

Berichte

Geld- und Finanzpolitik in Argentinien: Der Weg in die finanzielle Repression

Von Bernhard Fischer und Peter Trapp, Kiel*

I. Einleitung

Die argentinische Wirtschaft hat in letzter Zeit nicht nur durch enorme Auslandsschulden sondern auch mit extrem hohen Inflationsraten für Aufsehen gesorgt. In der ersten Junihälfte 1985 erreichte der laufende Anstieg der Verbraucherpreise mit einer Rate von 33 vH einen vorläufigen Höhepunkt. Im Vorjahresvergleich lag der Preisanstieg weit über 1000 vH. Argentinien hat eine lange Geschichte relativ hoher und zunehmender Inflationsraten: Von 1955 bis 1975 betrug der durchschnittliche jährliche Anstieg des Index der Konsumantenpreise etwa 35 vH, in der Periode von 1976 bis 1984 rund 260 vH. Verglichen damit, nimmt sich die Weltinflation mit 5,5 vH bzw. 12,6 vH in diesen beiden Perioden bescheiden aus. Nicht zuletzt aufgrund der sich beschleunigenden Inflation hat Argentinien seit 1973 ein hohes Maß an wirtschaftlicher Instabilität erlebt¹. In fünf der zwölf Jahre von 1973 bis 1984 ist das reale Sozialprodukt gesunken. Das reale Pro-Kopf-Einkommen war 1984 etwa 5 vH niedriger als 1973.

Mit der jüngsten Inflationsbeschleunigung ist Argentinien zum zweiten Mal innerhalb eines Jahrzehnts an den Rand einer Hyperinflation geraten. Bereits von 1974 bis 1976 hatte sich der Anstieg der Verbraucherpreise von 24 auf 441 vH erhöht (Tab. 1). Nachdem die Inflationsrate bis 1980 auf etwa 100 vH reduziert worden war, begann sie Anfang der achtziger Jahre wieder zu steigen und erreichte 688 vH im Durchschnitt des Jahres 1984. Es ist aus der Wirtschaftsgeschichte hinlänglich bekannt, daß hohe Inflationsraten die

* Die Autoren danken Alfred Boss, Dean Spinanger und Joachim Streit für wertvolle Kommentare und Anregungen. Der Bericht wurde im September 1985 abgeschlossen.

¹ Für eine detaillierte Analyse der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und der Wirtschaftspolitik in Argentinien vgl. Fischer, Hiemenz, Trapp, 1984.

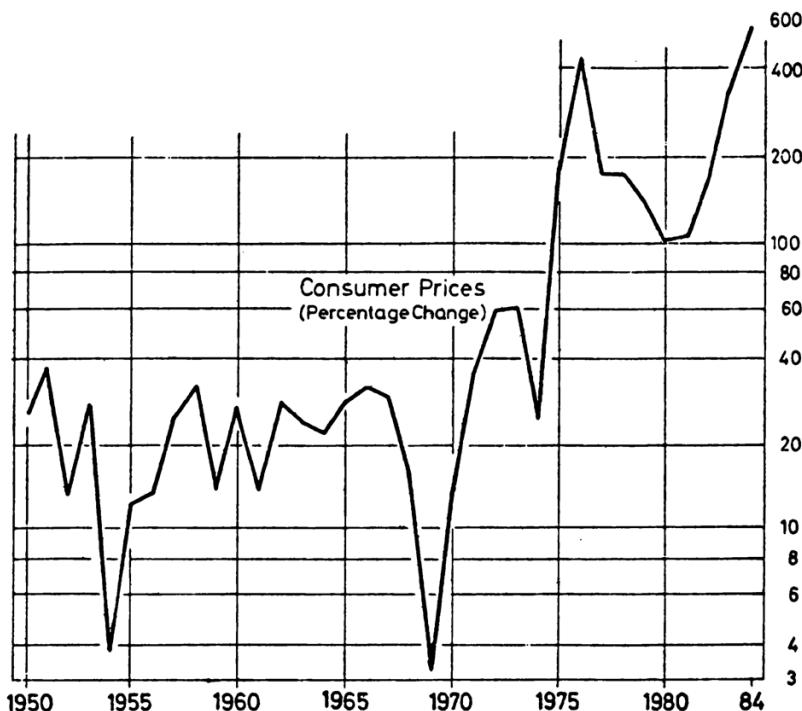
Tabelle 1: Indikatoren der wirtschaftlichen Entwicklung, Argentinien 1970 - 1983

Jahr	Öffentliches Haushaltsdefizit ^{a)}	Pro-Kopf-Einkommen ^{b)}	Bankkredite an private Nichtbanken	Geldmenge ^{c)} M1	Inflationsrate ^{d)}	Reallohnne	Handelskurs	Wechselkurs ^{e)} Finanzkurs ^{f)}	Handelsbilanz	Leistungsbilanz ^{g)}	Mill. US-\$	
											jährliche Änderungen in vH	
1970	- 0,9	4,3	6,5	12,9	13,6	3,7	14	274	- 163	- 390		
1971	- 3,5	2,1	- 25,2	24,4	34,7	1,5	37	87	-	-		
1972	- 5,2	0,4	- 16,3	39,1	58,5	- 5,2	57	19	256	-	227	
1973	- 7,3	1,8	26,6	74,7	60,3	4,9	9	0	1289	711		
1974	- 9,4	4,1	15,0	70,8	24,2	10,5	- 2	0	714	118		
1975	- 15,1	- 1,9	- 43,9	96,3	182,8	- 3,6	432	471	-	549	- 1,287	
1976	- 11,7	- 2,0	- 13,8	303,1	441,1	- 28,1	407	377	1153	651		
1977	- 5,1	4,7	46,2	155,7	176,0	- 7,5	122		1852	1,126		
1978	- 6,8	- 4,9	14,9	135,6	175,5	- 2,2	96		2913	1,856		
1979	- 6,3	5,0	43,5	155,8	139,7	13,3	66		1782	-	513	
1980	- 7,6	- 0,7	32,4	120,7	100,7	12,7	40		- 1373	- 4,774		
1981	- 15,6	- 7,5	- 5,0	53,2	104,4	- 8,7	140	211	712	- 4,712		
1982	- 16,5	- 6,6	- 24,7	165,2	164,7	- 10,6	389	491	2726	- 2,477		
1983	- 15,8	1,6	- 52,2	312,0	343,8	14,0	388	324	2094	- 2,000 ^{h)}		

a) Ohne staatlichen Finanzsektor. - b) In Preisen von 1970. - c) Bargeldumlauf und Sichteinlagen der privaten Nichtbanken. - d) Verbraucherpreisindex für Buenos Aires und Umgebung, Jahresdurchschnitt. - e) \$ a pro US-\$. - f) Ab 1982 ist der Schwarzmarktkurs angegeben. - g) Einschließlich Übertragungen. - h) Schätzung.

Quelle: BCRA, FIEL, IFS.

Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte behindern, die Investitionen vermindern und die soziale Struktur der Gesellschaft zerstören (Keynes, 1924). In diesem Beitrag soll untersucht werden, wie sich die hohen und stark schwankenden Inflationsraten auf den Finanzsektor in Argentinien ausgewirkt haben. Abschnitt II enthält eine Beschreibung der Struktur des argentinischen Finanzsektors, danach wird die Geld- und Finanzpolitik seit 1970 dargestellt (Abschnitt III). In dem nachfolgenden Kapitel werden die Wirkungen der finanziellen Repression analysiert. Abschließend wird diskutiert, welche Maßnahmen notwendig sind, um die Finanzmärkte wieder funktionsfähig zu machen und wie die jüngsten Reformmaßnahmen vor dem Hintergrund dieser Überlegungen zu beurteilen sind.



