

Fachhochschule
Pforzheim

**Hochschule
für Gestaltung
Technik und
Wirtschaft**



*Pforzheim University
of Applied Sciences*

**BEITRÄGE DER
HOCHSCHULE PFORZHEIM**

**Robert Wessolly und
Helmut Wienert**

Die argentinische Währungskrise

Nr. 106

Herausgeber: Ansgar Häfner, Norbert Jost, Karl-Heinz Rau,
Roland Scherr, Christa Wehner, Helmut Wienert
(geschäftsführend; wienert@fh-pforzheim.de)

Sekretariat: Alice Dobrinski
Hochschule Pforzheim,
Tiefenbronner Str. 65
75175 Pforzheim
dobrinski@vw.fh-pforzheim.de
Telefon: 07231/28-6201
Telefax: 07231/28-6666

Ausgabe: August 2002

Robert Wessolly und Helmut Wienert

Die argentinische Währungskrise

Dipl. Betriebswirt (FH) Robert Wessolly
robert.wessolly@web.de

Prof. Dr. Helmut Wienert
Hochschule Pforzheim
Fachbereich 7
Studiengangübergreifendes Fachgebiet Volkswirtschaftslehre
wienert@fh-pforzheim.de

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Zusammenfassung | 2 |
| 1 Einleitung | 3 |
| 2 Wirtschaftsgeschichtlicher Hintergrund | 3 |
| 2.1 1880 bis 1930: Das Export-Import-System | 3 |
| 2.2 1930 bis 1955: Erste Phase der Importsubstitution | 6 |
| 2.3 1955 bis 1983: Zweite Phase der Importsubstitution..... | 9 |
| 2.4 1983 bis 1990: Hyperinflation | 14 |
| 3 „Plan Cavallo“: Stabilisierung durch ein Currency Board | 17 |
| 3.1 Elemente des Plans | 17 |
| 3.2 Empirische Ergebnisse | 22 |
| 3.3 Theoretische Analyse | 31 |
| 3.3.1 Funktionsweise eines Currency Boards | 31 |
| 3.3.2 Bestimmungsfaktoren der Geldbasis | 33 |
| 3.3.3 Probleme der Wahl der Ankerwährung | 36 |
| 3.3.4 Probleme der Fixierung der „richtigen“ Parität..... | 38 |
| 3.3.5 Das Problem der Wiedergewinnung der Geldfunktion..... | 39 |
| 3.3.6 Realwirtschaftliche Konsequenzen einer Überbewertung | 40 |
| 3.3.7 Geldpolitische Hebel zur Erzwingung einer realen Abwertung | 42 |
| 4 Der Weg in die Krise | 45 |
| 4.1 Währungskrisen in anderen Ländern als Menetekel | 45 |
| 4.1.1 Warum sich Währungskrisen übertragen | 45 |
| 4.1.2 Die Mexiko-Krise von 1994 | 47 |
| 4.1.3 Die Brasilienkrise von 1999 | 49 |
| 4.2 Budgetdefizite und Staatsverschuldung | 50 |
| 4.3 Zahlungsbilanzprobleme | 52 |
| 4.4 Ausbruch der Währungskrise | 56 |
| 5 Schlussbetrachtung | 62 |
| Literaturverzeichnis | 66 |

Zusammenfassung

In der argentinischen Währungskrise ist erstmals ein Currency Board System zusammengebrochen. Die Arbeit zeigt auf, warum diese Art des Währungssystems eingeführt worden ist, warum sich zunächst große Erfolge einstellten und warum sie schon den Keim des Scheiterns in sich trugen. Zunächst wird ein Überblick über die argentinische Wirtschaftsgeschichte gegeben: Das erfolgreiche Agrar-Export-System zerbrach in der Weltwirtschaftskrise, die anschließende staatsgeleitete Importsubstitutionsstrategie führte zu Fehlallokation, Inflation und Korruption. Die Hyperinflation des Jahres 1989 schuf den Boden für einen radikalen Kurswechsel, den „Plan Cavallo“. Die Umsetzung dieses Plans, der als Kern die Bindung der Geldemission an die Währungsreserven der Zentralbank enthielt (so genanntes Currency Board), wird dargestellt, die Funktionsweise des Currency Boards und die damit einhergehenden Probleme werden untersucht. Schließlich werden die wichtigsten Ursachen des Weges in die Krise erläutert: Ausufernde Staatsverschuldung und wachsende Leistungsbilanzdefizite. Zum Schluss der Arbeit werden die realwirtschaftlichen Folgen der Währungskrise erläutert: Arbeitslosigkeit, Kapitalflucht, Verarmung der Mittelschicht. Bedauerlicherweise gibt es keinerlei Anzeichen für eine Wende zum Besseren.

Summary

For the first time in history a currency board failed during the Argentinean currency crisis. The paper explains why this specific currency system was installed in the first place and why its initial success was destined to failure in the long-run. First of all a short survey on Argentinean economic history is given. The successful exporting system of agricultural products collapsed during the Great Depression. State-developed strategies (like substitution of imports) failed to overcome the crisis and led to misallocation, inflation and corruption. Hyperinflation in 1989 caused a radical change and finally led to the “Cavallo Plan”. The core of this plan was the linkage of money creation to the foreign currency reserves (Currency Board). The paper examines the currency board functions and the accompanying problems. Then the most significant reasons for the currency crisis are summarized (excessive debt making by the state and a growing current account deficit). At the end of this paper the economic consequences are explained: unemployment, flight of capital and impoverishment of the middle class. Regrettably, there are no signs of improvement.

1 Einleitung

Die argentinische Währungskrise zur Jahreswende 2001/2002 war der Schlusspunkt eines wirtschaftspolitischen Experiments, das 1991 begonnen hatte und dem Land nach Jahrzehnten wirtschaftlichen Stillstands, hoher Inflation und politischer Turbulenzen eine Prosperität bescherte, wie zuletzt zu Beginn des 20. Jahrhunderts. Kern des Experiments war die Einführung eines sogenannten Currency Boards. Aufgabe dieser Währungsbehörde war es, die argentinische Geldmengenbasis streng an die Devisenreserven des Landes zu koppeln und den jederzeitigen Umtausch der heimischen Währung gegen den US-Dollar zu einem festgelegten Kurs zu garantieren.

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, Ablauf und Ursachen der argentinische Währungskrise zu erklären. Dazu werden zunächst die landesspezifischen Hintergründe herausgearbeitet, die die Wechselkursfixierung notwendig erscheinen ließen. Angesichts der geringen Kenntnisse über die argentinische Wirtschaftsgeschichte in Europa erscheint es sinnvoll, diesen Teil breiter als sonst üblich anzulegen. Dann wird das nach dem damaligen Wirtschaftsminister als „Plan Cavallo“ bezeichnete Stabilisierungsprogramm von 1991 untersucht, wobei der Schwerpunkt auf der theoretischen und empirischen Analyse des Currency Board Systems liegt. Anschließend werden die Fehlentwicklungen und konkreten Anlässe, die in die Krise führten bzw. sie auslösten sowie der Verlauf der Krise dargestellt. Den Abschluss der Arbeit bildet wie üblich ein kurzes Fazit.

