

第6章

アルゼンチンのカレンシー・ボード制と通貨危機

西島章次

はじめに

ラテンアメリカ諸国は1980年代後半から、ネオリベリズム（新経済自由主義）の趨勢のなかで経済自由化を推し進め、急激な変化を遂げてきた。1980年代までの市場介入に基づく政府主導の政策運営から、市場メカニズムに基づくそれへと転換し、貿易自由化、資本市場自由化、民営化、規制緩和、金融市場改革などを果敢に実施し、1990年代はインフレの抑制と成長率の回復を実現した。このため、メキシコ、ブラジル、アルゼンチンなどの諸国は、国際金融市場のグローバル化とこれら諸国の対外資本市場の自由化があいまって、「エマージング・マーケット」として世界の注目を浴び、大量の海外資金が流入することになった。

しかし、こうした大量の海外資金流入は、かつて1970年代、1980年代に銀行借入が主体となって生じた対外債務危機とは異なり、国債・株式などへの証券投資の比重が著しく高まったため、通貨危機という形での対外債務危機を生じさせることとなった。1994年末のメキシコのペソ危機、1997年のアジア危機と1998年のロシア危機後に生じた1999年1月のブラジルの通貨危機、そして2002年1月にはアルゼンチンで通貨危機が生じ、最終的にはいずれの3国とも通貨危機を経験することになった。

いうまでもなく、メキシコ、ブラジル、アルゼンチンにおける通貨危機

の発生のメカニズムとその帰結には、多くの共通点があるが、同時にさまざまな相違点があり、同列には議論できない⁽¹⁾。マクロ・ファンダメンタルズ（経常収支赤字、為替レートの過大評価、財政赤字、外貨準備など）の状況、銀行システムの健全性、ブームの有無、短期債務比率、他国からの影響の強弱、金融自由化の程度、政治的リスクの有無、IMF 支援プログラムの相違など、考慮すべき点は多い。アルゼンチンの通貨危機を議論するにはこうしたさまざまな要因を考慮しなければならないが、本章でとくに着目するのは、これら諸国が危機直前には基本的に固定為替制に属する制度を採用していたが、アルゼンチンではその極端な形態であるカレンシー・ボード制を採用していた点である。アルゼンチンのカレンシー・ボード制は、1990年代のハイパー・インフレを沈静化するとともに、アジア危機、ブラジル危機直後のアルゼンチンへの危機の伝播を防いだ一因であったとされる。しかし、結局は2002年の通貨危機を防げなかったことも事実である。

以下、本章ではこのようなアルゼンチンのカレンシー・ボード制について議論するが、第1節ではアルゼンチンで導入されたカレンシー・ボード制とその限界について概観するとともに、カレンシー・ボード制下でのマクロ的状況について議論する。第2節ではこうしたアルゼンチンの経験を踏まえ、カレンシー・ボード制のインフレ抑制効果と長期的持続性についての理論的分析を行う。

第1節 アルゼンチンのカレンシー・ボード制

1. カレンシー・ボード制の導入とその限界

アルゼンチンのカレンシー・ボード制は1991年4月に導入されたが、その最大の目的はインフレを抑制することにあった。貨幣供給が外貨準備高で制約され通貨政策の規律が確保されること、ドルとペソの1対1の等価での兌

換がペソへの信頼を高めることから、1990年には年率で1344%にも達したハイパー・インフレは急速に終息した。1980年代にいわゆるヘテロドックス・タイプの安定化政策の実施と失敗を繰り返し、ハイパー・インフレによる経済的混乱に苦しんでいたアルゼンチンにおいては画期的なできごとであり、インフレ抑制策としてのカレンシー・ボード制の採用は高く評価されている。また、経済成長率もペソ危機の影響を受けた1995年を除き、1998年まで比較的高い率を実現している（表1参照）。

さらに、そもそも理論的には、カレンシー・ボード制は通貨アタックに対しても抵抗力があるとされる。まず、法的にドルとペソの兌換が保証されていることから、国内通貨ペソの信認が高まるからである。さらに、資本が流出すれば外貨準備が低下し、外貨準備高に裏打ちされている国内貨幣供給が低下することによって、貨幣残高の低下が利子率を上昇させ、内外利子率格差を高めて再び資本流入を促進するメカニズムが内在するからである。実際、1997年のアジア危機以後、隣国のブラジルが通貨危機を免れなかったのに対し、アルゼンチンでは固定レートを維持することが可能であった。

しかし、アルゼンチンのカレンシー・ボード制はいくつかの問題点を有していた。国際マクロ経済学の基本理論からは、固定相場制、自由な資本移動、金融政策の独立性を同時に達成できないが、アルゼンチンの場合、カレンシー・ボード制を採用することによって金融政策の独立性を放棄し、固定相場と自由な資本移動を採用していたといえる。この意味で、少なくとも理論的にはカレンシー・ボード制は持続可能であったはずである。

しかし、アルゼンチンの場合、カレンシー・ボード制は完全なそれではなかった。1991年3月20日公布の兌換法によると、以下の特徴を有している。

- (1) 1ドル = 1ペソの等価での兌換保証,
- (2) 中央銀行による外貨売却保証,
- (3) 外貨準備によるマネタリー・ベースの裏づけ,
- (4) 外貨建て契約の外貨による支払い要求の保証,

などである。しかし、同時に、外貨準備として、3分の1を上限として外貨

表1 アルゼンチンの主要経済指標

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
消費者物価インフレ率 (%)	1,343.9	84.0	17.6	7.4	3.9	1.6	0.1	0.3	0.7	-1.8	-0.7	-1.6
GDP成長率 (%)	-1.4	10.6	9.6	5.7	5.8	-2.8	5.5	8.1	3.9	-3.4	-0.6	-3.8
1人当り成長率 (%)	-2.8	9.1	8.1	4.3	4.5	-4.1	4.2	6.7	2.5	-4.6	-1.8	-0.5
財政赤字 (%)	-3.8	-1.6	-0.1	1.5	-0.3	-0.6	-1.9	-1.5	-1.4	-1.7	-2.4	-3.5
失業率 (6大都市) %	7.5	6.5	7.0	9.6	11.5	17.5	17.2	14.9	12.9	14.3	15.1	17.4
経常収支赤字 (GNP (%))	3.0	-0.4	-3.6	-3.4	-4.3	-2.0	-2.4	-4.2	-4.9	-4.5	-3.2	-1.7
資本勘定 (100万ドル)	-5,884	182	9,220	13,564	12,741	7,224	12,386	16,818	18,414	13,635	9,654	-4,671
直接投資 (100万ドル)	-	2,429	3,218	2,059	2,480	3,756	4,937	4,924	4,175	22,633	10,553	3,500
実質為替レート	-	100.0	87.7	81.0	80.6	85.9	87.5	84.6	82.1	76.0	76.7	74.8
総対外債務 (million\$)	62,232	65,403	68,645	64,718	75,139	98,802	111,419	128,411	141,549	145,297	146,172	-
長期債務	48,676	49,374	49,855	52,546	63,757	71,316	81,629	90,555	105,151	111,401	112,801	-
政府債務	44,707	45,451	45,551	46,153	50,619	55,228	62,518	67,063	77,222	84,082	86,599	-
民間債務	3,969	3,924	4,304	6,393	13,139	16,088	19,111	23,492	27,929	27,320	26,202	-
短期債務	10,473	13,546	16,176	8,653	7,171	21,355	23,498	31,988	30,956	29,415	28,315	-

(注) 2001年のデータは暫定値。

(出所) ECLAC, *Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean, 2001*; World Bank, *Global Development Finance, 2002*; Ministerio de Economía de Argentina.