II. Die Struktur des finanziellen Sektors in Argentinien

Der offizielle Teil des argentinischen Finanzsystems umfaßt die Zentralbank, die Geschäftsbanken und die sonstigen Finanzinstitute. Daneben gibt es einen relativ unbedeutenden Wertpapiermarkt und einen inoffiziellen,

nicht institutionalisierten Geldmarkt. Die wichtigsten Akteure in dem offiziellen Finanzmarkt sind die Geschäftsbanken. 1982 bestand diese Gruppe aus 31 staatlichen und 166 privaten Banken, die 82 vH aller Kredite auf sich vereinigten (Tab. 2). Etwa 40 vH dieser Kredite wurden von den staatlichen Banken vergeben. Auf ausländische Banken entfielen rund 40 vH der von privaten Geschäftsbanken gewährten Kredite. 133 der 166 privaten Geschäftsbanken sind in Inlandsbesitz, nur 9 vH dieser Banken vergaben 68 vH der Kredite von inländischen Geschäftsbanken. Dies deutet auf eine relativ hohe Konzentration im inländischen Geschäftsbankensektor hin. Unter den sonstigen Finanzinstituten stellen die öffentlichen Entwicklungsbanken die wichtigste Gruppe dar; auf sie entfielen 1982 etwa 11 vH der gesamten Kreditvergabe. Die übrigen Finanzinstitute sind weitgehend unbedeutend. 1982 gab es 111 Finanzgesellschaften, deren Anteil am Kreditvolumen jedoch nur 2,2 vH betrug.

Tabelle 2
Struktur des Finanzsektors in Argentinien, 1982

	Kreditinstitute		Kredite		Kapital	
	Zahl	vH	Pesos (Mrd.)	vH	Pesos (Mrd.)	vH
1. Geschäftsbanken	197	47,7	1,317	81,5	139,6	83,3
– staatlich ^{a)}	31	7,5	378,2	23,4	172,7	43,4
– privat	166	40,2	939,3	58,1	66,9	39,9
– inländische	(133)	(32,2)	(516,6)	(32,0)	(47,3)	(28,2)
– ausländische	(33)	(8,0)	(422,7)	(26,1)	(19,6)	(11,7)
2. Investitionsbanken	3	0,7	3,3	0,2	0,3	0,3
3. Hypothekenbanken	1	0,2	33,5	2,1	10,2	6,1
4. Entwicklungsbanken	2	0,5	175,3	10,8	2,6	1,5
5. Sparbanken	1	0,2	30,6	1,9	2,5	1,5
6. Finanzierungs- gesellschaften	111	26,9	35,1	2,2	8,3	4,9
7. Spar- und Kredit- vereine	22	5,3	12,6	0,8	2,3	1,4
8. Kreditgenossenschaften	76	18,4	7,8	0,5	1,8	1,1
9. Insgesamt	413	100,0	1615,7	100,0	167,6	100,0

a) Banken im Besitz des Bundes, der Länder und der Gemeinden.

Quelle: BCRA.

Die Wertpapierbörse – einst eine blühende Einrichtung – ist gegenwärtig nur von geringer Bedeutung. Die Umsätze an der Aktienbörse stagnieren seit 1975 und die Zahl der Unternehmen, deren Anteile an der Börse gehandelt werden, ist stark zurückgegangen. Der Handel in staatlichen Wertpapieren ist bis 1982 kontinuierlich gestiegen. Nachdem sich die Regierung Mitte 1982 entschlossen hatte, das Haushaltsdefizit nicht mehr durch Wertpapierverkäufe zu finanzieren, ist auch der Handel mit Staatspapieren stark zurückgegangen.

Neben dem offiziellen Finanzmarkt gibt es einen informellen Markt für kurzfristiges Kapital (hauptsächlich Bankakzepte). Er entwickelte sich als Geldmarkt zwischen erstklassigen Unternehmen und wird nun als breiter und gut fundierter Markt eingeschätzt. Nach Schätzungen der Zentralbank betrugen die Transaktionen auf dem inoffiziellen Markt 1984 etwa 15 vH des Geschäftsvolumens auf dem offiziellen Markt. Obwohl der inoffizielle Geldmarkt dem offiziellen Finanzsystem erhebliche Mittel entzieht, toleriert ihn die Zentralbank, weil er Finanzierungsmöglichkeiten für jene bietet, die auf dem offiziellen Markt nicht zum Zuge kommen.

Die gesamten Depositen der Finanzinstitute (ohne Zentralbank) betrugen 1983 etwa 16,5 vH des Bruttoinlandprodukts (BIP), die Kredite an private Nichtbanken beliefen sich auf 9,8 vH des BIP. Etwa 54 vH der Depositen waren Spar- und Termineinlagen, deren Zinsen von der Zentralbank fixiert werden. Ein Drittel der Einlagen ist indexiert, entweder an den Konsumentenpreisindex oder an den Wechselkurs des \$ a gegenüber dem US \$. Die restlichen 12,6 vH der Einlagen sind zinslose Sichteinlagen. Die Sichteinlagen und alle Einlagen mit fixiertem Zins werden durch eine staatlich unterstützte Einlagenversicherung abgesichert. Diese quasi-staatliche Garantie ist vor allem als Schutz kleiner Einleger vor Bankzusammenbrüchen gedacht. Da im Falle einer Bankenkrise kein Anlaß besteht, versicherte Einlagen abzuziehen, wird die Garantie auch als ein Faktor betrachtet, der die Stabilität des Finanzsektors erhöht.

Von den Krediten sind 59 vH mit einem von der Zentralbank fixierten Zins versehen, ein Drittel ist indexiert und 8,6 vH werden zu Marktzinssätzen gewährt. Etwa drei Viertel der gesamten Bankkredite gehen an private Nichtbanken. Um die Expansion der Geldmenge und des Kreditvolumens zu kontrollieren, setzt die Notenbank die Soll- und Habenzinsen, die Reservesätze und die Rediskontkontingente der Banken fest. Die Finanzierung umfangreicher Haushaltsdefizite durch Zentralbankkredite erforderte, daß die Reservesätze auf einem außerordentlich hohen Niveau fixiert wurden, – zeitweise betragen sie 100 vH –, um die Geldmengenexpansion unter Kontrolle zu halten.

Bei hohen Nominalzinsen erzielen die Banken bei der Kreditvergabe aufgrund von zinslosen Sichteinlagen erhebliche Gewinne. Sie verfügen dadurch gegenüber anderen Finanzinstituten, die keine Sichteinlagen halten dürfen, über einen erheblichen Wettbewerbsvorteil. Um eine Diskriminierung zwischen Geschäftsbanken und sonstigen Finanzinstituten zu verhindern, hat die Zentralbank 1977 ein Konto zur Regulierung des Währungsumlaufs (Cuenta de Regulación Monetaria – CRM) geschaffen². Diese Regulierung sieht vor, daß die Kreditinstitute auf Mindestreserven für verzinsliche Einlagen eine Kompensation (in Form einer Verzinsung) erhalten. Gleichzeitig werden die Gewinne, die durch das Kreditschöpfungspotential aus Sichteinlagen entstehen, mit einer Steuer belastet, indem auf Sichteinlagen eine Abgabe erhoben wird. Der Saldo der CRM hängt ab von der Höhe der Nominalzinsen, den Reservesätzen und der Einlagenstruktur. In den letzten Jahren waren die Aufwendungen erheblich höher als die Einnahmen. Dadurch hat das Konto zur Expansion der Geldbasis beigetragen.

Insgesamt hat die Geld- und Finanzpolitik zu starken Schwankungen von Produktion und Inflation geführt. Dies hat auch die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte stark beeinträchtigt. Im folgenden soll die Geld- und Finanzpolitik seit 1973 genauer dargestellt werden, um deren Wirkungen auf den Finanzsektor im einzelnen aufzuzeigen.