2 Wirtschaftsgeschichtlicher Hintergrund

2.1 1880 bis 1930: Das Export-Import-System

Um die Wende zum 19. Jahrhundert prosperierte Argentinien durch den Export von landwirtschaftlichen Produkten (v.a. Weizen und Fleisch). Aus den dadurch erzielten Erlösen konnten Industriewaren aus Europa und den USA bezahlt werden. Angestoßen und maßgeblich getragen wurde dieses „Export-Import-System“ durch den Wunsch der europäischen Länder (und in geringerem Maße auch der USA), im außereuropäischen Raum industrielle Waren abzusetzen sowie Nahrungsmittel und Rohstoffe für die industrielle Produktion zu importie-

ren¹. Voraussetzung für das Export-Import-System waren politische Veränderungen:² Der seit der Unabhängigkeit bestehende Konflikt zwischen den klerikalen Konservativen (Föderalisten) und den liberalen Laizisten (Zentralisten) war bis 1880 zugunsten der Liberalen entschieden.³ Dies bedeutete eine erhebliche Zentralisierung des Landes⁴, die den Ausbau der Infrastruktur förderte. Auch das ins Land fließende Kapital aus Europa begünstigte den Exportboom.

In der Zeit zwischen 1880 und 1930 erreichte die argentinische Wirtschaft ihre Blütezeit. Innerhalb nur weniger Jahre stieg das Land zu einem der bedeutendsten Agrarexporteure der Welt auf. Die schwache inländische Industrie produzierte hauptsächlich einfache Konsumgüter für den Binnenmarkt. Wichtige Bereiche wie Fleischverarbeitung und -verpackung, Elektrizitäts-, Gas- und Wasserversorgung, die Eisenbahn und die Telefongesellschaft befanden sich in ausländischem, vor allem englischem, Besitz⁵. Die Agrarwirtschaft wurde dagegen von einer kleinen nationalen Oberschicht (Exportoligarchie oder auch Agraroligarchie genannt) kontrolliert.⁶ Dadurch blieben die Gewinne in nationalen Händen, doch die davon ausgehende inländische Nachfrage beschränkte sich i.d.R. auf einige wenige gewerbliche Produkte, die Bautätigkeit sowie persönliche Dienstleistungen. Der größere Teil davon floss in den Import von Luxusgütern und als Kapitalanlage ins Ausland.

Das Export-Import-System hatte im kaum besiedelten Land zu einer Arbeitskräfteknappheit geführt, die die Löhne steigen ließ und viele Einwanderer ins Land zog. So entstand eine breiter werdende Schicht von Landarbeitern, die als Käufer auf dem Binnenmarkt auftraten und den Aufbau kleinerer und mittlerer Industriebetriebe förderten. 1901 wurde ein gewerkschaftlicher Dachverband, die Federación Obrera Regional Argentina (FORA) gegründet. Bis 1930 war sie die sozialpolitisch bestimmende Kraft, die unter anderem mit dem Mittel des

¹ Birle (1994), S. 60.

² Boris (2001), S. 18.

³ Balán (1978), S. 49f.

⁴ Das Jahr 1880 gilt als die Geburt des Nationalstaates. Bis dahin existierte Argentinien nur als „Vereinigte Provinzen des Río de la Plata“ (Provincias Unidas del Río de la Plata).

⁵ Queisser (1991), S. 21.

⁶ Eine Ausnahme bildet nur der Raum um Santa Fé, wo der Exportsektor in Händen von kleineren und mittleren Produzenten war und die Gewinne hauptsächlich auf dem Binnenmarkt ausgegeben wurden, was zu einer Stärkung des heimischen Handwerks, Gewerbes und der Industrie führte.

Generalstreiks wirtschaftliche und politische Rechte erstritt, die in Europa noch lange auf sich warten lassen sollten: Achtstundentag, garantierter Mindestlohn, Krankenversicherung, geregelter Urlaub.⁷

Argentiniens Exportsektor nutzte die großen Ebenen Pampas und Patagoniens für seine Produktion. Dies erforderte den Aufbau eines weit verzweigten Eisenbahnnetzes, um Fleisch und Getreide in die Hafenstädte am Atlantik zu befördern. Mit der von englischen Industriellen gebauten Eisenbahn war der Grundstein für eine moderne Infrastruktur des Landes gelegt und das Transportproblem aus den entlegenen Gebieten gelöst. Auch die Verarbeitung des Fleisches in den großen Fabriken in Buenos Aires, dessen Kühlung und Verschiffung verlangte größere Vorleistungen als es z.B. bei den Mineralprodukten Chiles oder Perus der Fall war.

Alles in allem kann man für Argentinien davon ausgehen, dass der Agrarexport stark auf andere Wirtschaftszweige ausstrahlte, was die These obsolet erscheinen lässt, wonach das allgemeine Exportwachstum des primären Sektors die Expansion industrieller Produktion blockiere.⁸ Der entscheidende Grund, weshalb bis in die 1930er Jahre die binnenorientierte Industrie relativ vernachlässigt blieb und keine staatliche Förderung erfuhr, besteht darin, dass das vorhandene Export-Import-System bis 1930 eine hohe Attraktivität und Effizienz demonstrierte – es brachte Argentinien, gemessen am Pro-Kopf-Einkommen, auf den sechsten Rang in der Welt.⁹ Erste Anzeichen einer Erschütterung dieses Systems während des Ersten Weltkrieges (als die Preise für Rindfleisch und auch das Exportvolumen sanken) und der Hegemoniewechsel von Großbritannien auf die USA (ein Land, das bezüglich vieler Produkte, die aus Argentinien kamen, Selbstversorger war) brachten keinen Richtungswechsel in der Wirtschaftspolitik.

⁷ Engel (1993), S. 176.

⁸ Bernecker/Tobler (1996), S. 19.

⁹ La Nación, 27.12.2001, S. 4.

2.2 1930 bis 1955: Erste Phase der Importsubstitution

Der Beginn der Importsubstitution wird gewöhnlich auf das Jahr 1930 datiert, doch bereits im ersten Viertel des 20. Jahrhunderts war der Anteil der Importsubstitution am Wachstum einiger Sektoren in Argentinien nicht unerheblich.¹⁰ Grund für diese Datierung ist, dass dem exportgetriebenen Wachstum in ganz Südamerika mit der Weltwirtschaftskrise ein abruptes Ende gesetzt wurde. Zwischen 1929 und 1932 kam es nicht nur zu einem starken Rückgang des Exportvolumens, sondern auch der Preise, so dass die argentinischen Terms-of-Trade¹¹ um fast 40 % sanken. Auch der Import brach ein, was sich z.T. durch die hohe Einkommenselastizität der Importe erklärt¹², z.T. aber auch durch die Umkehr des bis 1929 erheblichen Nettokapitalimports in einen Nettokapitalexport. Es muss sich um eine regelrechte Kapitalflucht gehandelt haben, jedenfalls verminderten sich die Gold- und Devisenreserven Argentiniens in der Zeit zwischen 1928 und 1932 von 607 auf 249 Mio. US-Dollar.¹³

Empirisch lässt sich im Zeitraum von 1925/29 und 1939 nahezu das gesamte Wachstum in den drei wichtigsten Industriesektoren (Maschinen und Fahrzeuge, Elektrische Ausrüstungen und Gummiprodukte) auf Importsubstitution zurückführen.¹⁴ Aus der Literatur wird nicht ganz klar, wie dies finanziert wurde. Man vermutet, dass traditionelle Quellen, z.B. die Re-investierung von Gewinnen und die auf informellen Geldmärkten ausgeliehenen Kredite die Finanzbasis für nationale Unternehmer bildeten, da die Beiträge öffentlicher Kreditinstitutionen für die Industriekapitalbildung während der 1930er Jahre sehr bescheiden waren.¹⁵ Zudem verfügten einige Sektoren in Argentinien (z.B. die Textilindustrie) Ende der 20er Jahre über eine hohe Angebotselastizität¹⁶, so dass sie auf die nach der Krise eingeführten verschärften Importrestriktionen und Devi-

¹⁰ Vgl. Hoffmann (1970), S. 195. Zur Berechnungsmethode der Importsubstitution an der Gesamtproduktion der Sektoren siehe ebenda, S. 203.