建て国債による保有が認められており、このため「準カレンシー・ボード制」と呼ぶべきものであった。また、中央銀行が存在し、裁量的な通貨政策の余地が残されていたことも重要である。さらに、カレンシー・ボード制を機能させるための条件として、中央銀行の「最後の貸し手機能」が制限されることに対し、健全な金融システムが存在することが必要であるが、必ずしも万全であったとはいえなかった。アルゼンチンの金融システムは、メキシコの通貨危機の影響によって深刻な金融不安が生じたが、その後、プルーデンス規制の整備、リストラの促進、外資導入、流動性準備規制・預金保証制度の導入、外国銀行からの74億ドルの緊急時信用枠の確保など、かなりの程度に金融システムが健全化しており、アジア諸国より金融セクターは遥かに健全であったとされている。しかし、常にドルとペソにスプレッドが存在していたことから判断されるように、アルゼンチンのカレンシー・ボード制は、ドル化のケースや純粋なカレンシー・ボード制と比較して、為替相場の固定性に対する信頼は相対的に低かったと考えるべきである⁽²⁾。

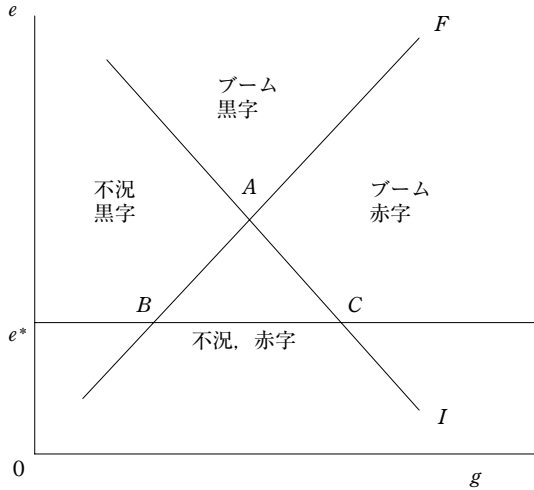
さらに重要な問題は、メネム政権下で、政府財政を健全化できなかったことである。カレンシー・ボード制は、通貨供給を外貨準備の裏付けなしでは拡大できないことから、確かに通貨政策に規律をもたせることになるが、国債の発行などによる借入が可能であれば財政の規律を保証するものではない⁽³⁾。アルゼンチンでは、とくに地方政府の財政赤字と社会保障（年金）制度の赤字が深刻で、これを連邦政府が補填する財政協定のために連邦政府の赤字が拡大してきた。また、アルゼンチンでは徴税率が低く、一説では50%にすぎないとされている。このため、2000年10月には「脱税防止法」を成立させ、税務調査の強化、例外規定の撤廃、税制簡素化などを図っている。さらに、1999年、2000年、2001年は景気後退のため税収が落ち込み、財政赤字が拡大することになった。いうまでもなく、政府は国債発行、起債などを通じて国内・海外から資金調達し、こうした財政赤字をファイナンスしてきたのである。ここで強調しておくべき点は、アルゼンチンの財政規律が弱体であったことの帰結として、政府債務が累積し、その返済が困難となるにした

がい市場にデフォルト懸念が広がり、最終的にカレンシー・ボード制のクレディビリティを損なったことであった。

いまひとつの問題は、カレンシー・ボード制の導入による厳格な為替レートの固定化によって、実質為替レートが過大評価の傾向となったことである。確かにカレンシー・ボード制はインフレ率を急激に低下させたが、インフレ率が一桁となったのは1993年からであり、それまでのインフレが実質為替レートを割高とし、以後、そうした過大評価レートが引き続いてきたといえる。表1にあるように、実質為替レートは1991年を100とすると、1999年には76.0の過大評価となっている。このため、1991年以降、貿易収支、経常収支は一貫して赤字となった。とくに、1999年にブラジルで通貨危機が生じ、レアルが大幅に切り下げてからは、さらに為替レートの過大評価が進み、2001年には74.8となりアルゼンチンの競争力はいっそう低下した。アルゼンチンの輸出の30%強がブラジルへの輸出であることから、隣国の大幅切り下げはきわめて大きな影響を与えたといえる。いうまでもなく、このような対外収支の赤字も、直接投資、民営化による売却収入、借入、海外での起債などでファイナンスされていた。

ところで、厳格なドル・ペッグのもとで対外債務返済の資金を稼ぐには、輸出競争力を改善させるか、国内経済を引き締めるしかない。為替レートの過大評価のもとで競争力が低下している状況では、生産性を改善して輸出競争力を高めなければならないが、これには長い時間を必要とする。このため、アルゼンチンは対外収支の改善を国内経済の引き締めにも頼らざるをえない状況となった。GDP成長率は1999年のマイナス3.4%、2000年のマイナス0.6%、2001年のマイナス3.8%（予測）と3年連続でマイナスとなった。また、失業率も2001年には17.4%に達するなど、これ以上の経済引き締めは社会的に困難な状況となっていた。こうした状態でカレンシー・ボード制によるドル・ペッグを継続することの限界は明らかで、アルゼンチンがドル・ペッグに固執し、実質為替レートの過大評価と財政赤字が継続すれば、政府対外債務の返済が困難となり、いずれカレンシー・ボード制の放棄は不可避で、通貨危

図1 対外均衡・対内均衡モデル



(出所) 筆者作成。

機の到来は時間の問題であったといえる。

以上のアルゼンチンの状況を、単純なマクロ・モデルを用いて解釈すると以下ようになる。

2. 対外均衡・対内均衡モデルによる解釈

二つの政策手段、実質為替レート (e) と政府支出 (もしくは財政赤字) (g) が存在し、二つの政策目標である、

$$\text{国内均衡 } I: y = f(e, g), \quad f'_e > 0, \quad f'_g > 0$$

$$\text{対外均衡 } F: f(e, g) = 0, \quad f'_e > 0, \quad f'_g < 0$$

を実現しようとする経済を想定する。 y は産出量である。図1の I 曲線と F 曲線上ではそれぞれ国内均衡と対外均衡が達成されている。二つの政策手段を有効に実施できるなら、政策割当ての原則から二つの政策目標ともに達成されている A 点を実現することが可能である。なお、線上から外れている