III. Geld- und Finanzpolitik, 1973 - 1984

1. Die Periode von 1973 bis 1976

Nach der Wahl von 1973 kam nach mehrjähriger Militärrherrschaft eine peronistische Regierung ins Amt. Das vordringliche wirtschaftspolitische Ziel der neuen Administration war es, die Reallöhne anzuheben und die Wirtschaft anzukurbeln. Die öffentlichen Ausgaben wurden kräftig erhöht; das Haushaltsdefizit als Anteil am Bruttoinlandsprodukt stieg von 7,3 vH im Jahr 1973 auf rund 15 vH im Jahr 1975. Um den staatlichen Kreditbedarf reibungslos zu befriedigen, wurden die privaten Bankeinlagen im September 1973 durch die Einführung einer Mindestreserve von 100 vH de facto nationalisiert, d.h. die Kreditinstitute wurden gezwungen, einen Teil der Staatsverschuldung zu übernehmen. In dem System mit einer Mindestreserve von 100 vH agierten die Kreditinstitute nur als Agenten der Zentralbank. Die Soll- und Habenzinsen wurden von der Notenbank fixiert und fällige Zinszahlungen von den Kreditinstituten im Auftrage der Notenbank

² Für eine eingehende Analyse der Funktionsweise und der Wirkungen dieses Kontos vgl. *Fischer, Trapp, 1985*.

belastet oder gutgeschrieben. Für diese Dienstleistung erstattete die Zentralbank den Kreditinstituten eine Kommission auf alle Einlagen und gewährte eine bestimmte Zinsmarge auf alle Kredite. Die Kreditgewährung wurde über die Festsetzung von Rediskontkontingenten für die einzelnen Banken gesteuert. Darüber hinaus kontrollierte die Notenbank die Kreditvergabe dadurch, daß sie Höchstgrenzen für einzelne Kreditarten festlegte und Garantien für bestimmte Kredite ausgab. Im Rahmen dieser Regulierungen blieb den Kreditinstituten wenig Spielraum für eine eigenständige, an Risiko- und Ertragsgesichtspunkten orientierte Gestaltung des Kreditportefeuilles.

Niedrige Zinssätze wurden als Voraussetzung für ein anhaltend starkes wirtschaftliches Wachstum betrachtet. Deshalb wurden die Kreditzinsen auf einem Niveau fixiert, das kaum über der Inflationsrate lag. Gleichzeitig wurde die Geldmenge kräftig ausgeweitet. Bis Ende 1974 wurde die Inflation durch umfassende Preiskontrollen zurückgestaut. Als jedoch die inländische Nachfrage beschleunigt stieg, wurde es immer schwerer, den Druck auf die Preise unter Kontrolle zu halten. Für viele Produkte entstanden Schwarzmärkte und 1975 kam es, trotz Beibehaltung der Preiskontrollen, zur Explosion des Preisniveaus. Da die Anpassung der Nominalzinsen nicht mit dem Anstieg der Inflationsrate Schritt hielt, ergaben sich für die meisten Finanzanlagen negative Realzinsen (Tab. 3). Die Geldkapitalbildung bei den Kreditinstituten ging deutlich zurück und der informelle Markt für Bankakzepte gewann zunehmend an Bedeutung. Aufgrund der extrem hohen Opportunitätskosten der Geld- und Geldvermögenshaltung reduzierte das Publikum seine Finanzanlagen (bereinigt um den Preisanstieg) beträchtlich (Tab. 4). Die Geldmenge M1 im Verhältnis zum BIP ging von 1974 bis 1976 von 14,8 vH auf 6,7 vH zurück. Die Verminderung der Termin- und Spareinlagen war noch ausgeprägter, denn Ende 1975 und Anfang 1976 kam es zu einer Flucht aus Peso-denominierten Anlagen, weil eine massive Abwertung des Peso erwartet wurde. Wer konnte, löste inländische Geldanlagen auf und erwarb reale Güter oder Devisen. Dies verstärkte die Inflation und die Abwertung des Peso auf dem Schwarzmarkt. Das Verhältnis von M2 zu Bruttoinlandsprodukt fiel von 26,3 vH im Jahr 1974 auf 9,6 vH (1976).

2. Auf dem Wege zu einer Liberalisierung der Finanzmärkte, 1976 - 1981

Zu Beginn des Jahres 1976 erreichte die Geldentwertung eine jährliche Rate von 900 vH, die Spekulation breitete sich immer mehr aus, und die Währungsreserven waren erschöpft. Unruhen und Guerillaaktivitäten drohten die Gesellschaft ins Chaos zu stürzen. Im Frühjahr übernahm eine Mili-

Tabelle 3

Ausgewählte Zinssätze, Argentinien 1973 - 1984/II
 (monatliche Raten in vH)

Zeit- raum	Nominal ^{a)}				Real			
	Kredite		Einlagen		Kredite ^{b)}		Einlagen ^{c)}	
	Kontroll. Zins	Markt- zins	Kontroll. Zins	Markt- zins	Kontroll. Zins	Markt- zins	Kontroll. Zins	Markt- zins
1973	1,6	2,5	2,1		- 0,6	0,2	- 2,0	
1974	1,6	2,2	2,1		- 0,9	- 0,4	- 0,6	
1975	1,6	3,4	4,0		- 4,7	- 4,4	- 3,6	
1976	3,3	7,0	7,4		- 4,5	- 3,9	- 4,7	
1977	8,0	9,5	-		0,2	1,5	-	
1978		8,8		7,2		1,7		- 1,3
1979		7,3		6,4		- 0,4		- 0,9
1980		5,9		5,0		1,0		- 0,4
1981		9,8		8,1		1,9		0,8
1982 I		8,4		7,1		1,5		- 0,3
II		8,7		7,1		1,2		2,0
III	6,7	-	5,7	-	- 9,1	-	- 8,9	-
IV	8,7	13,9	8,0	10,2	- 3,3	1,4	- 3,1	- 1,2
1983 I	11,2	15,0	10,2	11,2	- 2,0	1,3	- 2,9	- 1,9
II	10,6	15,9	9,6	11,0	- 0,7	4,0	- 1,8	- 0,6
III	13,2	20,6	12,2		- 3,8	2,5	- 4,1	
IV	15,5	23,3 ^{d)}	14,5		- 2,1	4,5	- 2,9	
1984 I	11,5	13,0 ^{d)}	10,5		- 2,4	- 1,0	- 5,2	
II	14,0	18,0 ^{d)}	13,0		- 4,5	- 0,9	- 4,1	

a) Bis 1977 der höchste Zins, der in der jeweiligen Periode registriert wurde, danach Zins auf Einmonats-einlagen. – b) 1973 - 1977 deflationiert mit dem Großhandelspreisindex, 1978 - 1984/II deflationiert mit dem CARTECO Preisindex. – c) Deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex. – d) Zinssatz für Bankakzepte.

Quelle: BCRA; Cavallo, Petrei, 1980; El Cronista Comercial, 1984; FIEL; eigene Berechnungen.

tärregierung die Macht und ergriff unverzüglich Stabilisierungsmaßnahmen: Das Haushaltsdefizit wurde halbiert, die Zuwachsraten der Geldmenge ebenso. Die Reallöhne wurden um etwa ein Drittel gesenkt, die Preiskontrollen teilweise abgeschafft, der Peso abgewertet und die Restriktionen für den Außenhandel sowie den Kapitalverkehr gelockert. Die inländische Nachfrage schrumpfte daraufhin beträchtlich, die Leistungsbilanz aktivierte sich und die Inflation sank auf monatliche Raten von 8 vH. Die Spekulation ließ nach und als die Realzinsen im Verlauf von 1976 positiv wur-

9 Kredit und Kapital 1/1986

den, stiegen die Termin- und Spareinlagen wieder kräftig an (Tabelle 4). Von 1976 bis 1977 erholt sich die Relation M2/BIP um 4 Prozentpunkte. Die Haltung zinsloser Aktiva (M1) blieb dagegen aufgrund der anhaltenden Inflation auf einem niedrigen Niveau.