¹¹ Terms-of-Trade bezeichnet die Relation zwischen Exportpreisen eines Landes und seinen Importpreisen (auch: reales Austauschverhältnis). Einfach ausgedrückt besagt das Verhältnis, wie viele Güter ein Land für seine Exporte importieren kann.

¹² Otte (1999), S. 41.

¹³ Hoffmann (1970), S. 205.

¹⁴ Vgl. Hoffmann (1970), S. 207/226.

¹⁵ Boris (2001), S. 31.

¹⁶ Die Angebotselastizität dürfte ihre Ursache vor allem in Kapazitätsreserven gehabt haben, die in den 20er Jahren infolge einer überschäumenden Konjunktur installiert worden waren.

senkontrollen mit einer raschen Produktionsausdehnung reagieren konnten.¹⁷ Insgesamt erholte sich Argentinien nach der Weltwirtschaftskrise rasch: 1939 lag die Produktion in der Verarbeitenden Industrie um 52 % über der der Jahre 1925 bis 1929. Dies trug wesentlich dazu bei, dass das reale Bruttoinlandprodukt Argentiniens von 1929 bis 1939 um 15 % wuchs, während zum Beispiel die USA im gleichen Zeitraum nur einen Zuwachs von 4 % erzielten.¹⁸

Der Ausbruch der Weltwirtschaftskrise markierte nicht nur eine wirtschaftliche Neuorientierung Argentiniens. Politisch begann zu diesem Zeitpunkt eine Epoche, die durch soziale Unruhen, instabile Regierungen und Militärregimes gekennzeichnet war und bis in die 1980er Jahre dauern sollte. Vor dem Hintergrund steigender sozialer Ungleichheit, unzähliger Streiks und immer radikalerer politischer Forderungen von Links und Rechts kam es im September 1930 zum ersten Militärputsch. In der Zeit der Militärherrschaft wurden die Gewerkschaften verfolgt und die meisten Arbeiterrechte aufgehoben. Als sich die Putschisten im Februar 1932 aus der Regierung zurückzogen, übergaben sie die Macht dem „gewählten“ Präsidenten General Agustín Justo.¹⁹

Der Zweite Weltkrieg begünstigte die Exporte der argentinische Wirtschaft; der ganze Süden des amerikanischen Kontinents wurde zu einer wichtigen Bezugsregion für die kriegsführenden Länder, so dass sich für diesen Zeitraum eine bedeutende Zunahme der Ausfuhren und gleichzeitig auch ein Anstieg der Preise einstellte.²⁰ Diese Entwicklung hätte eigentlich eine kräftige industrielle Expansion auslösen müssen. Sie blieb jedoch weitgehend aus, weil die Ende der 1930er Jahre verfügbaren Kapazitäten nicht erweitert werden konnten, da Maschinen in den Wirren des Krieges weder aus Europa noch aus Nordamerika einzuführen waren. Der Zwang lateinamerikanischer Länder, Investitionsgüter zu importieren, ist eine für gering entwickelte Regionen typische Situation, weshalb Beobachtermissionen der US-Regierung schon während des Krieges zum

¹⁷ Hoffmann (1970), S. 209.

¹⁸ Hoffmann (1970), S. 210.

¹⁹ Das zur damaligen Zeit in Argentinien existente Wahlsystem wird als Sistema Electoral Fraudulente bezeichnet, betrügerisches Wahlsystem. Die so genannte „singende“ Stimmabgabe erforderte z.B. nicht das persönliche Erscheinen des Wählers. So war es möglich, dass große Landbesitzer einfach die Ausweise ihrer Arbeiter einsammelten und die Stimme für sie im Wahllokal abgaben.

²⁰ Hoffmann (1970), S. 224f.

Aufbau von Grundstoff- und Investitionsgüterindustrien rieten. Insgesamt war die Entwicklung der Wirtschaft während des Krieges jedoch positiv, und die argentinische Zentralbank konnte 1945 viermal so hohe Währungsreserven aufweisen wie 1938.

Mit dem Ende des Krieges eröffnete sich die Möglichkeit, Güter aus dem Ausland zu importieren. Schon bald überstiegen die Importe die Exporte, und bis 1947/48 waren die Devisenreserven der Zentralbank auf ein Viertel ihrer Bestände von 1945 geschrumpft²¹. Die Regierung beschränkte daraufhin den Import durch Lizenzen und höhere Zölle und förderte den Aufbau von neuen Industriezweigen. In der ersten Hälfte der 1950er Jahre kam es zur völligen Abschottung der argentinischen Wirtschaft gegenüber dem Ausland. Die vom Staat auf niedrigem Niveau eingefrorenen Preise für Nahrungsmittel behinderten die Produktion in der Landwirtschaft. 1952 trat deshalb die groteske Situation ein, dass Argentinien, einer der wichtigsten Weizenexporteure der Welt, nach einer Trockenheit Weizen importieren musste. Dieser Vorgang verdeutlicht, dass die Förderung des industriellen Sektors auf Kosten der Landwirtschaft schwerwiegende Nachteile mit sich brachte.²²

Verantwortlich für die industrielle Strategie war seit Juni 1943 eine Regierung, die durch Militärputsch ins Amt gekommen war. Ihr Beratungs- und Entscheidungszentrum war das Kriegsministerium, das von einer Gruppe von Offizieren kontrolliert wurde, dem „Grupo de Oficiales Unidos“ (GOU), angeführt vom Kriegsminister Farrell.²³ In der GOU tauchte zum ersten Mal ein Name auf, der in der argentinischen Geschichte tiefe Spuren hinterlassen sollte: Juan Domingo Perón. Später übernahm Perón das Ministerium für Arbeit und Wohlfahrt. Auf Druck der USA, die auf einen Bruch der argentinischen (Militär-) Regierung mit den Achsenmächten drangen, kam es zu einer Regierungsumbildung, bei der Perón zum Vizepräsidenten avancierte und zum eigentlichen Kopf der Regierung wurde. Nach einem Aufenthalt in Europa der Vorkriegszeit war er voller Bewunderung für die „Errungenschaften“ der italienischen Faschisten, aber

²¹ Dieser Umstand wird auch auf die Rückführung des kriegsbedingten Fluchtkapitals zurückgeführt.

²² Hoffmann (1970), S. 238.