領域は、図示されているように、ブームか不況、経常収支黒字か赤字の組み合わせとなる。

さて、カレンシー・ボード制の導入によって為替レートが過大評価となっている状況 e^* から議論を始めよう。政策手段のひとつが e^* に制限されているので、この経済が取りうる可能な領域は e^* 上のみである。いま、 B 点を選択されたとすると、 F 線上にあるので対外均衡は達成されているが、 I 線上にはないので不況が発生している。 C 点を選択されたとすると、 I 線上にあるので国内均衡は達成されているが、 F 線上にはないので経常収支赤字となっている。いうまでもなく、1990年代前半のアルゼンチン経済は C 点にあり、 AC にあたる経常収支赤字を、民営化、海外借入、海外起債などによる海外資金の取り入れで補填していたと考えられる。

しかし、1990年代の後半となり民営化の案件が枯渇し、1997年にはアジア危機が発生し、1999年にはブラジルで通貨危機となり、アルゼンチンへの資金流入が先細ることになった。このため、経済は引き締めにより e^* 線上（為替レートは不変）を C 点から B 点の方向へと移動し、対外不均衡を縮小させることを余儀なくされるとともに、国内均衡からはずれるために、失業が増大する状況となったといえる。

しかし、こうした状況下での望ましい対応策として、理論的には二つの方法が可能である。まず、輸出競争力の強化であり、輸出競争力の改善は F 曲線が右方向へシフトすることと表現され、それが十分であると e^* 線上であっても C 点で二つの政策目標の達成が可能である。しかし、すでに述べたようにこれにはかなりの程度の生産性・競争力の改善が要求され、少なくとも過大評価レートを相殺するだけの競争力の改善が必要であるが、短期間では困難である。2001年になって「競争力法」が成立したが間に合うはずもなかった。次に、 I 曲線の左方へのシフトによって B 点での対外均衡と対内均衡の同時の実現が可能である。すなわち、アルゼンチンのコンテクストからいえば、労働市場の改革によって労働市場の柔軟性を高め、企業利潤を確保することによって民間投資を増加させ、低い財政支出のもとでも国内での

需給一致を達成することにほかならない。しかし、労働市場の改革は労働組合の抵抗や政治的理由によってアルゼンチンで最も改革が遅れている分野であり、これも実際には望めない方策であった（西島・細野 [2003]）。労働市場に硬直性を残したままでの財政の緊縮化は、失業率を高め、これ以上の景気の後退は社会的に支持されない状況を作り出していたのである。

ところで、多くの国で海外資金の流入を促進するために採用されるのが利子率引き上げ政策であるが、カレンシー・ボード制のもとでは金融政策が十分に機能せず、利子率を十分にコントロールできず、内外利子率格差の拡大によって海外資金を誘引することも困難であった。他方、いうまでもなく、為替レートの切り下げ（カレンシー・ボードの放棄）は、ドル・ペッグがインフレ抑制の要であること、国内における債務の80%近くがドル建ての債務であり、切り下げが債務者の返済負担を増幅させ、激しい経済的混乱が予想されることから、最終的に2002年1月の危機的状況となるまで、アルゼンチン政府にとっては選択可能な手段ではなかったといえる。

こうしたディレンマのなかで、アルゼンチンは1999年以降、政府債務返済に困難をきたすことになった。表2から明らかのように、アルゼンチンの政府債務は対GDP比で1993年の28.7%から2001年には54.1%にまで増大し、このうち対外債務は1993年の22.1%から2001年の33.2%へと増加していた。

当然、政府債務の累積は巨額の返済を必要としていたが、ロシア危機後は1998年をピークとして海外資金流入が鈍化しはじめたこと、さらには、ブラジルの通貨危機、デラリア政権移行後の増税政策、交易条件の悪化などにより経済が急激に収縮し、1999年よりマイナス成長となったことなどから、政府債務の返済が著しく困難となった。市場ではアルゼンチンの政府債務に対するデフォルト懸念が広まり、カントリー・リスクは、2000年末に1000台であったのが、2001年7月には2000台に達し、2001年末には8000台にまで上昇した⁽⁴⁾。このため、アルゼンチン政府はさまざまな手段を尽くすことになるが、結局は政府債務の抜本的な解決がなされないまま、かえってデフォルト懸念を高め、カレンシー・ボード制へのクレディビリティを直接的に失わせ

表2 政府債務（対 GDP 比）（％）

	政府債務			民間非金融 機関対外債務	対外債務合計
	対外	国内	計		
1993	22.1	6.6	28.7	5.6	27.7
1994	23.5	7.4	30.9	6.1	29.6
1995	26.8	8.0	34.8	12.1	39.0
1996	27.3	9.3	36.6	14.5	41.8
1997	28.2	9.9	38.1	16.6	44.8
1998	30.5	10.8	41.3	18.0	48.6
1999	33.2	14.2	47.4	20.4	53.6
2000	33.9	17.1	51.0	20.1	54.0
2001	33.2	20.9	54.1	25.1	58.3

（出所） Ministry of Finance, Argentina.

ることになった。

すなわち、アルゼンチン政府債務のデフォルト懸念に対し、2000年12月にはIMFなどの国際機関と総額で397億ドルの緊急融資の合意を取り付けたが、その後もアルゼンチンへの信頼は回復せず、アルゼンチンのドル借入のスプレッドが上昇を続ける状況であった。このため、2001年4月にはカレンシー・ボード制の生みの親であるドミンゴ・カバロ氏を大臣として再登板させ、ウォールストリートなどでの国際的知名度が高くスーパー・ミスターと呼ばれるカバロ氏の起用でアルゼンチンの信頼回復を図った。しかし、カバロ大臣の起用後も依然として債務に対する市場不信が続き、このためアルゼンチン政府が混迷打開の切り札として2001年6月3日に実施したのが、償還期間の長い債務への借り換えであった。総額295億ドルに達する、それまでの世界でも例をみない巨額の借り換えであることから「メガ・スワップ」と呼ばれ、主としてアルゼンチンの地場銀行、年金基金、外資系銀行などが借り換えに応じたとされている。この債務の借り換えによって、2006年までの元利払いのうち160億ドルの延期が可能となり、とりあえず当面のデフォルトを回避し、経済正常化への時間を購入することになった。しかし、こうした借り換え政策は、問題をいっそう複雑化させる政策でもあった。借り換えを実

現させるためには高い利回り（15.3%）の提示が必要で、従来のものより5%ポイントも高いものであったため、借り替えた債務は5年で倍増することになり、経済成長が実現しなければ債務の対GDP比率が上昇し、デフォルトの危険性がいっそう高まることになったからである。結局、政府債務の問題は単に先送りされただけであり、デフォルト懸念は払拭されず、カレンシー・ボード制へのクレディビリティは著しく損なわれることになった。