Tabelle 4

Monetäre Aggregate^{a)} und Liquiditätskoeffizienten^{b)}, Argentinien 1970 - 1984

Jahr	Geldbasis ^{c)}	M 1	M 2	Geldbasis/BIP	M 1/BIP	M 2/BIP
1970	100,0	100,0	100,0	10,5	14,7	25,1
1971	83,2	89,2	90,6	8,4	12,6	21,9
1972	63,7	70,1	72,1	6,3	9,7	17,1
1973	82,9	81,6	83,0	8,0	11,0	19,0
1974	135,4	116,1	121,1	12,3	14,8	26,3
1975	90,7	78,0	68,1	8,3	10,0	14,8
1976	79,5	52,6	43,9	7,3	6,7	9,6
1977	107,2	53,8	66,2	9,3	6,5	13,6
1978	119,2	51,6	84,5	10,6	6,4	17,9
1979	91,7	52,9	97,7	7,7	6,2	19,5
1980	85,3	66,6	128,4	7,1	7,7	25,4
1981	80,4	48,7	108,5	7,1	6,0	22,9
1982	127,1	36,3	69,8	11,9	4,7	15,6
1983	140,8	32,4	57,1	12,8	4,1	12,4
1984	129,6	31,8	54,4	11,8	3,9	11,0

a) Enthält nicht die Einlagen bei sonstigen Finanzinstituten. Deflationiert mit dem Großhandelspreisindex (1970 = 100), in Mill. Peso. – b) Reale Geldmenge auf das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) zu Marktpreisen bezogen. – c) Nicht bereinigt um Reservesatzänderungen. – d) 1. Hälfte von 1984.

Quelle: BCRA, FIEL.

Während sich die Wirtschaftspolitik der Militärregierung zunächst auf Stabilisierungsmaßnahmen beschränkte, gab es 1977 verstärkte Bemühungen, die Geld- und Finanzmärkte zu liberalisieren³. Im Rahmen des Liberalisierungsprogramms von 1977/78 wurde die Verstaatlichung der Einlagen abgeschafft und durch ein Reservesystem mit Sätzen unter 100 vH ersetzt. Es mußten jedoch relativ hohe Reservesätze beibehalten werden, da ein exzessiver Anstieg der monetären Aggregate in der Übergangsperiode verhindert werden sollte. Um den diskriminierenden Effekt, der sich bei hohen

³ Diese Periode kann im Rahmen dieses Papiers nur kurz skizziert werden. Für eine ausführliche Analyse vgl. *Canitrot, 1981, Gaba, 1981, Barletta, Blejer, Landau, 1983 und Nogués, 1985*.

Zinsen und Reservesätzen für die sonstigen Finanzinstitute einstellte, zu beseitigen, wurde das Konto zur Regulierung des Geldumlaufs geschaffen. Außerdem wurden die Zinssätze freigegeben und Marktzugangsbeschränkungen sowohl für inländische als auch für ausländische Anbieter finanzieller Leistungen aufgehoben. Sonstige Finanzinstitute konnten unter bestimmten Bedingungen den Status einer Geschäftsbank erlangen. Zudem wurden die Vorschriften für die Errichtung von Zweigstellen gelockert. Dadurch verstärkte sich der Wettbewerb im Bankensektor erheblich.

Die Freigabe der Zinssätze führte zu einem weiteren Anstieg der Realzinsen auf Einlagen; zum ersten Mal seit Jahren waren die Sparer in der Lage, ihre Ersparnisse vor Verlusten durch Geldentwertung zu schützen. Die Geldvermögensbildung nahm wieder merklich zu (Tabelle 4), insbesondere die Spareinlagen stiegen dramatisch an. Das Einlagenwachstum, das durch neues Vertrauen in den Peso und Kapitalzuflüsse gestützt wurde, erlaubte auch eine Verdoppelung des Kreditvolumens. Insgesamt nahmen die Kredite etwas weniger stark zu als die Einlagen: Die Kreditinstitute konnten daher ihre Bestände an Auslandsanlagen erhöhen (IMF, 1983). Der Anteil der Kredite, die an private Nichtbanken gewährt wurde, stieg beträchtlich, da das Haushaltsdefizit um etwa zwei Drittel verringert worden war. Im Zuge der starken (realen) Expansion der Finanzmärkte verdoppelte sich die Zahl der Kreditinstitute annähernd und die Zahl der Zweigstellen stieg um 28 vH.

Trotz der Stabilisierungsmaßnahmen blieb die Inflationsrate jedoch hoch. Dies war darauf zurückzuführen, daß Kapitalzuflüsse einsetzten, was bei fixiertem Wechselkurs bewirkte, daß die Zunahme der Geldmenge höher ausfiel als beabsichtigt. Im April 1978 wurde der Wechselkurs freigegeben. Die Zentralbank rechtfertigte diesen Schritt ausdrücklich damit, daß es gemäß der monetären Zahlungsbilanztheorie entweder möglich sei, den Wechselkurs zu fixieren und die Geldmenge als endogene Variable zu behandeln oder die monetäre Expansion zu steuern und die Wechselkursbestimmung dem Devisenmarkt zu überlassen (*Beccaria, Carioti*, 1982, S. 156). Da es jedoch auch bei flexiblem Wechselkurs nicht gelang, die Inflation einzudämmen, wurde 1979 ein vorangekündigter Paritätsanstieg mit abnehmenden Abwertungsraten (tablita) eingeführt. Dadurch sollten die Inflationserwartungen und die Unterschiede zwischen inländischer Inflation und Weltinflation allmählich vermindert werden.

Die binnenwirtschaftlichen Voraussetzungen für eine Verringerung der Inflationsraten waren jedoch nicht erfüllt. Das Haushaltsdefizit wurde sogar wieder erhöht und die Zunahme von M1 beschleunigte sich 1979. Die Verkleinerung der Abwertungsschritte ging daher nicht mit einer Abnahme der Inflation relativ zum Rest der Welt einher. Folglich verschlechterte sich

die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie, die schon durch die Aufhebung von Importbeschränkungen gelitten hatte. Die Lage verschlimmerte sich noch durch den kräftigen Anstieg der Reallöhne in den Jahren 1979 und 1980. Angesichts anhaltend hoher Inflationsraten und der ungünstigen Leistungsbilanz verstärkten sich die Abwertungserwartungen. Die Regierung versuchte dennoch, den vorangekündigten Paritätsanstieg zu verteidigen: Ausländische Kapitalanlagen wurden ebenso wie die Kreditaufnahme im Ausland durch Wechselkursgarantien ermutigt. Nachdem jedoch der Abwertungsplan einige Male geändert worden war, war die Wechselkurspolitik nicht länger glaubwürdig und die tablita mußte aufgegeben werden. Am Ende hatte die Regierung aufgrund der Wechselkursgarantien riesige Auslandsverbindlichkeiten angesammelt; die Auslandsschulden des Landes hatten sich innerhalb von 4 Jahren verdreifacht.

Wie zu erwarten, entstanden dadurch erhebliche Probleme im argentinischen Finanzsektor. Mitte 1982 war ein erheblicher Teil des Kreditvolumens, das in den Jahren zuvor stark ausgeweitet worden war, notleidend. Zusätzlich hatten die Kreditinstitute einen starken Rückgang des realen Einlagevolumens zu verkraften, da erhebliche Mittel in US \$ umgetauscht worden waren (Tabelle 4). M2 im Verhältnis zum BIP, das 1980 auf 25 vH gestiegen war, ging wieder auf 15 vH zurück.

In der Literatur sind die Probleme der Industrie und des Finanzsektors zum Teil auf die stark schwankenden und (statistisch) sehr hohen Realzinsen nach der Finanzreform zurückgeführt worden (*Carbajal, 1980*). Außerdem ist die Instabilität des Finanzsystems mit dem hohen Anteil sehr kurzfristiger Kredite, den Schwankungen des Einlagevolumens sowie deren kurzer Bindungsfrist, der unausgewogenen Struktur der Finanzanlagen vieler inländischer Privatbanken und mit unzureichender Bankenaufsicht erklärt worden. Es muß jedoch hervorgehoben werden, daß die Schwierigkeiten im Finanzsektor nicht durch die Finanzreform selbst entstanden sind. Vielmehr schlug der Versuch, die Inflation durch eine vorangekündigte Abnahme der Abwertungsschritte zu reduzieren, fehl, da im Inland keine entsprechende Stabilisierungspolitik verfolgt wurde (*Sjaastad, 1983*).