²³ Romero (1994), S. 129.

auch zutiefst betroffen über die Folgen des spanischen Bürgerkrieges nach Argentinien zurückgekehrt. Über seine Position als Minister für Arbeit und Wohlfahrt begann er, die ersten Verbindungen zu den Führern der Arbeiterbewegung aufzubauen. Er trieb sie dazu an, sich zu organisieren und ihre Forderungen in Tarifverträgen zu verwirklichen, die vom Arbeitsministerium zu überwachen waren. Perón gewann so rasch an Popularität. Vom Arbeitsministerium aus erweiterte er kontinuierlich die Rolle des Staates als Schiedsrichter zwischen Arbeitgebern und Gewerkschaften.

Perón war ein Populist, der es verstand, Massen zu mobilisieren und auf seine Ziele hin zu orientieren. Den Unternehmern führte er die Bedrohung vor Augen, die *nicht* organisierte Massen mit sich bringen. Beiden präsentierte er sich als derjenige, der die brodelnde Gefahr von Klassenkonflikten kanalisieren könnte.²⁴ Im Februar 1946 wurde er zum Präsidenten gewählt. Die erste Regierungszeit Peróns (1946 bis 1955) stand im Zeichen der „nationalen Unabhängigkeit“. Es galt die Doktrin der „Dritten Position“: Distanzierung sowohl vom Kommunismus als auch vom Kapitalismus. Die von der Militärherrschaft begonnene Importsubstituierung wurde verstärkt. Viele in ausländischem Besitz stehende Unternehmen wurden verstaatlicht, so z.B. die Eisenbahn, die Telefongesellschaft, die Gas- und Stromversorger. Auf diese Weise erreichte der Staat eine zentrale Rolle in der argentinischen Ökonomie, er wurde zum größten Arbeitgeber, Produzenten und Konsumenten. Peróns Politik löste wegen unhaltbarer populistischer Versprechen, aber auch wegen starrer Preis- und Sozialregelungen bei einflussreichen Mitgliedern der Oligarchie Widerstand aus – das Militär griff als „Ordnungshüter“ ein und stürzte ihn 1955.

2.3 1955 bis 1983: Zweite Phase der Importsubstitution

Die Zeit zwischen dem Sturz Peróns und 1983 wird als zweite Phase der Importsubstitution bezeichnet.²⁵ Die erste Phase hatte vor allem die Konsumgüterbranche geschaffen bzw. ausgeweitet, doch wurde dabei deutlich, dass die Importabhängigkeit von Halbfabrikaten und Investitionsgütern durch die Ausdeh-

²⁴ Vgl. dazu und zum Folgenden Romero (1994), S. 133 bis 145.

²⁵ Boris (2001), S. 47.

nung der Konsumgüterindustrie noch größer wurde. Für den Aufbau der Investitionsgüterindustrie sind höhere Investitionen und größere technologische Kenntnisse als für die Konsumgüterproduktion erforderlich. Im Übrigen musste bedacht werden, dass die Nachfrage nach derartigen Produkten in Argentinien insgesamt gesehen zu klein war, um sie zu vertretbaren Kosten durch heimische Produktion bedienen zu können.²⁶

Nachdem die Militärs 1958 die Macht auf Präsident Arturo Frondizi²⁷ übertragen hatten, entstanden das „Instituto Nacional de Tecnología Agro-pecuaria“ (INTA) und das „Instituto Nacional de Tecnología Industrial“ (INTI) sowie zahlreiche weitere Institutionen, die unter anderem die Planung der öffentlichen Investitionen übernahmen.²⁸ Ausländische Investoren wurden durch staatliche Vergünstigungen angezogen, aber auch durch den quasi geschlossenen Markt, der den Unternehmen eine monopolartige Stellung verschaffte. In der Zeit bis 1966 wuchsen die neu installierten Industrien (Erdöl-, Stahl-, Papier- und Autoindustrie) am schnellsten, während die traditionellen Industriezweige der ersten Substitutionsphase (Textil-, Schuh- und Haushaltsgeräteindustrie) stagnierten oder sogar schrumpften. Der wirtschaftliche Horizont inländischer und ausländischer Unternehmen blieb allerdings der *inländische* Markt, der geschützt vor der Weltmarktkonkurrenz die Blicke eher auf die Abschöpfung der finanziellen Mittel des Staates lenkte als auf eine Steigerung der Produktivität und die Eroberung der Exportmärkte.²⁹ Die Vernachlässigung des Exports führte zu hohen Defiziten in der Leistungsbilanz und trieb das Land periodisch in Wirtschaftskrisen.

Im Juni 1966 übernahm das Militär (wie üblich als „Retter der Nation“) wieder die Führung des Landes. Der Putsch fand bei einigen sozialen Gruppen Zustimmung, z.B. bei vielen Großunternehmern, einem Teil der kleinen und mittleren Unternehmer sowie der Mehrheit der politischen Parteien (außer den Radikalen, den Sozialisten und den Kommunisten). An die Spitze der Militärregierung setzte sich General Juan Carlos Onganía, der einen autoritären Schock auslöste: das Parlament wurde aufgelöst und die meisten politischen Parteien

²⁶ Boris (2001), S. 48.

²⁷ Die Zeit vor Frondizi war durch den Abbau sozialer Absicherung und wirtschaftlichen Stillstand gekennzeichnet. Vgl. Romero (1994), S. 179ff.

²⁸ Romero (1994), S. 206.

²⁹ Birle (1994), S. 62.

verboten, ihr Vermögen eingezogen und verkauft. Dem Staat wurden militärische Strukturen übergestülpt; alle politischen Entscheidungen wurden von militärischen Befehlshabern getroffen. Die Unterdrückung der Kommunisten – ein Thema, das die Putschisten und ihre Sympathisanten einigte – wurde auf alle systemkritischen Gruppierungen ausgedehnt. Ein wichtiges Ziel der staatlichen Repressionen wurden die Universitäten, die man als Brutstätte des Kommunismus ansah. Gewalttätige Aktionen trieben Intellektuelle ins Exil – einige auch in den Untergrund. Der Militärputsch, der eigentlich die „Wiedereinführung der Ordnung“ bewirken sollte, endete mit dem Gegenteil: es begannen Guerillaaktionen, die bis in die 1980er Jahre andauern sollten.

Auf wirtschaftlicher Ebene begann man mit der Verkleinerung des Staatsapparates sowie Entlassungen in den überbesetzten staatlichen Betrieben. Die begleitenden gewerkschaftlichen Proteste wurden gewaltsam niedergeschlagen. Im März 1967 wurden die Löhne für die Dauer von zwei Jahren eingefroren, die Möglichkeit von Tarifverhandlungen wurde ausgesetzt; Preise für öffentliche Leistungen und Brennstoffe wurden eingefroren; mit den führenden privaten Unternehmen wurde ein Abkommen über einen Preisstopp vereinbart. Das Staatsdefizit wurde durch Abbau von Personal, eine striktere Steuereintreibung und vor allem durch eine 40%-ige Abwertung und eine in etwa gleich starke Steuererhöhung auf die Agrarexporte reduziert. Zusätzliche Kredite des IWF unterstützten diese Maßnahmen, so dass die Militärregierung 1969 einen ausgeglichenen Haushalt und eine ausgeglichene Leistungsbilanz vorweisen konnte.³⁰

Die Politik der Militärs ging zu Lasten verschiedener Gruppen. Nutznießer waren vor allem die großen, in der Regel in ausländischem Besitz befindlichen Unternehmen, die von den Investitionen des Staates in Infrastruktur und die Beseitigung der Energieengpässe profitierten. Auf der anderen Seite standen die Agrarproduzenten, die ihre Einnahmen aus den Exporten infolge der Abwertung hätten steigern können und sich folglich über die hohe Exportbesteuerung beschwerten. Die staatlichen Unternehmen beklagten einen Ausverkauf an die ausländische Konkurrenz, während die Kleinunternehmer im Handel sich z.B.