その後、2001年末には銀行預金の引出制限、これに対する抗議行動や略奪事件の発生、大統領の交代劇を経て、2002年1月6日の40%の為替切り下げと二重為替制度の導入、さらには2月11日の変動相場制への移行と続き、1991年からのカレンシー・ボード制は名実ともに崩壊したのである⁽⁵⁾。結局、アルゼンチンの通貨危機は、アジア諸国でみられたような、バブルの終焉、金融システムの不健全性、過度の短期債務への依存、ヘッジファンドによる投機的アタックによるものではなく、カレンシー・ボード制の限界と財政規律の問題（その背後の政治問題）、そしてそれに基づく政府債務の返済困難化が直接的にカレンシー・ボード制のクレディビリティを損なったことを原因とするものであった。

以下では、カレンシー・ボード制の理論的な分析を行い、アルゼンチンのカレンシー・ボード制がインフレ抑制に果たした役割と、その崩壊のメカニズムを議論する。

第2節 カレンシー・ボード制の理論分析

1. カレンシー・ボード制の一般的議論

本節では、まず、カレンシー・ボード制についての一般的な議論を行った後、カレンシー・ボード制の導入によって高インフレが急激に収束するメカニズムと、カレンシー・ボード制の持続性が損なわれる問題について、為替

レート・アンカーのモデルを用いて議論する。

カレンシー・ボードとは、外国の安定した通貨（アンカー通貨もしくは準備通貨と呼ばれる）と固定したレートで、常に無制限に兌換を保証する本国通貨を発行する通貨当局のことである。このため国内のマネタリー・ベース残高は準備通貨残高の範囲内に制約される。カレンシー・ボード制は中央銀行と異なり政府や銀行への貸出や利子率操作など行わず、裁量的な金融政策を有しない。実際の通貨供給量は市場によって決定される（民間が国内通貨を需要するときは準備通貨を政府に売却する）。したがって、政府は財政赤字を税収か借入でファイナンスするのみで、通貨の発行でそれをファイナンスすることはできない。この意味でカレンシー・ボード制のもとでは政府に通貨発行における規律を与える。また、銀行部門に対して「最後の貸し手」機能を有しない。このため、利子率やインフレ率は、固定為替レートのもと、裁定を通じてアンカー通貨のそれに収斂する傾向をもつ。カレンシー・ボード制は多くの場合、法律によって制定される⁽⁶⁾。香港のカレンシー・ボード制はつとに有名であるが、1990年代にカレンシー・ボード制（もしくは準カレンシー・ボード制）を採用した国は、アルゼンチン（1991年4月から2002年1月）と、現時点（2002年6月）まで継続しているエストニア（1992年6月から）、リトアニア（1994年4月）、ブルガリア（1997年7月）、ボスニア（1997年8月）などがある。

一般的にカレンシー・ボード制を採用した国々は、通常の固定相場制を採用している国々と比較して、低いインフレ率を享受し、成長率や他のマクロ・パフォーマンスも良好であったとされる（Ghosh, Gulde and Wolf [1998], Gulde, Kahkonen and Keller [2000]）。香港におけるカレンシー・ボード制と変動相場制との比較においても同様の報告がなされている（Kwan and Lui [1996]）。また、カリブ諸国に関する実証研究で、カレンシー・ボード制を採用している国のインフレと成長のパフォーマンスがそうでない国と比較して良好であったとする研究もある（McCarthy and Zanalda [1996]）。

こうしたカレンシー・ボード制が有する、マクロ安定化やマクロのパフォ

ーマンスへの優れた機能に関しては、どのような理論的理由に求めるべきなのであろうか。一般的には、Kydland and Prescott [1977] らによって指摘されたタイム・コンシステンシーの問題を解決することや為替レートのボラティリティーを低下させること (Ghosh, Gulde and Wolf [2000]), 自己実現的な通貨危機を防御する議論に求められている (Balino, Enoch, Ize, Santiprabhob and Stella [1997])。しかし、こうした一般的な議論はカレンシー・ボード制の特質をより表陽的に考慮したものではなく、「驚くべきことに、他のペッグ制と比較して、マクロ経済的な行動とクレディビリティの特質を特定化するカレンシー・ボードのモデルは存在しない」(Batiz and Sy [2000 : 5]) とされている。

このため、Ghosh, Gulde and Wolf [1998] は、とくにインフレ抑制の効果に関して、カレンシー・ボード制がもつ金融政策に対する「規律付けの効果」と、固定レートが維持されることに対する「信頼獲得効果」を重視している。こうした効果は、単なるペッグ制と異なり、カレンシー・ボード制が法律的な裏付けなどの制度的なアレンジによって実施され、カレンシー・ボード制の廃止がより困難であることから生じている。また、Batiz and Sy [2000] は、制度的なアレンジのもとでカレンシー・ボード制を採用することは、為替レートの維持とインフレ安定化に対して政府が「タフ」な政策をとるシグナル効果をもつとし、これが政府のクレディビリティを高めることに着目したモデル分析を行っている。

しかし、カレンシー・ボード制はマクロ的なネガティブなショックに対し、為替レートの切り下げで対処できないために、安定化と失業とのトレード・オフが深刻化する問題を有している。このため、Ghosh, Gulde and Wolf [1998] のモデルでは、トレード・オフが深刻化した場合、カレンシー・ボード制へのクレディビリティが低下し、通常の固定相場が選択される可能性も議論している。

ところでWilliamson [1995] によると、カレンシー・ボード制の問題点として以下が考えられている。

- (1) 当初から国内通貨を100%裏づけする外貨を保有することが困難であるかもしれない。
- (2) 高インフレを抑制するために導入されたカレンシー・ボード制は過大評価となる危険がある。
- (3) 為替レートの変更を通じるマクロ調整ができないため、失業が深刻化し調整過程はよりコストが大きく苦痛である。
- (4) カレンシー・ボード制は国内経済を安定化させるために金融政策を活用できない。
- (5) 国内金融システムが流動性危機に直面したとき、カレンシー・ボード制は最後の貸し手として機能できない。
- (6) 財政政策を規律付けする能力は、政府の政治的意思に決定的に依存する。

Batiz and Sy [2000] のモデルは、(3)の問題点に着目し、失業などのコストとタフな政策の継続がもたらすトレード・オフの問題に着目したといえる。しかし、アルゼンチンのコンテキストから議論すると、既述のように、(2)の過大評価の存在と(6)の財政規律が不十分であったことも、カレンシー・ボード制のクレディビリティを低下させ、カレンシー・ボード制の放棄を招いた理由として重要である。このため、以下では、この2点に着目した簡単なモデル分析を提示する。

モデルは、為替アンカーモデルを援用し、インフレ抑制政策として導入されたカレンシー・ボード制に対して民間がクレディビリティをもつ場合、急速にインフレが終息することと、クレディビリティの喪失が長期的な持続を阻むことを議論するものである。