Der starke Anstieg der Zinssätze Ende der 70er und zu Beginn der 80er Jahre reflektierte hauptsächlich schwindendes Vertrauen in die Wechselkurspolitik. Angesichts im Vergleich zum Ausland wieder zunehmender Inflationsraten schien eine Realisierung des Wechselkursplanes immer unwahrscheinlicher. Die höheren Zinssätze waren lediglich Ausdruck steigender Abwertungserwartungen. Die Lehre aus dieser Erfahrung ist offensichtlich: Es ist von äußerster Wichtigkeit, daß die Stabilisierungspolitiken miteinander konsistent und glaubwürdig sind. (*Nogués, 1985, S. 2*). Dem

Erfolg des Rahmenprogramms stand außerdem entgegen, daß die Regierung es versäumt hatte, eine umfassende Handelsliberalisierung auf den Weg zu bringen (Wogart, 1983).

3. Zurück zu finanzieller Repression, 1982 - 1984

Im Juni 1982, als eine neue Administration – die sechste seit 1973 – unter General *Bignone* das Amt antrat, befand sich die argentinische Wirtschaft in einer tiefen finanziellen und außenwirtschaftlichen Krise. Das Haushaltsdefizit hatte einen neuen Höchststand erreicht, die Inflationsraten stiegen rasch an und die wirtschaftliche Aktivität lag darnieder. Im Juli 1982 wurde eine sogenannte Finanzreform durchgeführt, um die Effizienz des Finanzsektors wiederherzustellen und die Laufzeit von Finanzanlagen zu verlängern. Die Zinssätze auf kurzfristige Finanzanlagen mit Regierungsgarantie wurden wieder kontrolliert und es wurde eine Obergrenze für Einlagen mit einer Laufzeit von weniger als 90 Tagen eingeführt. Indexierte Finanzanlagen mußten eine Laufzeit von mindestens einem Jahr haben und durften einen bestimmten Anteil an der Bilanzsumme nicht überschreiten. Darüber hinaus durften die Kreditinstitute in beschränktem Umfang nicht-indexierte Einlagen mit einer Laufzeit über 89 Tage zum Marktzins annehmen. Außerdem wurde den Geschäftsbanken erlaubt, auf Sichteinlagen Zinsen von maximal 2,5 vH pro Monat zu zahlen. Schließlich wurden wieder Mindestreserven in Höhe von 100 vH auf alle Einlagen, außer den nicht regulierten mit einer Laufzeit von 90 Tagen und mehr, eingeführt.

Um die Verschuldungsprobleme des privaten Sektors zu vermindern und die wirtschaftliche Erholung zu fördern, richtete die Zentralbank eine Kreditlinie zur Konsolidierung der privaten Verschuldung (*prestamo basico*) ein. Der monatliche Zinssatz auf diese Kredite wurde zunächst auf 6 vH, also deutlich unter der laufenden Inflationsrate festgesetzt. Die Kredite waren in 60 gleichen Monatsraten zu tilgen. Die Laufzeit war damit erheblich länger als für am Markt verfügbare Kredite. Für Hypothekenkredite wurden sogar noch günstigere Konditionen festgesetzt. Durch dieses Programm der Schuldenkonsolidierung wurde ein Teil der Einnahmen aus der Inflationssteuer in den Privatsektor zurückgeschleust, um den finanziellen Status der Unternehmen zu verbessern. Da jedoch die Wirtschaftspolitik nicht darauf ausgerichtet wurde, die Inflation zu verringern und die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie zu verbessern, war das Ergebnis der Maßnahme, gemessen an den Zielen der Reform, ziemlich enttäuschend. Weder die angestrebte Verlängerung der Laufzeiten auf dem Finanzmarkt noch die wirtschaftliche Erholung traten ein.

Da die Geldentwertung infolge der massiven Pesoabwertung kräftig zunahm, wurde der Realzins auf Einlagen mit kontrolliertem Zins stark negativ. Dies hatte erneut zur Folge, daß heimisches Geldvermögen verstärkt in relativ wertstabile Güter und Devisen umgetauscht wurde, so daß das Volumen der Finanzmärkte rasch schrumpfte (financial disintermediation). Die massiven Zinssubventionen – der implizite jährliche Realzins auf die Konsolidierungskredite betrug ungefähr – 60 vH – milderten die Verschuldungsprobleme der Unternehmen und Haushalte jedoch nur kurzfristig. Da der Peso nicht entsprechend der Zunahme der Inflation abgewertet wurde, blieb die Wettbewerbsfähigkeit unzureichend und die wirtschaftliche Erholung fand nicht statt.

Die *Alfonsín*-Regierung, die im Dezember 1983 ins Amt trat, kündigte an, die Mindestreserve von 100 vH durch niedrigere Reservesätze zu ersetzen. Die Reservesätze blieben jedoch hoch, um die Expansion der Bankkredite angesichts der hohen Haushaltsdefizite, die unmittelbar über die Notenpresse finanziert wurden, niedrig zu halten. Um zusätzliche Belastungen des Finanzsystems zu vermeiden, wurde der Kurs der Geld- und Finanzpolitik seit der Reform vom Juli 1982 in der Grundausrichtung beibehalten. Die kontrollierten Zinssätze wurden zwar erhöht, aber bei weitem nicht genug, um eine positive Realverzinsung von Einlagen und Krediten zu realisieren. Der Rückgang der realen Geldmenge setzte sich daher fort und der reale Kreditschöpfungsspielraum der Kreditinstitute nahm weiter ab. Bis Ende 1984 waren die Bankeinlagen auf 6 vH des BIP gesunken und die Kredite an private Nichtbanken preisbereinigt etwa 50 vH niedriger als 1982. Die verbliebenen Einlagen hatten überwiegend eine sehr kurze Laufzeit und waren zum großen Teil spekulativ, d.h. die Einleger versuchten, kurzfristig in den Genuss der hohen inländischen Nominalzinsen zu kommen, um dann rasch wieder Dollaranlagen zu bilden, bevor das Zinsdifferential durch eine Pesoabwertung aufgezehrt war. Ein erheblicher Teil der Aktivitäten verlagerte sich in den informellen Geldmarkt, der wegen der negativen Realzinsen auf Einlagen und Kredite auf dem offiziellen Markt blühte.

IV. Die Wirkungen der finanziellen Repressionen

Die finanzielle Repression in der Zeit seit 1973 resultierte vor allem aus negativen Realzinsen, die sich aus den Obergrenzen für die Nominalzinsen und hohen Inflationsraten ergaben. Die anhaltende Erosion der Kaufkraft des Geldes entsprach einer massiven Besteuerung des Bargelds und der Sichteinlagen. Wegen der hohen Opportunitätskosten der Geldhaltung sank der Anteil von M1 am BIP von 14 vH im Jahr 1974 auf etwa 4 vH im Jahr

1984 (Tabelle 4). Diese Demonetisierung stellte wegen des entgangenen Nutzens der Geldhaltung einen gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsverlust dar.

Zugleich wurde die Fähigkeit des Finanzsektors, inländische Ersparnisse zu mobilisieren, durch die Festsetzung niedriger Nominalzinsen, die unter der Inflationsrate lagen, vermindert. Da es keine Möglichkeit gab, inländisches Geldvermögen vor Kaufkraftverlusten zu schützen, wandten sich die Sparer in zunehmendem Maße realen Gütern und Devisen als alternativen Anlagemöglichkeiten zu. Folglich gingen die Einlagen insgesamt von 25 vH des Bruttoinlandsproduktes zu Beginn der 70er Jahre auf 11 vH im Jahr 1984 zurück, ohne daß entsprechende alternative Anlagen im Inland entstanden. Verglichen mit Ländern wie Brasilien und Südkorea, die ein niedrigeres Pro-Kopf-Einkommen aufweisen, hat die Depositeneinkommen-Relation in Argentinien ein sehr niedriges Niveau erreicht (Tabelle 5).