³⁰ Romero (1994), S. 238.

an der Liberalisierung der Miet- und Pachtverhältnisse störten sowie an der zunehmenden Konkurrenz von großen Supermärkten. Hinzu kamen soziale Unruhen und ein Wiedererstarken der Gewerkschaften, die im Mai 1969 einen Generalstreik in Córdoba organisierten, der zwar blutig niedergeschlagen wurde, aber den Beginn einer allgemeinen Mobilisierung gegen das Militärregime markierte.

Unfähig zu politischen Veränderungen, wurde der bisherige Machthaber Onganía im Juni 1970 durch General Levingston ersetzt, der wiederum ein Jahr später durch General Lanusse abgelöst wurde, der den Rückzug der Militärs in die Kasernen vorbereitete. Bis Februar 1973 waren die konstitutionellen Verhältnisse so weit wieder hergestellt, dass Wahlen abgehalten werden konnten. Aus diesen ging der Peronist Cámpora als klarer Sieger hervor. Im Juni kehrte Perón aus seinem spanischen Exil zurück. Cámpora verzichtete praktisch zu seinen Gunsten; die im September abgehaltenen Wahlen gewann Perón souverän mit 62 % der Stimmen.³¹

Die neue Regierung verstaatlichte den Außenhandel, um sich einen Teil der Exporterlöse für den Aufbau der Industrie zu sichern. Die Unternehmen wurden durch Einräumung von Staatskrediten und durch die Regelung „Compra Nacional“, in der dem Staat vorgeschrieben wurde, seinen Bedarf nur auf dem Inlandsmarkt zu decken, unterstützt. Durch Subventionen wurden industrielle Großprojekte gefördert, darüber hinaus steigerte der Staat in peronistischer Tradition seine Sozialausgaben und erhöhte die Zahl der Staatsbediensteten.

Die ersten Ergebnisse des Programms schienen überwältigend, doch seit Dezember 1973 begannen sich die Probleme zu häufen. Die Inflation schoss wegen des Nachfrageüberhangs in die Höhe, die Leistungsbilanz rutschte ins Defizit³². Der soziale Konsens zwischen Arbeitgebern und Gewerkschaften, auf den sich die zweite Regierung Peróns stützte, brach auseinander, und die traditionellen Konflikte zwischen beiden Gruppierungen flammten wieder auf. Perón starb am 1. Juli 1974. Nach seinem Tod übernahm seine Ehefrau Isabel die

³¹ Romero (1994), S. 269.

³² U.a. weil die Europäische Gemeinschaft ihren Markt für argentinisches Rindfleisch schloss.

Präsidentschaft, doch angesichts der fortschreitenden ökonomischen Krise, des Verlustes der Führerfigur, erbitterter Arbeitskämpfe, des internen Streits in der peronistischen Bewegung und verstärkter Guerillaaktionen ließ das Ende der Regierung nicht lange auf sich warten.³³ Der erneute Militärputsch wurde von breiten Schichten der argentinischen Gesellschaft förmlich herbeigesehnt: am 24. März 1976 wurde die Präsidentin von einer Gruppe von Offizieren ihres Amtes enthoben und verhaftet – es sollte eine brutale Militärdiktatur werden, die in vielen Argentinern schmerzhaft Erinnerungen hinterließ.

Gleich nach der Machtübernahme begannen die Militärs mit der „Wiederherstellung der Ordnung und Sicherheit“.³⁴ Die Einsätze wurden von Militärkommandos geplant, die Ausführung oblag den so genannten Arbeitsgruppen. Geriet eine Person unter Verdacht, wurde sie zunächst beobachtet. Kam eine höhere Instanz zu der Entscheidung, es handle sich um einen Dissidenten, so wurde er entführt und einer brutalen Tortur unterzogen. Die Zahl der während der Diktatur „verschwundenen“ (d.h. in der Regel ermordeten) Menschen wird auf insgesamt ca. 30.000 geschätzt.³⁵

Etwa zur Jahresmitte 1977 begann die Militärjunta mit ökonomischen Reformen. Als erstes wurde die Möglichkeit zur Inanspruchnahme von staatlichen Krediten zu realen Negativzinsen gestrichen. Es kam zu einer starken Zunahme privater Angebote. Die Konkurrenz der Finanzinstitute um Depositen führte zu einem beachtlichen Anstieg der Zinssätze, was zusammen mit der Lockerung der Kapitalverkehrskontrollen und der staatlichen Garantie für Festgeldanlagen (der Staat garantierte die Rückzahlung nicht nur der von ihm emittierten Titel, sondern auch der Festgelder der Banken) Kapital nach Argentinien lockte. Die zweite wichtige Änderung betraf die Außenwirtschaft: die klassischen Schutzmaßnahmen für die nationale Industrie wurden eingeschränkt oder ganz aufgehoben. Ergänzt wurden diese Maßnahmen durch ein neues Wechselkursregime, die so genannte „Tablita“. Mit deren Hilfe sollte die starke Überbewertung des Peso abgebaut werden. Es handelte sich dabei um eine Tabelle, die die monatliche Anpassung der Parität der heimischen Währung gegenüber dem

³³ Romero (1994), S. 276.

³⁴ Romero (1994), S. 283.

³⁵ Romero (1994), S. 288.

US-Dollar beinhaltete. Da die monatlichen Werte fest vorgegeben und nicht an bestimmte Faktoren (bspw. die inländische Inflationsrate) gekoppelt waren³⁶, ließ die galoppierende Inflation die reale Überbewertung fortbestehen, und die hohen Zinsen zogen immer mehr spekulatives Kapital an.

Die Wende kam 1980. Während die Aktivitäten auf dem Finanzmarkt überschäumten, rutschte die Realwirtschaft in die Krise: Die Industrieproduktion fiel um 20 %; die Zahl der industriellen Pleiten und der Kreditausfälle stieg kräftig an. Im März mussten zahlreiche Banken ihre Zahlungsunfähigkeit erklären, und der Staat übernahm deren komplette Passiva. Als im März 1981 ein Wechsel des Wirtschaftsministers erfolgte, was ein Ende der „Tablita“ hätte bedeuten können, setzte ein fluchtartiger Abzug des Kapitals ein. Die Regierung versuchte, durch höhere Zinsen gegenzusteuern, doch schließlich musste sie den Wechselkurs freigegeben. Der Peso verlor im Laufe des Jahres rund 400 % an Wert. Für die in Dollar verschuldeten Unternehmen hatte dies einen dramatischen Anstieg der Schuldenlast zur Folge, worauf der Staat (der das gleiche Problem hatte) auch noch die Schulden dieser Unternehmen übernahm³⁷. Da die Militärdiktatur nicht nur durch die ökonomische Krise, sondern auch noch durch den 1982 verlorenen Krieg um die Falklandinseln (Islas Malvinas) geschwächt war, suchte sie nach einem geordneten Rückzug aus der Politik.