2. 為替レート・アンカーとしてのカレンシー・ボード制

カレンシー・ボード制がインフレを終息させる簡単な理論的解釈は以下のとおりである。カレンシー・ボード制による為替レート・アンカーの導入

(為替レートの固定化)は、十分に対外的に開放された小国であれば貿易財価格を世界価格に一致させる。世界インフレ率は国内インフレ率より十分に低いはずであるから、少なくとも貿易財のインフレ率は世界インフレ率にまで低下する。一方、非貿易財に関しては、貿易財と非貿易財の相対価格の変化によって、非貿易財の超過供給が生じるため、非貿易財の価格が低下しはじめ、いずれ世界インフレ率と等しくなる。ただし、国内で世界インフレ率と整合的な総需要政策がとられていることが前提となる。

しかし、以上の議論では、カレンシー・ボード制の導入が急激にインフレを沈静化させることを十分に説明できない。とくにアルゼンチンのように貿易財部門の比率が低い経済にあっては、貿易財部門のインフレ抑制から出発するインフレ抑制政策は必ずしも有効でないかもしれないし、インフレ抑制までに時間がかかるであろう。むしろ、アルゼンチンのように長期間にわたり高いインフレーションを経験してきた国においては、インフレ・マインドが支配的となっていることから、カレンシー・ボード制の導入がインフレ期待形成や価格設定行動に直接的に影響すると考えるべきである。カレンシー・ボード制による為替レート・アンカーに対し、民間が十分なクレディビリティをもつならば、民間がインフレ期待を急速に調整すると期待されるからである。

しかし、為替レートをアンカーとする政策の長期的な持続可能性は、為替レートの固定化だけでは満たされない。世界インフレ率と整合的な総需要政策が実施されていなければ、固定化された為替レートと現実のインフレ率が乖離し、実質為替レートの過大評価が生じる。こうした過大評価に対し、民間は自らの予想為替レート(為替レート・アンカーが放棄された場合のシャドー・レート)を常に調整していることから、アンカー政策に対するクレディビリティが失われれば、体系が不安定となる(為替アンカーを維持できなくなる)可能性が存在している。この意味で、アンカー政策の持続可能性にとってはクレディビリティが決定的に重要であり、こうした問題を考慮するには、為替レート予想やインフレ期待のダイナミックスの分析が必要となる。

3. 為替アンカーの短期的効果

以下では、理論的にカレンシー・ボード制のメカニズムを議論してみよう。モデルは、貿易財と非貿易財モデルを用いて為替レート・アンカーの分析を行ったエドワーズ (Edwards [1993]) を出発点とするが、エドワーズのモデルでは合理的期待が仮定されているため、為替レート・アンカーが直接的にインフレ期待に影響することが分析可能であるものの、インフレ期待と為替レート予想の動学的調整過程を明示的に取り扱えない。このため、為替レート・アンカーの短期的な役割と長期的な役割の区別がなされないモデルとなっている。また、アンカー政策の成否を握るクレディビリティの役割についても明確には議論されていない。以下では、これらの点を拡張して議論した西島 [1996] に基づいて議論する。

貿易財価格は、小国仮定より国際価格にリンクしているが、非貿易財価格は需給均衡で決定されるとする。単純化のために、実質為替レート、交易条件、資本流入、関税保護などの実質面の変化は陽表的には考慮されない。モデルは、カレンシー・ボード制の導入による為替レート・アンカーが民間の価格設定に直接的に影響することに着目する。すなわち、輸入業者は自らの為替レートの予想切り下げ率と輸入財の世界価格に基づいて事前に輸入財の価格設定を行うが⁽⁷⁾、こうした価格設定行動に為替レート・アンカー政策が直接的に何らかの影響を与えると想定するものである。

例えば、民間がカレンシー・ボード制を全く信用していない場合は、価格設定に予想切り下げ率を100%適用し、貿易財価格の上昇率は予想切り下げ率に等しくなる。逆に、完全に信用している場合は、予想切り下げ率はまったく考慮されず、貿易財価格上昇率は国際価格の上昇率に等しくなる。したがって、アンカー政策のクレディビリティとは、輸入財の価格設定行動において、どの程度予想切り下げ率にウェイトが置かれるかによって表現される。ただし、民間の為替レートの切り下げ予想は、後述されるように、例えば過

大評価が存在するかぎりその調整が続くと考えており、為替レート・アンカー政策のクレディビリティを為替レートの予想切り下げ率の程度で表現するものではない。

ところで、長期的にアンカー政策が有効であるかどうかは、為替レートの予想切り下げ率が現実のインフレ率に一致する長期均衡値に到達するかどうかで判断され、この意味でインフレ率や予想為替レートの動学的調整過程が問題となる。安定的な長期均衡値が存在しなければ、アンカー政策は持続可能ではない。なお、名目賃金は期待インフレ率に基づくインデクセーションによって決定されると仮定され、現実のインフレ率と期待インフレ率が乖離すれば実質賃金に影響する。

モデルは以下のとおりである。

$$\pi = \alpha\pi^T + (1-\alpha)\pi^N \quad \dots\dots(1)$$

$$\pi^T = \phi x^E + (1-\phi)\pi^* \quad \dots\dots(2)$$

$$N^D(P^N/P^T, Z) = N^S(W/P^N) \quad \dots\dots(3)$$

$$w = \pi^E + \gamma(\pi - \pi^E) \quad \dots\dots(4)$$

ここで、 π ：国内インフレ率、 π^T ：貿易財インフレ率（国内価格表示）、 π^N ：非貿易財インフレ率、 x^E ：為替レート予想切り下げ率、 π^* ：世界インフレ率、 N^D ：非貿易財需要、 N^S ：非貿易財供給、 P^N/P^T ：貿易財・非貿易財相対価格、 Z ：総需要政策のインデックス、 W ：名目賃金、 w ：名目賃金上昇率、 π^E ：期待インフレ率である。

(1)式より、国内インフレ率は貿易財インフレ率と非貿易財インフレ率の加重平均で定義される。(2)式は、貿易財価格が現実の為替レートの上昇率ではなく、為替レートと世界インフレ率の予想を用いて事前に設定されることを示している。ウェイト ϕ は、為替レートのアンカー政策をどれほど民間が信用しているかを示す（ ϕ が大きいほどアンカー政策を信用していない）。(3)式は、非貿易財の市場均衡条件である。非貿易財の需要は、相対価格（ P^N/P^T ）と総需要（ Z ）に依存し、総供給は非貿易財価格ではかった実質賃金に依存する。(3)式を変化率で表すと、

$$-\eta\pi^N + \eta\pi^T + \delta z = -\varepsilon w + \varepsilon\pi^N \quad \dots\dots(5)$$