Tabelle 5

**Reales Pro-Kopf-Einkommen und Liquiditätskoeffizienten
in ausgewählten Ländern, 1960 - 1983**

Land	Reales BIP pro Kopf (US-\$) 1981	M 2/BIP (vH)				
		1960 - 75	1975 - 80	1981	1982	1983
Argentinien	2 560	0,307	0,358	0,376	0,225	0,165
Brasilien	2 220	0,254	0,257	0,246	0,257	0,291
Kolumbien	1 380	0,199	0,258	0,319	0,318	0,347
Südkorea	1 700	0,336	0,350	0,366	0,406	0,414
Sri Lanka	300	0,290	0,328	0,350	0,379	0,380
BRD	13 450	0,509	0,681	0,616	0,631	0,641
USA	12 820	0,734	0,686	0,572	0,608	0,644

Quelle: World Bank, World Tables 1983, Washington 1984, IMF, International Financial Statistics, Washington, versch. Jgg.; El Cronista Comercial, 1984; eigene Berechnungen.

Da die Inflationsraten stark schwankten, waren auch die Nominalzinsen sehr variabel. Unter diesen Umständen war jede längere Zinsbindung unmöglich. Auch bei den indexierten Finanzaktiva bestand kein vollständiger Inflationsschutz, da die Zinsen nur verzögert an die Preisniveaänderung bzw. an Änderungen des (offiziellen) Wechselkurses angepaßt wurden. Doch selbst eine wirksamere Indexierung hätte das Schrumpfen der Finanzmärkte kaum verhindern können. Zum einen wurde der Anreiz, Geldkapital in Peso zu bilden, durch zunehmende Konvertibilitätsbeschränkungen und Wechselkursmanipulationen reduziert, zum anderen waren längerfristige

Kredite mit sehr hohen Risiken verbunden, da die relativen Preise aufgrund von (partiellen) Preiskontrollen starken Änderungen unterworfen waren. Daher sind die Finanzmarkttransaktionen vorwiegend sehr kurzfristiger Natur (weniger als 30 Tage Laufzeit).

Die Demonetisierung und das Schrumpfen der Finanzmärkte hat dazu geführt, daß die Besteuerungsgrundlage für die Inflationssteuer immer kleiner geworden ist. Der Versuch, das Haushaltsdefizit weiter durch Geldschöpfung zu finanzieren, führte daher zu einer Inflationsbeschleunigung⁴, was die Zerfallserscheinungen auf den Finanzmärkten weiter verstärkte und die Flucht aus der heimischen Währung intensivierte. Die privaten Auslandsanlagen Argentiniens werden auf etwa 30 Mrd. \$ geschätzt, außerdem werden ungefähr 5 Mrd. \$ in Argentinien gehalten. Die Neigung in inländische Produktionskapazitäten zu investieren, ist angesichts der Gewinne, die sich bei Auslandsanlagen erzielen lassen, stark zurückgegangen. Die Bruttoinvestitionen in Argentinien sind von 1980 bis 1984 um rund 50 vH gesunken, die Investitionsquote hat dabei von 20 vH auf 10 vH abgenommen.

Wegen des starken Rückgangs der realen Einlagen und hoher Mindestreservesätze ist das Kreditangebot für den privaten Sektor in den vergangenen Jahren stark gesunken. Die Nachfrage überstieg das Angebot aufgrund negativer Realzinsen erheblich. Immerhin implizieren negative Realzinsen eine Subventionierung der Kreditnehmer zu Lasten der Kreditgeber. Es war daher notwendig, die Kredite durch die Zentralbank oder auf andere Weise zu rationieren. Die Banken legen dabei eher ein risikoscheues Verhalten an den Tag: Statt private Investitionsprojekte mit hohen Ertragschancen zu finanzieren, verleihen sie ihre Mittel lieber an staatliche Unternehmen oder an solche, die durch staatliche Bürgschaften unterstützt werden. Dies hat zu einer ineffizienten Allokation des Kapitals geführt.

Angesichts der zunehmenden Verfallstendenzen des Finanzsystems ist es wichtig zu erinnern, daß die Wirtschaft während der Liberalisierungsperiode von 1976 bis 1981 auf Zinsanreize deutlich reagierte. Positive Realzinsen und das wieder hergestellte Vertrauen in die Wirtschaftspolitik führten damals zu einer raschen Expansion und Verbreiterung der Finanzmärkte. Die Regierung konnte seinerzeit sogar einen erheblichen Teil des Haushaltsdefizits durch den Verkauf langfristiger Wertpapiere finanzieren.

Eine andere Quelle finanzieller Repression war die Überbewertung des Peso. Sie zielte zwar darauf ab, die Inflation im Inland zu reduzieren,

⁴ Diese Dynamik der Inflationssteuer ist ausführlich bei *Fischer, Trapp (1985)* beschrieben.

zugleich wurde dadurch jedoch der Kauf von Auslandsaktiva in erheblichem Maße durch die Wirtschaftspolitik subventioniert. Es kam zu Kapitalabflüssen – die auch als Kontrollen für den Kapitalverkehr eingeführt wurden – und der Anreiz für ausländische Anleger, im Inland zu investieren, wurde beseitigt. Die Situation verschlimmerte sich, indem die Regierung bis Mitte 1982 Wechselkursgarantien für Kapitalimporte und für Kreditaufnahmen im Ausland gewährte, um die tablita zu verteidigen. Bei gleichzeitig stark zunehmenden Inflationserwartungen kam es schließlich zu einer massiven Kapitalflucht. Schätzungen zufolge wurden allein in den Jahren 1982/83 mehr als 20 Mrd. \$ im Ausland angelegt. Durch die Übernahme von Kreditbürgschaften stieg die offizielle Auslandsverschuldung des Landes auf 45 Mrd. \$. Der damit verbundene Schuldendienst überstieg die Kräfte der Wirtschaft erheblich.

Angesichts schrumpfender Finanzmärkte sank die Zahl der Kreditinstitute zwischen 1977 und 1984 von 723 auf 380, gleichzeitig verstärkte sich der Wettbewerb um Einlagen; die Kreditinstitute erweiterten ihr Zweigstellenetz von 3300 auf 4400. Der Versuch, die Erträge dadurch zu verbessern, schlug jedoch fehl, da das reale Einlagenvolumen zurückging. Die Geschäftskosten im Verhältnis zum gesamten Geschäftsvolumen stiegen damit stark an. Nach Schätzungen der Weltbank betrugen die Verwaltungskosten der Staats- und Kommunalbanken 1982 etwa 13 vH des gesamten Kreditportfolios. Die entsprechenden Kosten für die Geschäftsbanken lagen mit rd. 10 vH etwas niedriger, waren aber immer noch deutlich höher als in anderen Ländern. In Chile z.B. beliefen sich die Verwaltungskosten 1982 auf etwa 5 vH des Kreditvolumens. In den letzten Jahren hat sich die Kostensituation der argentinischen Kreditinstitute wahrscheinlich noch verschlechtert, da sich das reale Einlagenvolumen weiter verkleinert hat und die Struktur der Finanzanlagen noch kurzfristiger geworden ist. Nach Angaben des Wirtschaftsministeriums wären etwa 200 von den 380 Kreditinstituten, die 1984 noch bestanden, ohne Unterstützung der Regierung nicht lebensfähig.

Auch die staatliche Einlagengarantie hat letztlich wesentlich dazu beigetragen, den Finanzmarkt instabil zu machen⁵. Aufgrund dieser Garantie gab es für die Sparer keinen Anlaß, Erwägungen anzustellen, bei welchem Kreditinstitut das Risiko einer Illiquidität relativ gering wäre. Umgekehrt hatten auch die Kreditinstitute wenig Anreize, die Kreditwürdigkeit der Darlehensnehmer streng zu prüfen, da sie von der Zentralbank eine feste Zinsspanne auf das Kreditgeschäft erhielten und die Prämien für die Einla-

⁵ Eine kritische Analyse der argentinischen Einlagenversicherung findet sich bei Fernández, 1980 und 1983.

genversicherung für alle Kreditinstitute einheitlich waren, unabhängig von den unterschiedlichen Geschäftsrisiken der einzelnen Institute.

