: An Analysis of Policy Responses to External Shocks, 1978-85, in: Thorp/Whitehead (Hrg), Latin American Debt and Adjustment Crisis, Pittsburgh University Press
- Sachs, J. (1988)
Conditionality, Debt Relief, and the Developing Country Debt Crisis, NBER Working Paper 2644, Cambridge, Mass., July
- Sachs, J. (1997)
What Investors Should Learn from the Crisis That Has Forced Thailand to Seek an IMF Loan, Financial Times, London, July

- Sachs, J. (1999)
Creditor Panics: Causes and Remedies, *Cato Journal*, Vol. 18, No. 3, Winter, S. 377-390
- Sachs, J./ A. Tornell/ A. Velasco (1995)
The Collapse of the Mexican Peso: What Have we Learned?, NBER Working Paper No. 5142, Cambridge, Mass., June
- Sachs, J./ A. Tornell/ A. Velasco (1996)
Financial Crisis in Emerging Markets: The Lessons from 1995, NBER Working Paper No. 5576, Cambridge, Mass., May
- Salinas-Leon, R. (2000)
Mexico, Currency Reform, and the Stabilization Imperative, *Cato Journal*, Vol. 20, No. 1, S. 61-67
- Sanchez, M./ N. Karp (1999)
NAFTA's Economic Effects on Mexico, Grupo Financiero Bancomer, Paper Prepared for the NBER 12th Annual Interamerican Seminar on Economics, Buenos Aires, December 2-4
- Santaella, J./ A. Vela (1996)
The 1987 Mexican Disinflation Program: An Exchange Rate Based Stabilization? IMF Working Paper WP/96/24, International Monetary Fund, Washington, D.C., March
- Schinasi, G./ R. Smith (1999)
Portfolio Diversification, Leverage, and Financial Contagion, IMF Working Paper, WP/99/136, International Monetary Fund, Washington, D.C. September
- Schnatz, B. (1995)
Destabilisierende Effekte privater Kapitalströme in 'Emerging Markets' - eine empirische Analyse für Mexiko, HWWA - Diskussionspapier Nr. 22, Hamburg
- Schnatz, B. (1996)
Stabilitätspolitik und internationale Kapitalzuflüsse: Chile und Mexiko im Vergleich, in: B. Fischer/ B. Reszat (Hrg), *Internationale Integration der Devisen-, Finanz- und Kapitalmärkte*, Veröffentlichungen des HWWA-Institutes für Wirtschaftsforschung, Band 25, Nomos-Verlag 1996, S. 35-70
- Schwartz, A. (1998)
International Financial Crises: Myths and Realities, *Cato Journal*, Vol. 17, No. 3, Winter
- Sharma, S. (1999)
The Challenge of Predicting Economic Crises, *Finance & Development*, June, S. 40-42
- Sheahan, J. (1987)
Patterns of Development in Latin America: Poverty, Repression and Economic Strategy, Princeton University Press, Princeton
- Sobolev, Y. (2000)
Exchange-Rate-Based Stabilization: A Model of Financial Fragility, IMF Working Paper WP/00/122, International Monetary Fund, Washington, D.C., June
- Solis, L./ E. Zedillo (1985)
The Foreign Debt of Mexico, in: G. Smith/ J. Cuddington (Hrg), *The International Debt and Developing Countries*, World Bank Symposium, The World Bank, Washington, D.C.
- Summers, L. (1999)
Building an International Financial Architecture for the 21st Century, *Cato Journal*, Vol. 18, Nr. 3, S. 321-329, Winter
- Svensson, L. (1997)
Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, *European Economic Review*, No. 41, S. 1111-1146
- Tanzi, V. (1989)
Fiscal Policy, Growth and the Design of Stabilization Programs, in: M. Blejer/ K. Chin (Hrg), *Fiscal Policy, Stabilization and Growth in Developing Countries*, IMF, Washington D.C.
- Tello, C. (1984)
La Nacionalizacion de la Banca in Mexico, Mexico D.F.
- Ten Kate, A. (1992)
Trade Liberalization and Economic Stabilization in Mexico: Lessons of Experience, *World Development*, Vol. 20, No. 5, S.659-672
- Thorp, R./ L. Whitehead (Hrg) (1987)
Latin American Debt and the Adjustment Crisis, University of Pittsburgh Press, Pittsburgh
- Titelmann, D./ A. Uthoff (1994)
Foreign Capital Flows and Macroeconomic Policies, *Cepal Review*, Vol. 53, August, S. 13-29