2.4 1983 bis 1990: Hyperinflation

Präsident Raúl Alfonsíns übernahm im Dezember 1983 die Amtsführung von den Militärs und versuchte, die krisengeschüttelte Wirtschaft ganz traditionell durch expansive Wirtschaftspolitik anzukurbeln, was auch von inländischen Anlegern mit Kapitalflucht beantwortet wurde. Die Inflationsrate stieg 1984 auf fast 700 %, da die Geldbasis durch das ausufernde Staatsdefizit rasant ausgeweitet worden war. 1985 wurde das Ruder durch ein ehrgeiziges Projekt zur Rückführung der Inflation herumgerissen: den Plan Austral³⁸. Dessen wesentliche Inhalte waren:

³⁶ Diehl/Schweickert (1997), S. 40.

³⁷ Zwischen 1979 und Anfang 1984 stieg die Staatsverschuldung in der Summe von 8,5 auf 45 Mrd. US-Dollar. Vgl. Romero (1994), S. 296.

³⁸ Ähnliche Programme wurden auch in Brasilien und Peru durchgeführt.

- Abbau des Budgetdefizits auf 2 bis 3 % des BIP durch Steuererhöhungen und Kürzung der Staatsausgaben.
- Einführung einer neuen Währungseinheit „Austral“ und die Anbindung des Wechselkurses an den US-Dollar im Verhältnis 0,8 Austral = 1 Dollar.
- Einfrieren der Löhne und Preise für 9 Monate.

Der Plan litt an einer immanenten Schwäche³⁹: Würden die Marktteilnehmer der Regierung glauben, über die angekündigten Stabilisierungsmaßnahmen die Inflationsraten zu senken, würden sie ihre Inflationserwartung reduzieren. Damit würden auch die nominalen Kapitalmarktzinsen sinken. Bei niedrigeren Zinsen bestünde jedoch für die Regierung ein Anreiz, die Staatsverschuldung auszuweiten, was längerfristig eine niedrige Inflationsrate verhindert. Die Marktteilnehmer erkennen diesen Anreiz und behalten ihre Inflationserwartungen deshalb bei. Dadurch ist die Maßnahme von vornherein zum Scheitern verurteilt. Die anfänglichen Erfolge des Plan Austral bei der Inflationsbekämpfung waren dementsprechend nur dem Lohn- und Preisstopp zuzuschreiben, der die Inflation aber nicht eindämmte, sondern nur aufstaute. Die akkumulierte Inflationserwartung entlud sich folgerichtig im Juli 1986 nach Lockerung der Kontrollen.

Die Regierung Alfonsín hat nach dem gescheiterten Plan Austral noch zahlreiche andere Stabilisierungsmaßnahmen unternommen, die aber alle an inneren Widersprüchen scheiterten. Ein kritischer Beobachter beschrieb Alfonsíns Politik zusammenfassend „als eine Kombination von nationalistisch-merkantilistischer Außenhandelpolitik, staatssozialistischer Industrialisierungs- und Verteilungsstrategie sowie exzessiver Nachfrageausweitung. Eine marktwirtschaftliche Ordnung existiert nicht mehr, politische Opportunitäten dominieren ökonomische Rationalitäten.“⁴⁰ Die Inflationsrate erreichte 1989 mit 5000 % ihren Höhepunkt. Die Hyperinflation als „Krönung“ eines jahrzehntelangen Politikdesasters wirkte allerdings wie ein heilender Schock und bereitete so den Boden für grundlegende Reformen in der Wirtschaftspolitik.

³⁹ Köhler/Schwiete (1999), S. 604. Vgl. auch Bouzas (1993).

⁴⁰ Vgl. Perez dos Santos (1998), S. 466.

Die Präsidentschaftswahlen vom Mai 1989 gewannen die Peronisten. Ihr Kandidat Carlos Menem (wie Perón ein hemmungsloser Populist) brach als Präsident mit den jahrzehntelangen Traditionen der peronistischen Bewegung⁴¹. Sein „Plan BB“ beinhaltete zwar auch übliche Ansätze wie Abwertung der Währung von 300 auf 665 Australes für einen Dollar und anschließende Fixierung des Wechselkurses sowie Lohn- und Preiskontrollen, es wurden aber auch von den Peronisten bislang strikt abgelehnte Maßnahmen wie Privatisierungen, Exportliberalisierungen sowie Abbau der Subventionen angekündigt. Die Maßnahmen schienen anfangs zu greifen und die monatlichen Inflationsraten sanken von 200 % im Juli auf 6 % im Oktober 1989; die Freigabe von Löhnen, Preisen und Wechselkurs im Dezember ließ die Inflation aber rasch wieder steigen. Nach dem Scheitern des Plan BB wurden bis Anfang 1991 zahlreiche weitere Stabilisierungsversuche unternommen.⁴² Obwohl sie keine akute Besserung brachten, sollten sie nicht unterschätzt werden, da gerade in der Zeit bis 1991 viele Gesetze verabschiedet wurden, die den Übergang zur Marktwirtschaft markierten.

Um eine Antwort auf die nahe liegende Frage zu finden, warum der Peronist Menem eine liberale Politik in einem Umfeld des Staatsinterventionismus durchsetzen konnte, muss man die Umstände, unter denen er die Regierungsverantwortung übernahm, näher betrachten. Zunächst ist zu berücksichtigen, in welcher Lage sich das Land befand. Schon als Alfonsín die Regierungsgeschäfte übernahm, waren die traditionellen sozialen Strukturen nahezu zerstört, die Gesellschaft hatte jegliches Vertrauen in die politische Führung verloren, die politischen Parteien waren entweder diskreditiert oder zerschlagen. Die sich unter Alfonsín entwickelnde Hyperinflation führte zu landesweiten Protesten; Geschäfte wurden geplündert. In der Gesellschaft breitete sich das Gefühl aus, dass alles in Anarchie versinkt. Das Verlangen nach einer „starken Hand“, einem „Caudillo“, der über den Interessengruppen steht, und aus der Misere herausführt, wurde immer stärker. In dieser Situation betrat Menem die politische Bühne. Der Aufstieg seiner Partei, Partido Justicialista (PJ), war im nach der Militärdiktatur installierten Zwei-Parteien-System einerseits ein Strafvotum für die Partei Alfonsíns, andererseits weckten seine ständigen Bekenntnisse zu

⁴¹ Birle (1994), S. 65.

⁴² Perez dos Santos (1998), S. 468.

Perón⁴³, der trotz seiner zweifelhaften Politik immer noch hohes Ansehen in breiten Schichten der Bevölkerung genoss, sowie seine massive Kritik an der alteingesessenen politischen Klasse Argentiniens Erwartungen, er würde über den Parteien stehen und einen Weg aus der Krise wissen.