Einen Kapitalmarkt gibt es wegen anhaltend hoher Inflationserwartungen und der fortgesetzten Abwertung des Peso bereits seit Jahren nicht mehr. Auch wenn es ein Angebot an mittel- und langfristigen Mitteln zu positiven Realzinsen gäbe, wäre kaum Nachfrage nach solchen Krediten vorhanden, da das Risiko jeder längerfristigen Investition zu hoch wäre. Je länger der Zeithorizont eines Projektes, um so größer ist die Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung der relativen Preise. Diese Aussage gilt zwar für jedes Investitionsvorhaben, sie wird aber besonders wichtig unter Bedingungen hoher Inflation. Bei Kreditzinsen in Höhe von mehr als z.B. 500 vH pro Jahr führt der Rückgang des relativen Preises für das eigene Produkt rasch zu großen Liquiditätsproblemen. Langfristige Investitionsvorhaben werden daher nur durchgeführt, wenn Staatskredite zu negativen Realzinsen zur Verfügung stehen und wenn die Zinsen kapitalisiert werden können. Aber selbst bei solcher Finanzierung ist es häufig attraktiver, die Mittel am grauen Geldmarkt zu verleihen oder in Devisen umzutauschen, als in neue Produktionskapazitäten zu investieren.

V. Strategien zur Wiederherstellung der Finanzmärkte

1. Ein Vorschlag zur Finanzmarktreform

Bei anhaltend hoher Inflation und Überbewertung der Währung kann der argentinische Finanzsektor seine Aufgabe, Ersparnisse zu sammeln, Risiken und Fristen zu transformieren und eine effiziente Allokation der finanziellen Mittel sicherzustellen, nicht erfüllen. Jeder Versuch, die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte wiederherzustellen und die finanzielle Repression zu beenden, muß zugleich eine Strategie der Inflationsbekämpfung und eine Entregulierung des Finanzsektors beinhalten. Für eine glaubwürdige Anti-Inflationspolitik ist es vor allem notwendig, das Haushaltsdefizit drastisch zu verringern, um die defizitbedingte Ausweitung der Geldbasis zu stoppen. Damit die rezessiven Wirkungen einer abrupten Bremsung der monetären Expansion nicht voll auf die Beschäftigung durchschlagen, müßten die Produktionsanreize erhöht werden. Erforderlich ist es vor allem, die Preiskontrollen zu beseitigen, den Wechselkurs freizugeben sowie die Handelsrestriktionen, insbesondere die Steuern auf Agrarexporte, abzuschaffen.

Prinzipiell erfordert die Revitalisierung des Finanzmarktes, daß die Finanzinstitute das Einlagen- und Kreditgeschäft wieder in eigener Regie betreiben. Hierzu wäre es notwendig, die Zinsen vollständig freizugeben

und die Reservesätze zu senken. Auf kurze Sicht würden jedoch niedrigere Mindestreserven mit dem Ziel der Preisstabilisierung kollidieren, da die damit verbundene monetäre Expansion inflationär wirken würde. Außerdem würden wohl viele Unternehmen in finanzielle Schwierigkeiten geraten, wenn die Realzinsen nach der Freigabe stark positive Werte annehmen und dadurch der Schuldendienst erheblich steigt. Die (subventionierten) Zinsen auf bestehende Darlehen sollten daher schrittweise an das Markt-niveau angepaßt werden.

Auch wenn eine vollständige Reform des Finanzsektors eher eine langfristi-ge Option darstellt, sind einige rasche Maßnahmen erforderlich, um die Geldvermögensbildung im Inland anzuregen und die Allokation dieser Mittel zu verbessern. Schritte, die zu diesem Zweck unternommen werden könnten, ohne mit dem Stabilisierungsziel zu kollidieren, sind

- Freigabe der Einlagen- und Kreditzinsen für neue Verträge, um einen positiven Realzins herzustellen,
- Zulassung von mehr indexierten Einlagen mit vollem Inflationsausgleich, um den Mittelzufluß zum Finanzsystem zu erhöhen,
- Erhöhung der Kontingente für die Erteilung von Bankakzepten, um den Anteil der Kredite zu Marktzinsen auszuweiten.

Die Maßnahmen würden den Kreditinstituten eine aktiver Rolle bei der Kreditvergabe sichern und den Wettbewerb unter den Kreditnachfragern sowie zwischen den Kreditinstituten verstärken.

Darüber hinaus sind sorgfältig abgestimmte Schritte notwendig, um die staatliche Einlagenversicherung abzubauen. Auch dies würde zu mehr Wettbewerb im Finanzsektor beitragen. Um zu verhindern, daß Einlagen von den privaten zu den staatlichen Banken fließen, sollten die letzteren sich darauf beschränken, Sichteinlagen zu halten und sich durch die Ausgabe indexierter Anleihen zu finanzieren. Bei mehr Wettbewerb ist eine Abnahme der Zahl der Banken wahrscheinlich. Das Mehr an Konzentration, das damit verbunden ist, wird jedoch aufgewogen durch die Effizienzge-winne, die aus der Vergrößerung und Verbreiterung der Geschäftstätigkeit zu erwarten sind. Schließlich sollte die Zentralbank sich darauf beschrän-ken, die Aktivitäten der Kreditinstitute zu überwachen, statt selbst aktiv in den Geschäftsablauf zu intervenieren.

2. Die Reform vom Juni 1985

Im Juni 1985 hat die argentinische Regierung einen neuen Stabilisie-rungsplan bekanntgegeben. Die Maßnahmen umfassen einen Lohn- und

Preisstopp sowie die Einführung einer neuen Währung (Austral) mit festem Wechselkurs gegenüber dem Dollar. Darüber hinaus soll das Haushaltsdefizit im zweiten Halbjahr 1985 auf 2,5 vH des BIP reduziert werden. Konkrete Schritte in bezug auf die letzte Maßnahme, die eigentlich den Kern des Reformplans darstellen sollte, sind allerdings bisher noch nicht bekannt gegeben worden. Der Verzicht auf unverzügliche Ausgabenkürzungen verringert die Glaubwürdigkeit des Planes insgesamt, da ohne solche Aktionen die Einführung einer neuen Währung nur einen Austausch der Währungseinheit aber keine Währungsreform darstellt. Zweifel am Plan werden auch dadurch geweckt, daß die Zinsen auf einem Niveau fixiert wurden, das bei den gegenwärtigen Inflationserwartungen eine starke Subventionierung der Kreditnehmer impliziert. Es gibt zwar einen Preisstopp, dieser dürfte jedoch den Inflationsdruck kaum mildern. Auch vor dem Inkrafttreten des Planes gab es Preiskontrollen und die Inflationsraten stiegen dennoch auf über 100 vH. Außerdem sind die Produktions- und Investitionsanreize durch die Erhöhung der Exportsteuern verringert worden. Insgesamt ist daher zu befürchten, daß der neue Stabilisierungsplan die wirtschaftliche Aktivität stark dämpft, ohne die Inflation nachhaltig zu reduzieren.