- Tornell, A. (1999)
Common Fundamentals in the Tequila and Asian Crises, NBER Working Paper No. 7139, Cambridge, Mass., May
- Tornell, A./ A. Velasco (1995a)
Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline?, NBER Working Paper No. 5180, Cambridge, Mass., May
- Tornell, A./ A. Velasco (1995b)
Money-based versus Exchange Rate Based Stabilization with Endogenous Fiscal Policy, NBER Working Paper No. 5300, Cambridge, Mass., October
- Truman, Edwin (1996)
The Risks and Implications of External Financial Shocks: Lessons from Mexico, International Finance Discussion Paper 535, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., January
- Valdes, R. (1997)
Emerging Market Contagion: Evidence and Theory, Documentos de Trabajo del Banco Central, Santiago de Chile
- Van Rijckeghem, C./ B. Weder (1999)
Sources of Contagion: Finance or Trade, IMF Working Paper, WP/99/146, International Monetary Fund, Washington, D.C., October
- van Wijnbergen, S. (1990)
Mexikos External Debt Restructuring in 1989-90: An Economic Analysis, World Bank, March 1990
- van Wijnbergen, S. (1991)
Debt Relief and Economic Growth in Mexico, World Bank Economic Review, Vol. 5, No. 3, S. 452-53
- Vasquez, I. (1999)
The International Monetary Fund: Challenges and Contradictions, Testimony before the International Financial Institution Advisory Commission, United States Congress, September 28
- Vegh, C. (1992)
Stopping High Inflation: An Analytical Overview, IMF Staff Papers, Vol. 39, S. 626-695
- Velasco, A. (1996)
When are Fixed Exchange Rates Really Fixed?, NBER Working Paper No. 5842, Cambridge, Mass. November
- Whitt, J. (1996)
The Mexican Peso Crisis, Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review, January/February 1996, Vol. 81, Nr. 1, S. 1-20
- Williamson, J. (1990)
What Washington Means By Policy Reform, in: J. Williamson (Hrg), Latin American Adjustment: How much has happened?, Institute of International Economics, Washington, D.C., S. 5-20
- Williamson, J. (1993)
Exchange-Rate Policy in Mexico, Paper Prepared for the Committee on Small Business. U.S. House of Representatives, May 20
- Williamson, J. (1994)
The Management of Capital Inflows, Institute of International Economics, Washington, D.C.
- Williamson, J. (1995)
What Role for Currency Boards?, Institute for International Economics, Washington, D.C., September
- Wolf, H. (1997)
Regional Contagion Effects in Emerging Markets, Working Paper in International Economics, G-97-03, Princeton University
- Wolf, H. (1999)
International Asset Price and Capital Comovement During Crisis: The Role of Contagion, Demonstration Effects, and Fundamentals, Paper Presented at the World Bank/IMF/WTO Conference on Capital Flows, Financial Crisis and Policies, April
- World Bank (1993)
Trend in Developing Economies, Washington, D.C.
- World Bank (1997)
Private Capital Flows to Developing Countries: The Role of Financial Integration, Oxford, Oxford University Press