3 „Plan Cavallo“: Stabilisierung durch ein Currency Board

3.1 Elemente des Plans

Beim „Plan Cavallo“ (benannt nach dem damaligen Wirtschaftsminister Domingo Cavallo) handelt es sich um ein Stabilisierungsprogramm, in dessen Zentrum die **Wechselkursfixierung** steht; gesetzliche Grundlage ist das im März 1991 vom Parlament verabschiedete Konvertibilitätsgesetz. Zu den wichtigsten Punkten des Konvertibilitätsgesetzes gehörten⁴⁴:

- Volle Binnen- und Außenkonvertibilität des argentinischen Austral zum US-Dollar ab dem 1. April 1991 im Verhältnis von 10.000 Australes je US-Dollar. Die Bürger konnten Konten bei Geschäftsbanken in Dollar *oder* Australes führen.
- Verkauf von US-Dollar durch die Zentralbank zum festgelegten Kurs und gleichzeitiger Entzug der im Umtausch erhaltenen Australes aus dem Geldumlauf, was auf eine Umschichtung der Geldbasis⁴⁵ von Australes auf Dollar hinausläuft.
- Mindestens 100-prozentige Deckung der Australes-Geldbasis durch frei verfügbare Gold- oder Devisenreserven. Die Währungsreserven durften zu maximal 30 % aus auf Dollar lautenden öffentlichen Wertpapieren bestehen.

Das Konvertibilitätsgesetz reduzierte den Aktionsradius der argentinischen Zentralbank zu dem eines **Currency Boards (CB)**. Sie kann zwar eigenes Geld emittieren, doch wurde das Geldangebot an die Höhe der frei disponiblen Währungsreserven gebunden, was eine inflationäre Ausweitung der Geldbasis ausschließt und zugleich bedeutet, dass die Zentralbank keine eigene Geldpolitik

⁴³ Zum Vergleich von Peronismus und „Menemismus“ vgl. Palermo/Navarro (1996), S. 17ff.

⁴⁴ Aus dem Konvertibilitätsgesetz „Ley de Convertibilidad, Ley 23.928“.

⁴⁵ Die Geldbasis besteht vereinfacht gesprochen aus Zentralbankgeld. Ihre Bedeutung für die gesamte Geldmenge wird weiter unten näher erläutert.

mehr betreiben kann. Ihr wurde zudem untersagt, Kredite zu vergeben oder Zahlungsgarantien für den Zentralstaat, die Provinzen oder Institutionen des Finanzsystems zu übernehmen. Die Bankführung durfte nicht mehr aus Regierungsvertretern hervorgehen; der Direktor musste vom Präsidenten ernannt und vom Parlament bestätigt werden. In ihrer Radikalität übertrafen diese Maßnahmen nicht nur die früheren Wechselkursfixierungen in Argentinien, sondern auch alle anderen wechselkursbasierten Stabilisierungskonzepte in Lateinamerika.⁴⁶

Die Logik der Konvertibilität verfolgte das Ziel einer Entdollarisierung der argentinischen Wirtschaft mit Hilfe einer offiziellen Dollarisierung⁴⁷, indem zusätzlich zum festen Wechselkurs der US-Dollar als zweites legales Zahlungsmittel eingeführt wurde⁴⁸. Die Wirtschaftssubjekte sollten davon überzeugt werden, dass es gleich ist, ob man Dollar oder Australes hält. Durch die Austauschbarkeit gegenüber dem Dollar sollte das Vertrauen in die Werthaltigkeit der eigenen Währung, das in Folge der Inflationserfahrungen verloren gegangen war, wiedergewonnen werden.

Durch das Konvertibilitätsgesetz wurde die **Indexierung von Preisen** in Verträgen, die nach dem 1. April 1991 abgeschlossen worden waren, verboten. Damit sollte die inflationsverstärkende Wirkung der Lohn- und Preisindexierungen eliminiert werden. Im Artikel 12 wurde zusätzlich die Möglichkeit eröffnet, unter Wahrung der Konvertibilität eine neue Währung einzuführen.⁴⁹ Schon im Januar 1992 wurde die neue Geldeinheit „Peso“ geschaffen und das Tauschverhältnis zum Austral auf 1:10.000 festgelegt,⁵⁰ so dass nun ein fester Kurs von einem Peso je US-Dollar galt.

Der Konvertibilitätsplan verlangte vom Staat Finanzdisziplin, da der Zugriff auf die Notenpresse versperrt war.⁵¹ Eine Verbesserung des **Steuersystems** war

⁴⁶ Schweickert (2000), S. 71.

⁴⁷ Nicolas (1995), S. 171.

⁴⁸ Änderungen im Zivilrecht: *Código Civil*, Artículos 617, 619.

⁴⁹ Den Wirtschaftssubjekten wurde damit suggeriert, dass ihr altes, inflationäres Geld bald durch neues, stabiles ersetzt wird. Vgl. Schmücker (1998), S. 17.

⁵⁰ Vgl. Decreto 2128/91 vom 10.10.1991.

⁵¹ Nicolas (1995), S. 171.

deshalb Teil der Reform. Dabei ging es nicht nur um Steuererhöhungen, sondern auch um das Erhebungsverfahren, das effizienter und gerechter gestaltet werden sollte. Bei der Einkommensteuer wurde der progressive Tarif durch einen einheitlichen Steuersatz von 30 % ersetzt, der für alle Unternehmen und abhängig Beschäftigten mit einem monatlichen Gehalt über 3.000 US-Dollar (Peso) galt. Die wichtigste Rolle bei der Steuerreform kam jedoch der Mehrwertsteuer zu, die einheitlich auf alle Güter und Dienstleistungen eingeführt und bis 1995 von zunächst 13 % auf 21 % erhöht wurde. Die Verschärfung der Strafverfolgung wegen Steuerhinterziehung verbesserte die Steuerdisziplin und erweiterte gleichzeitig die Steuerbasis. Distorsive Steuern⁵², die sich verzerrend auf Produktion und Wettbewerb auswirken bzw. die Ersparnisbildung und die Investitionen behindern, wurden weitgehend eliminiert.⁵³ Die Regierung Menem konnte in den ersten drei Jahren nach Implementierung der Steuerreform beachtliche Erfolge bei der Steuereintreibung vorweisen: Insgesamt stiegen die Steuereinnahmen im Zeitraum zwischen 1989 und 1993 um 84 % auf 26,6 Mrd. Peso. Dabei betrug der Anstieg der Einnahmen aus der Mehrwertsteuer 540 % und aus der Einkommensteuer 170 %.⁵⁴

Im Zuge des Plan Cavallo wurde auch das argentinische **Rentenversicherungssystem** (Sistema Único de Seguridad Social) umgestaltet. 1993 hatte die Regierung das Kapitaldeckungsverfahren eingeführt, das sich vom in den meisten Ländern üblichen Umlageverfahren dadurch unterscheidet, dass die Beiträge der Erwerbstätigen nicht direkt an die Rentner ausgezahlt, sondern in speziellen Pensionsfonds (privatrechtlich organisierten „Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones“) gesammelt werden. Aus den Erträgen dieser Fonds erhalten die heutigen Einzahler dann später ihre Renten⁵⁵. Diese Art der Absicherung der künftigen Rentenzahlungen entlastet langfristig die Staatskasse und belebt durch das Anlagevolumen der Fonds die Finanzmärkte, die in den Schwellenländern i.d.R. unterentwickelt sind. Kurzfristig führt der Verlust

⁵² Dazu gehören z.B.: Vermögenssteuer, Eigenkapitalsteuer, Steuern auf Forderungen.