ここで、 η ：非貿易財需要の価格弾力性、 δ ：非貿易財需要の総需要弾力性、 ε ：非貿易財供給の実質賃金弾力性であり、それぞれ正值で定義されている。 z は総需要の成長率である。(4)式は、賃金インデクセーションのルールを示しており、現実のインフレ率に依存する部分と期待インフレ率に依存する部分からなる (Fischer [1983])。解釈としては、期待インフレ率によって決定される部分に、インフレ率の予測誤差 (現実のインフレ率と期待インフレ率の差) が追加されるルールである。いま、期待インフレ率が適応的期待形成に従うなら、過去のインフレ率の影響を受けることとなり、いわゆるイナーシャの部分をもつ。インデクセーションが完全であれば ($\gamma=1$) 賃金調整に遅れはなく、賃金の上昇率は現実のインフレ率に一致し、常に一定の実質賃金が維持される⁽⁸⁾。

(1), (2), (4), (5)式より、為替レートの予想切り下げ率、世界インフレ率、総需要成長率、期待インフレ率が所与の短期均衡における現実のインフレ率が求まる。

$$\pi = a_1 x^E + a_2 \pi^* + a_3 z + a_4 \pi^E \quad \dots\dots(6)$$

ここで、

$$\begin{aligned} a_1 &= (\alpha\varepsilon + \eta)\phi / \{\alpha\varepsilon + \eta + (1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon\} \\ a_2 &= (\alpha\varepsilon + \eta)(1-\phi) / \{\alpha\varepsilon + \eta + (1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon\} \\ a_3 &= (1-\alpha)\delta / \{\alpha\varepsilon + \eta + (1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon\} \\ a_4 &= (1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon / \{\alpha\varepsilon + \eta + (1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon\} \end{aligned}$$

である。(6)式によって、為替レートをアンカーとする政策の意味を考えてみよう。いま、アンカーの役割を明確とするために、厳密な総需要の管理が実施され ($z=0$)、賃金インデクセーションが実質賃金に影響しないケース ($\gamma=1$) を想定しよう。為替レートのアンカー政策の短期的効果とは、政府が為替レートを固定化することによって、民間の貿易財の価格設定に影響

することを指すものである。民間が、アンカー政策を完全に信用する場合は ($\phi=0$)、貿易財の価格設定において為替レートの予想切り下げ率のウェイトがゼロ、政府の固定レートのウェイトが100%となることで表現され、世界インフレ率のみで価格設定を行うことを意味する。このとき、 $a_1=0$ 、 $a_2=1$ 、 $a_4=0$ となり、 $z=0$ を考慮すれば、

$$\pi = \pi^* \quad \dots\dots(7)$$

が瞬時に成立し、国内インフレ率は世界インフレ率に収束する。これが、カレンシー・ボード制の導入が急激にインフレーションを抑制することのひとつの表現である。

しかし、以上のモデルは同時にアンカー政策が成功するためのいくつかの条件を示している。第1に、いかに民間がカレンシー・ボード制によるアンカー政策にクレディビリティをもつかが決定的に重要である。まったくクレディビリティをもたなければ ($\phi=1$)、国内インフレ率は世界インフレ率ではなく、民間の為替レートの予想切り下げ率にもっぱら依存する。第2に、総需要を十分にコントロールしなければ、国内インフレ率を世界インフレ率に一致させることはできない。したがって、アンカー政策へのクレディビリティを高めるためにも、アンカー政策の実施と同時に総需要のコントロール、とくに財政収支のコントロールが不可欠であることに注意しておかなければならない。第3に、賃金インデクセーションが、実質賃金に影響する場合、為替レートのアンカーだけではインフレ抑制は不十分である。モデルでは、インデクセーションが完全で実質賃金が不変であれば $a_4=0$ となり、現実のインフレ率と期待インフレ率の乖離が影響しないが、現実のインプリケーションとしては、完全なインデクセーションは不可能であるので、アンカー政策と同時にインデクセーションの廃止が必要となる。総需要の管理と同様に、インデクセーションの廃止を政府がどれだけコミットするかも、アンカーへのクレディビリティを高めるために重要である。もしくは、労働市場の硬直性を排除し、賃金決定における柔軟化が必要であるともいえる。

4. 為替アンカーの長期的持続性

ところで、為替レート・アンカーの長期的な有効性は、民間の為替レート予想が長期均衡値に収束するかどうかに依存している。長期均衡が存在するとすれば、 $\pi = \pi^E = x^E$ より、

$$\pi = \pi^* + \{(1-\alpha)\delta / (\alpha\varepsilon + \eta)(1-\phi)\}z \quad \dots\dots(8)$$

を得る。やはり、 $z=0$ ならば、国内インフレ率は海外インフレ率と一致する。また、(4)式のような定式化においては、長期的には賃金インデクセーションの程度はインフレ率に無関係となる。

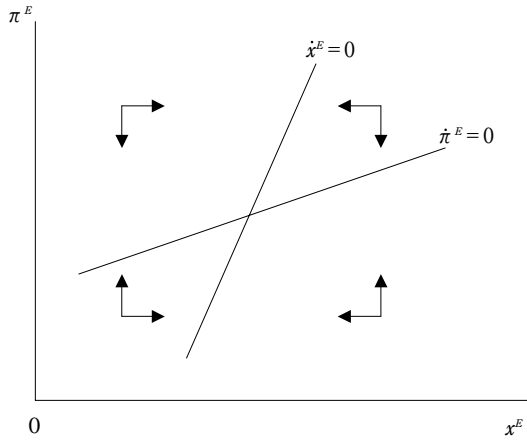
ここで、長期均衡への動学的調整プロセスを検討してみよう。当然のことながら、為替レートとインフレ率に関しどのような期待形成を仮定するかによって結論は異なる。ここでは、為替レート切り下げ予想は以下のように仮定する。現実には、為替レートの固定化が実施されても、瞬時にインフレ率がゼロとなることは期待できない。長期均衡に至るトランジションにおいては、 $z=0$ 、 $\gamma=1$ でないかぎり、国内インフレ率は世界インフレ率を上回り、現実の為替レートは過大評価となる。このため、民間はこうした過大評価を考慮して、シャドー・レートとしての自らの予想為替レートを調整するとする。予想為替レートの調整は、現実のインフレ率と予想為替レートの差に基づいて調整されるとし、インフレ率に関しては適応的期待形成を仮定する。それぞれの予想形成は、以下のとおりである。

$$\dot{x}^E = \rho(\pi - x^E) \quad \dots\dots(9)$$

$$\dot{\pi}^E = \lambda(\pi - \pi^E) \quad \dots\dots(10)$$

均衡点の近傍で線形近似し、 \bar{x}^E 、 $\bar{\pi}^E$ を定常均衡値とすると以下の体系を得る。

図2 期待インフレ率と期待切り下げ率の位相図 ($0 \leq \phi < 1$ の場合)