- World Bank (jährlich)
Global Economic Prospects and the Developing Countries, Washington, D.C., November
- World Bank (jährlich)
Weltentwicklungsbericht
- World Bank (jährlich)
World Bank Annual Report, Washington, D.C.
- Zedillo, E. (1985)
The Mexican External Debt: The Last Decade, in: M. Wionczek (Hrg), Politics and Economics of the External Debt Crisis, S. 294-324, Boulder, Col.
- Zedillo, E. (1986)
Mexico's Recent Balance-of-Payments Experience and Prospects for Growth, World Development, Vol. 14, No. 8, S. 963-991

Hyperlinks

Folgende Internetadressen wurden zur Literaturrecherche und der Suche nach relevanten Zahlenmaterial verwendet. Eine letzte Überprüfung der angegebenen Adressen fand am 15. Januar 2001 statt.

<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/website.htm>

<http://emlab.berkeley.edu/users/obstfeld/index.html>

<http://geocities.com/euroize/>

<http://gwu.edu/~graciela/>

http://ksgnotes1.harvard.edu/people/jeffrey_frankel

<http://research.mpls.frb.fed.us/research/archive.html>

<http://slate.msn.com/>

<http://vegh.sscnet.ucla.edu/>

<http://vegh.sscnet.ucla.edu/publications.htm>

<http://web.mit.edu/krugman/www/>

<http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/>

<http://www.banxico.org.mx/siteBanxicoINGLES/index.html>

<http://www.bog.frb.fed.us/pubs/ifdp/2000/default.htm>

<http://www.brookings.org/>

<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>

<http://www.cato.org/>

<http://www.cepal.org/index1.html>

<http://www.econ.duke.edu/~mendozae/>

<http://www.econ.duke.edu/Econ/Faculty/Users/emendoza.html>

<http://www.econ.umn.edu/~tkehoe/>

<http://www.economics.harvard.edu/faculty/tornell/papers.html>

<http://www.federalreserve.gov/publications.htm>

<http://www.haas.berkeley.edu/~arose/>

<http://www.hfni.gsehd.gwu.edu/~media/pressreleases/02-11-00-SachsLecture.html>

<http://www.imf.org/external/pubind.htm>

<http://www.inegi.gob.mx/>

<http://www.mit.edu/~rudi/>

<http://www.nber.org/>

<http://www.nber.org/crisis/>

<http://www.puaf.umd.edu/papers/reinhart.htm>

<http://www.shcp.gob.mx/english/ecograf/index.html>

<http://www.shcp.gob.mx/english/index.html>

<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/>

<http://zzyx.ucsc.edu/Econ/facpics/dooley.html>

Ehrenwörtliche Erklärung

Hiermit versichere ich ehrenwörtlich, daß ich die vorliegende Dissertation selbständig und unter Benutzung der angegebenen Literatur und Hilfsmittel angefertigt habe. Wörtlich übernommene Sätze und Satzteile sind als Zitate belegt, andere Anlehnungen hinsichtlich Aussage und Umfang der Quellenangaben kenntlich gemacht. Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner Prüfungsbehörde vorgelegen.

Glinde, 31. Januar 2001

Stefan Brill

Lebenslauf

Persönliche Angaben:

Name: Brill
Vorname: Stefan
Geburtsdatum: 19. Juni 1967
Staatsangehörigkeit: Deutsch

Ausbildung:

1988-1991 Grundstudium der Wirtschaftswissenschaften Universität-Gesamthochschule-Paderborn

1991-1994 Studium der Politikwissenschaften Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main

Studienschwerpunkte:
Internationale Beziehungen, Entwicklungspolitik, Volkswirtschaftslehre

Thema der Diplomarbeit: Neuere Tendenzen der wirtschaftlichen Regionalisierung Lateinamerikas

1998 Beginn der Dissertation

Berufliche Tätigkeiten:

1994-1995 Projektassistent Universität Frankfurt am Main

1995 Kommission der Europäischen Union, Mexico, D.F.

1996-2000 Consultant-Tätigkeit

Glinde, 31. Januar 2001