Abkürzungen

- BCRA = Banco Central de la República Argentina
 FIEL = Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas
 IFS = International Financial Statistics
 IMF = International Monetary Fund
 IEERFAL = Instituto de Estudios Económicos sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana
 INDEC = Instituto Nacional de Estadística y Censos
 \$a = Argentinischer Peso

Literatur

Barletta, N. A., M. I. Blejer, L. Landau (Hrsg.): Economic Liberalization and Stabilization Policies in Argentina, Chile and Uruguay. Applications of the Monetary Approach to the Balance of Payments. A World Bank Symposium, Washington 1983. – *Beccaria, L., R. Carciofi: "The Recent Experience of Stabilization and Opening up the Argentine Economy", Cambridge Journal of Economics, 1982, 6, S. 145 - 165. –*

Carbajal, C.: „Rentabilidad, Tasas de Interes y Supervivencia de la Firma“. Desarrollo Económico, Vol. 20, 1980, Nr. 79, S. 413 - 426. – *Canitrot, A.*: „Teoría y Práctica del Liberalismo Político Antiinflationaria y Apertura Económica en la Argentina, 1976 - 1981“. Desarrollo Económico, Vol. 21, 1981, Nr. 82, S. 131 - 189. – *Cavallo, D. F.*, A. H. *Petrei*: “Financing Private Business in an Inflationary Context: The Experience of Argentina between 1967 and 1980”, in: P. A. *Armella*, R. *Dornbusch* und M. *Obstfeld* (Hrsg.), Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries, Chicago und London 1983, S. 153 - 180. – *Cody, J.*, H. *Hughes*, D. *Wall*: Policies for Industrial Progress in Developing Countries. New York 1980. – *Feldman, E. V.*: „Empleo, Sucursalismo y Represión Financiera en el Sistema Bancario Argentino“. Ensayos Económicos, 1980, Nr. 15, S. 5 - 28. – *Fernández, R. B.*: „Expectativas Frustradas y Regimen de Garantía de Depósitos en un Modelo Macroeconómico“. Ensayos Económicos, 1980, Nr. 16, S. 75 - 101. – *Fernández, R. B.*: „La Crisis Financiera Argentina: 1980 - 1982.“ Desarrollo Económico, Vol. 23, 1983, Nr. 89, S. 79 - 97. – *Fischer, B.*, U. *Hiemenz*, P. *Trapp*: Economic Crisis in Argentina and No Way Out? Kieler Arbeitspapiere, Nr. 210, September 1984. – *Fischer, B.*, P. *Trapp* (1985a): Financial Markets and Monetary Control Under High Inflation – The Argentine Lesson, Kieler Arbeitspapiere, Nr. 232, April 1984. – *Fischer, B.*, P. *Trapp* (1985b): Economic Costs of Large Public Sector Deficits and High Inflation – The Argentine Lesson, Kieler Arbeitspapiere, Nr. 237, Juli 1985. – *Friedman, M.*: “Monetary Correction”, in: M. *Friedman* (Hrsg.), Essays in Inflation and Indexation, American Enterprise Institute of Policy Research, Domestic Affairs Study, Washington 1974. – *Gaba, E.*: “the Argentine Financial Reform – Lessons from an Experience –.” Prepared for the Central Bank Technicians Meeting in the Dominican Republic, November 1981. – *Keynes, J. M.*: Monetary Reform, New York 1924. – *Nogués, J. Y.*: Nature of Argentina's Economic Policy Reforms During 1976 - 1981, mimeo, Juni 1984. – *Rodriguez, A. C.*: El Sistema Financiero Argentino. Estructura, Leyes y Normas, Buenos Aires 1979. – *Sjaastad, L. A.*: “Failure of Economic Liberalism in the Cone of Latin America”. The World Economy, Vol. 6, 1983, Nr. 1, S. 5 - 26. – *Tami, F. S.*: Estudio del Sector Financiero de Argentina, Banco Interamericano de Desarrollo, Mai 1978. – *Wogart, P.*: “Combining Price Stabilization with Trade and Financial Liberalization Policies. The Argentine Experience, 1976 - 1981.” Journal of Inter-American Studies and World Affairs, Vol. 25, 1983, Nr. 4, S. 445 - 476.

Zusammenfassung

Geld- und Finanzpolitik und finanzielle Repression in Argentinien

Die wirtschaftliche Entwicklung in Argentinien in den vergangenen 15 Jahren ist durch ein sehr unstetiges Wachstum des realen Sozialprodukts und durch extrem hohe und schwankende Inflationsraten gekennzeichnet. Zu dieser Entwicklung hat vor allem eine inkonsistente Kombination der Geld- und Finanzpolitik mit der Wechselkurspolitik beigetragen. Während durch eine Überbewertung der Währung Stabilität importiert werden sollte, wurde im Inland das hohe Haushaltsdefizit des Staates weitgehend durch Geldschöpfung finanziert, was zu einer starken Zunahme der Geldmengenexpansion führte. Zudem wurden die Zinsen über lange Phasen unter der Inflationsrate fixiert, um die wirtschaftliche Aktivität anzuregen. Das Ergebnis

waren eine Serie von Zahlungsbilanzkrisen, die zu massiven restriktiven Maßnahmen zwangen, und eine starke Beschleunigung der Inflation. Die hohen Inflationsraten und negative Realzinsen, häufig verbunden mit Abwertungserwartungen für den Peso, haben dazu geführt, daß der Markt für mittel- und langfristiges Kapital praktisch nicht mehr existiert. Aber auch der Markt für kurzfristige Kredite und Einlagen ist erheblich geschrumpft; das reale Volumen an Bankkrediten und Depositen ist stark zurückgegangen. Ein erheblicher Teil der Banken und sonstigen Finanzinstitutionen wäre ohne staatliche Unterstützung nicht mehr existenzfähig. Für eine Wiederbelebung der Finanzmärkte käme es vor allem darauf an, die Inflation durch eine Verminderung des Haushaltsdefizits zu reduzieren, den Wechselkurs freizugeben und Regulierungen auf den Finanzmärkten schrittweise abzubauen.

Summary

Financial Policies and Financial Repression in Argentina

In the past 15 years the economic development in Argentina has been characterized by very unstable real income growth and extremely high and volatile inflation rates. This development is mainly due to an inconsistent mix of financial policies and exchange rate policy. While the maintenance of an overvaluation of the Peso was seen as an instrument to keep inflation in check, domestically, a large part of the public sector deficit was financed by money creation, which led to an acceleration of monetary expansion. Furthermore, interest rates were fixed below inflation rates most of the time in order to stimulate economic activity. As a result there were a series of balance of payment crises, forcing the government to adopt highly restrictive policies, and a sharp acceleration of inflation. Due to high inflation rates and negative real rates of interest, frequently in combination with depreciation expectations for the Peso, the market for medium- and long-term capital virtually vanished. Even the market for short-term credits and deposits became considerably smaller; the volume of bank credits and deposits in real terms declined strongly. A large number of banks and other financial institutions would not have been able to survive without government support. A revitalization of financial markets calls above all for a reduction of inflation by lowering public borrowing requirements, for a floating of the exchange rate and a gradual elimination of regulations in financial markets.

Résumé

Politique monétaire et financière et répression financière en Argentine

Le développement économique des 15 dernières années en Argentine se caractérise par une croissance très instable du produit national réel et par une inflation extrêmement élevée et à des taux fluctuants. Ce qui a avant tout contribué à cette évolution, c'est une combinaison inconsistante de la politique monétaire et financière et de la politique des taux de change. Alors qu'une surévaluation de la monnaie devait impacter de la stabilité, l'important déficit budgétaire de l'Etat a été en grande partie financé dans le pays par la création de trésorerie, ce qui a fait fortement augmenter l'expansion de la quantité de monnaie en circulation. En outre, pour stimuler l'acti-

vité économique, les intérêts ont été fixés au cours de longues phases en-dessous du taux d'inflation. Résultat: une série de crises de la balance des paiements, obligeant à prendre des mesures restrictives massives, et une forte accélération de l'inflation. Les taux d'inflation élevés et les intérêts réels négatifs, souvent rattachés à des attentes de dévaluation du peso, ont fait pratiquement disparaître le marché des capitaux à moyen et à long terme. Mais, également le marché pour crédits et dépôts à court terme s'est fortement contracté; le volume réel de crédits bancaires et de dépôts s'est extrêmement réduit. Une grande partie des banques et autres institutions financières ne pourraient plus exister si l'Etat ne les soutenait pas. Pour ranimer les marchés financiers, il faudrait avant tout réduire l'inflation en diminuant le déficit budgétaire, relâcher le taux de change et supprimer peu à peu les règlements sur les marchés financiers.