(出所) 筆者作成。

$$\begin{bmatrix} \dot{x}^E \\ \dot{\pi}^E \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \rho \left[\frac{(\alpha\varepsilon + \mu)\phi}{\Delta} - 1 \right] & \rho \frac{(1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon}{\Delta} \\ \lambda \frac{(\alpha\varepsilon + \eta)\phi}{\Delta} & \lambda \left[\frac{(1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon}{\Delta} - 1 \right] \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x^E - \bar{x}^E \\ \pi^E - \bar{\pi}^E \end{bmatrix} \dots\dots(11)$$

ただし、 $\Delta = \alpha\varepsilon + \eta + (1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon$

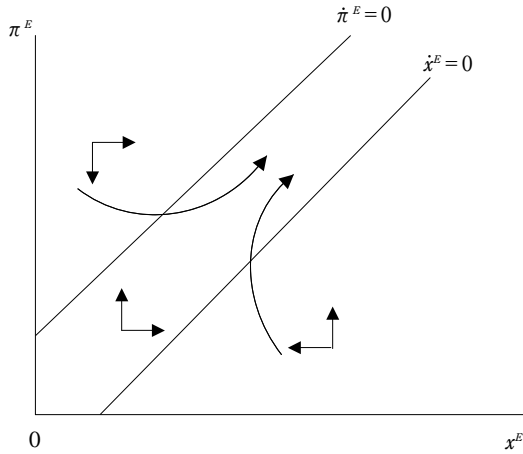
ヤコビアン各要素の符号は、 $b_{11} < 0$ 、 $b_{12} > 0$ 、 $b_{21} > 0$ 、 $b_{22} < 0$ である。

安定条件を調べると、トレース ($b_{11} + b_{22}$) は明らかに負であり、ディターミナント ($b_{11}b_{22} - b_{12}b_{21}$) は、

$$(\alpha\varepsilon + \eta)(1-\phi)/\Delta$$

であることから、 $1 > \phi$ であれば正である。したがって、 $1 > \phi$ であるかぎり、体系は局所的に安定であり、図2のように長期均衡が存在し、為替レート・アンカー政策は持続可能である。

ここで、 ϕ が為替レート・アンカー政策に対するクレディビリティを表すパラメータであることから、民間がアンカー政策を完全に信用するケース ($\phi = 0$)でも、アンカー政策を民間が完全には信用していないケース

図3 期待インフレ率と期待切り下げ率の位相図 ($\phi = 1$ の場合)

(出所) 筆者作成。

($1 > \phi > 0$)でも、長期的には為替レート予想が長期均衡に収束し、アンカー政策は持続可能となる。もちろん、(8)式より明らかなように、 z が正であるかぎり、 ϕ が大きいほど長期均衡での国内インフレ率は高い。

ところで、民間が為替アンカー政策を完全に信用しないケース ($\phi = 1$)では、どのような動学的な調整となるであろうか。 $\phi = 1$ のときは、デイトナミナントがゼロとなるので $\dot{x}^E = 0$ 、 $\dot{\pi}^E = 0$ の曲線は平行か、重なるかである。 $\dot{x}^E = 0$ 曲線は、 $\pi = x^E$ より、この関係を(6)式に代入すると、

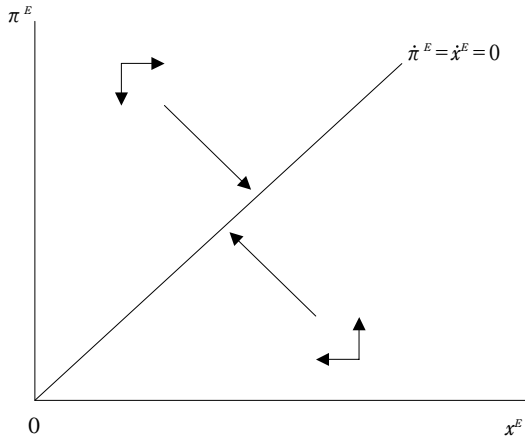
$$\pi^E = x^E - \left\{ \delta / (1 - \gamma) \varepsilon \right\} z \quad \dots\dots(12)$$

を得る。一方、 $\dot{\pi}^E = 0$ 曲線は、 $\pi = \pi^E$ より、

$$\pi^E = x^E + \left\{ (1 - \alpha) \delta / (\alpha \varepsilon + \eta) \right\} z \quad \dots\dots(13)$$

を得る。したがって、それぞれの曲線の右辺第2項の大小関係から、位置関係は図3のようになる。体系は不安定で、インフレ期待、為替レート予想ともに無限に発散し、為替レート・アンカー政策は持続不可能となる。

図4 期待インフレ率と期待切り下げ率の位相図 ($z=0$ の場合)



(出所) 筆者作成。

一方, (12), (13)式より明らかなように, $z=0$ のときには両曲線は一致し, 図4に示されるように安定解をもつ。ただし, 解は一意には決定されず無数に存在し, 初期値に依存するためいわゆる履歴効果をもつ。いずれにせよ, この場合には総需要が完全にコントロールされ, その成長率がゼロでなければならない。

以上を要約すれば, 以下のとおりである。

第1に, 為替レートのアンカー政策が瞬時的にインフレーションを終息させるためには, アンカー政策が完全に信用されること, 総需要が完全にコントロールされること, 賃金インデクセーションが廃止されることが, 同時に満たされなければならない。アルゼンチンのコンテキストで議論すれば, 法的にアレンジされたカレンシー・ボード制は当初はきわめて高いクレディビリティを獲得しインフレ抑制に貢献したことは疑うべくもないが, 財政規律の問題から総需要は完全にはコントロールされず, また, 制度としてのインデクセーションは廃止されたものの労働市場の硬直性の問題から瞬時にゼロ・インフレとはならず, 過大評価が生じたといえる。

第2に、アンカー政策の長期的持続性については、為替レート予想が現実のインフレ率との乖離に基づいて調整される場合、アンカー政策がある程度の信用を得ているかぎり、最終的に為替レート予想は長期均衡値に収束し、持続可能となる。しかし、何らかの理由でアンカー政策がまったく信用されない事態となれば、体系は不安定となり、アンカー政策は崩壊する。ただし、この場合、総需要が完全にコントロールされれば、長期均衡が存在するが解は確定しない。アルゼンチンの場合、1990年代後半になってからは、過大評価をもたらす対外収支赤字とそれをファイナンスする対外債務が累積し、カレンシー・ボード制へのクレディビリティはかなりの程度に損なわれていたと考えるべきである。とくに、1990年代末から2001年にかけては、すでに説明されたように、財政赤字をファイナンスするために巨額に累積した政府債務（多くは対外債務）の返済が困難となったが、市場にデフォルト懸念が広まり資本逃避が始まるとともに、為替アンカー政策へのクレディビリティが完全に失われ（ $\phi=1$ ）、カレンシー・ボード制は崩壊するに至ったと考えるべきである。

結 語

結局、1994年12月のメキシコのペソ危機、1999年1月のブラジル危機、そして2002年1月のアルゼンチン危機と、ラテンアメリカの主要国はすべて通貨危機を経験することになった。しかし、それぞれ危機直前には基本的に固定為替制度を採用していたが、それぞれ異なる側面も有していた。メキシコ、ブラジルはバンド制に基づく固定相場制、アルゼンチンはカレンシー・ボード制による厳密な固定相場であった。通貨危機に見舞われなかったチリはバンド制による固定相場を採用していたがエンカへと呼ばれる資本流入規制を実施していた。しかし、メキシコ、ブラジル、アルゼンチンは通貨危機を契機に変動相場へと移行し、チリも1998年9月に実質的に資本流入規制を取り

やめ（強制預託比率を0%に）、1999年9月には変動相場へと移行している。したがって、メキシコ、ブラジルのように、国際マクロ経済学の基本理論が教える、固定相場制、自由な資本移動、金融政策の独立性を同時に達成できないことを追求していた諸国も、この基準を満たすと考えられたアルゼンチン（カレンシー・ボード制によって金融政策の独立性を放棄していた）、チリ（エンカへによって資本移動を制限していた）も、最終的に変動相場へと収斂することになったのである。

こうしたラテンアメリカ諸国の通貨危機（チリを除く）は、アジア諸国のそれと比較して、いずれも財政赤字の存在と政府債務の累積、さらに、為替レートの過大評価を基本的な原因とするという特徴を有している。アルゼンチンの経験からは、カレンシー・ボード制は決して堅牢な制度ではなく、カレンシー・ボード制の実施と同時に財政規律を確保し、過大評価を防ぐ（もしくはそれを相殺する国際競争力の改善を実現する）など、カレンシー・ボード制と整合的な政策の実施が保証される必要があったことを示唆している。現時点（2002年末）のアルゼンチンは依然として経済的混乱にあり、政府債務のデフォルト状態が続いている。今後は、経済改革を厳格に実施しIMFとの債務交渉に合意すること⁽⁹⁾、変動相場のもとで財政規律の回復とインフレーション・ターゲティング政策など適切な金融政策を実施することが要求される。しかし、こうした課題を実現するためには、国内の政治的状況が改善されることが前提条件となることに注意が必要である。

〔注〕 _____

- (1) アジア諸国とラテンアメリカ諸国の通貨危機の比較については Nishijima [2003] を参照。また、ブラジルの通貨危機の詳しい分析は西島・Tonooka [2002] を参照されたい。
- (2) フォーマルなドル化は、それを廃止することがきわめて困難であることから、より高いクレディビリティを得られると考えられている。
- (3) カレンシー・ボード制が財政規律をもたらさなかったことは Levy [2001] 参照。
- (4) JP Morgan の EMBI (Emerging Market Bond Index) 指数による。

- (5) アルゼンチンの通貨危機の詳しい議論は西島 [2002] を参照。
- (6) ただし、香港（1998年10月より実施）のそれは法律による裏付けはないとされる。Schuler [1999] 参照。
- (7) 事前に設定するという考え方については、Edwards [1993] の注32参照。
- (8) Edwards [1993] では、1期前のインフレ率に依拠する賃金インデクセーションを考慮することによってイナーシャを導入している。ここでは適応的期待形成によってイナーシャを導入する。賃金インデクセーションについては、西島 [1993] を参照。また、Edwards [1993] が述べているように、ここでは賃金インデクセーションに限らず、社会に存在するその他諸々のインデクセーションを代表していると考えの方が適切である。
- (9) IMFとアルゼンチン政府は2003年1月16日に、アルゼンチン政府が対IMF債務の返済繰り延べで合意し、2003年8月までに期限を迎える66億ドルの返済が最長で5年間延期されることになった。しかし、短期的な支援であることや、新規の融資が認められなかったことから、その効果は不明である。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 西島章次 [1993] 『現代ラテンアメリカ経済論—インフレーションと安定化政策—』有斐閣。
- [1996] 「安定化・為替レートアンカー・クレディビリティ」(『国民経済雑誌』第173巻第3号) pp.65-79。
- [2002] 「アルゼンチンの通貨危機と今後の課題」(『世界経済評論』第46巻第3号), pp.53-60。
- ・Eduardo Tonooka [2002] 『90年代ブラジルのマクロ経済の研究』神戸大学経済経営研究所叢書 No.57。
- ・細野昭雄 [2003] 『ラテンアメリカにおける政策改革の研究』神戸大学経済経営研究所研究叢書 No.62。

〈外国語文献〉

- Balino, T., C. Enoch, A. Ize, V. Santiprabhob and P. Stella [1997] “Currency Board Arrangement: Issue and Experiences,” IMF Occasional Paper, 151.
- Batiz, L. A. and A. N. R. Sy [2000] “Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior,” IMF Working Paper, WP/00/97.
- Edwards, S. [1993] “Exchange Rates, Inflation and Disinflation: Latin American

- Experiences,” NBER Working Paper, 4320.
- Fischer, S. [1983] “Indexing and Inflation,” *Journal of Monetary Economics*, 12(4).
- Ghosh, A. R., A. M. Gulde and H.C. Wolf [1998] “Currency Boards: the Ultimate Fix?” IMF Working Paper, WP/98/8.
- , —— and —— [2000] “Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences,” in A. Ghosh, A. M. Gulde and H. Wolf eds., *Exchange Rate Regime, Choices and Consequences*, MIT Press.
- Gulde, A. M, J. S. Kahkonen and P. M. Keller [2000] “Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-Up to EU Accession and Participation in the Euro Zone,” IMF Policy Discussion Papers, PDP/00/1.
- Kwan, Y. and F. Lui [1996] “Hong Kong’s Currency Board and Changing Monetary Regimes,” NBER Working Paper, 5723.
- Kydland, F. E. and E. C. Prescott [1977] “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,” *Journal of Political Economy*, 85(3), pp.473-491.
- Levy, Y. E. [2001] “10 años de Convertibilidad: La Experiencia Argentina,” *Revista de Análisis Económico*, 16(2), pp.3-42.
- McCarthy, D. and G. Zanalda [1996] “Economic Performance in Small Open Economies: the Caribbean Experiences 1980-92,” Centro Studi Luca d’Agliano Working Paper, 102.
- Nishijima, S. [2003] “Currency Crises in Asia and Latin America: A Comparison,” in P. Smith, K. Horisaka and S. Nishijima eds., *East Asia and Latin America: The Unlikely Alliance*, Boulder, Colorado: Rowman & Littlefield Publisher.
- Schuler, K. [1999] “The Importance of Being Orthodox,” Paper presented at Hong Kong Baptist University International Workshop on Currency Boards, 9 October.
- Williamson, J. [1995] *What Role for Currency Boards?* Washington, D. C.: Institute for International Economics.