⁵³ Schmücker (1998), S. 41.

⁵⁴ Perez dos Santos (1998), S. 488.

⁵⁵ Beitragspflichtig sind alle Selbständigen und abhängig Beschäftigten über 18 Jahre. Selbständige zahlen 27% ihres Einkommens in das Rentensystem ein, wobei 16% an den Staat gehen (zur Finanzierung des noch bestehenden Umlagesystems) und 11% in den Fonds fließen; Arbeitnehmer zahlen 11% in den Fonds, der Arbeitgeberanteil von 16% geht an den Staat.

von Zahlern im umlagefinanzierten Rentensystem allerdings zu einem Anstieg der staatlichen Transfers an die Rentenkasse.⁵⁶

Zu den begleitenden Strukturreformen des Stabilisierungsplans gehörte auch die **Privatisierung** der in Staatsbesitz befindlichen Unternehmen. Die unproduktiven, nicht wettbewerbsfähigen, stark subventionierten Staatsunternehmen sollten unter privater Führung nach marktwirtschaftlichen Grundsätzen gesteuert werden. Die den Verhältnissen im ehemaligen Ostblock ähnelnden Betriebe zeichneten sich durch mangelnde Qualität und überhöhte Produktionskosten aus, die diese Schwächen ausgleichenden Subventionen waren eine wichtige Ursache des Staatsdefizits. Von der Privatisierung erhoffte man sich eine Steigerung der Produktivität und Senkung der Kosten; sie sollte demnach nicht nur Geld in die öffentlichen Kassen spülen, sondern auch den Etat auf Dauer entlasten⁵⁷ und zukünftige Einnahmen aus Einkommen- und Gewinnsteuern generieren. Zudem wurde erwartet, dass sich die zur Modernisierung der Betriebe getätigten Investitionen positiv auf andere Wirtschaftszweige auswirken würden.⁵⁸

Die fiskalischen Erfolge der Privatisierungen sind nicht von der Hand zu weisen. Die gesamten Einnahmen seit Beginn der Privatisierungen 1989 beliefen sich bis 1997 auf 12,4 Mrd. US-Dollar.⁵⁹ Darüber hinaus ist durch den Wegfall von Subventionen eine Entlastung des Haushalts erreicht worden; die von der Weltbank auf jährlichen 1,5 Mrd. US-Dollar beziffert wurde.⁶⁰ Nicht zuletzt deshalb wurden bei der **Sanierung des Staatshaushalts** zunächst beachtliche Erfolge erzielt; der Primärsaldo⁶¹ ergab 1993 einen Überschuss von 5,1 Mrd. US-Dollar. Bereits 1994 zeichneten sich aber die ersten Risse ab: Aufgrund von gestiegenen Transfers an das Rentensystem, steigenden Zinszahlungen auf die Staatsschuld und nun ausbleibenden Privatisierungseinnahmen begann der Haushalt defizitär zu werden. Menem konnte als Populist zudem der Versuchung nicht widerstehen, den Geldsegen der Privatisierungserlöse (auch) für Klientelpolitik

⁵⁶ Diehl/Schweickert (1997), S. 37.

⁵⁷ Perez dos Santos (1998), S. 473.

⁵⁸ Schmücker (1998), S. 43.

⁵⁹ Ministerio de Economía, Secretaría de Comercio e Inversiones.

⁶⁰ Schmücker (1998), S. 44.

⁶¹ Budgetsaldo ohne Zinszahlungen.

einzusetzen, obwohl klar war, dass solche Erlöse einmalig sind und nicht auf Dauer zur Finanzierung des Budgetdefizits verwendet werden können.⁶²

Auf der Ausgabenseite geschah viel weniger als auf der Einnahmenseite. Unter Perón war die Zahl der Angestellten der Bundesverwaltung zwischen 1945 und 1955 stark ausgeweitet worden.⁶³ Unter der Militärdiktatur von 1976 bis 1983 wurde sie zwar um ca. 90.000 oder 15 % reduziert, doch die gleichzeitige Übertragung von Aufgaben auf die Provinzen hatte zur Folge, dass zwischen 1983 und 1986 die Zahl der Provinzangestellten um 21 % wuchs⁶⁴. Zahllose Maßnahmen zur Reform des Verwaltungsapparats (sowohl in der Regierungszeit Alfonsíns als auch Menems) sollten den aufgeblähten Personalbestand reduzieren, allerdings nur mit mäßigem Erfolg. Maßnahmen zur Steigerung der Leistungsmotivation der Angestellten oder zur Verbesserung der sachlichen Ausstattung und Organisation der Exekutive, um konsequenter gegen Korruption und Klientelorientierung vorgehen zu können, spielten kaum eine Rolle.

Deregulierung und Liberalisierung der Wirtschaft waren ein weiterer Kernpunkt des Plan Cavallo. Zunächst wurde das Versorgungsgesetz (Ley 20.680) zu Fall gebracht, das zu zahlreichen Eingriffen des Staates ins Marktgeschehen geführt hatte. Im November 1991 wurde das Deregulierungsdekret (Decreto 2284/91) verabschiedet, das durch eine Vielzahl von Maßnahmen dem erlahmten Wettbewerb wieder Schwung bringen und den Markt als Allokationsmechanismus der Wirtschaft stärken sollte. Die den *Binnenmarkt* betreffenden Maßnahmen zielten auf die Reduzierung des durch fehlenden Wettbewerb bedingten Preisauftriebs im Dienstleistungssektor, der negative Auswirkungen auf die privaten Haushalte sowie Unternehmen hatte. Durch Deregulierung des monopolisierten Großhandels wurden Möglichkeiten für neue Geschäftsgründungen geschaffen. Im Bereich des Einzelhandels wurden durch die Lockerung der Ladenschlusszeiten neue Betriebsformen begünstigt, die Abschaffung von Zugangsbeschränkungen ermöglichte den Eintritt in bestimmte Geschäftsbereiche (Apotheken) und erhöhte gleichzeitig den Wettbewerb. Die Bevorzugung von

⁶² Perez dos Santos (1998), S. 476.

⁶³ Paul (1993), S. 183.

⁶⁴ Dabei sollte berücksichtigt werden, dass das Problem von Gefälligkeitseinstellungen bei den Provinzen noch größer ist, als beim Bund.

kapitalintensiven Investitionen wurde durch Streichung von Vergünstigungen beendet.

Im Bereich des *Außenhandels* wurden zahlreiche tarifäre wie nicht tarifäre Handelsbeschränkungen abgeschafft oder zumindest stark reduziert. Der argentinische Markt war bis dato zum Schutz der einheimischen Industrie von der Außenwelt fast komplett abgeschottet. Von der Öffnung erhoffte man sich einen zusätzlichen Druck auf die inländischen Unternehmen zur Senkung der Kosten und Steigerung der Qualität. Abgeschafft wurden u.a. Lizenzen, Mengenrestriktionen bzw. Autorisationen für die Ausfuhr. Gleichzeitig wurden (mit Ausnahmen im Bereich des Fahrzeughandels) alle Beschränkungen der Importe gestrichen. Die Zollbestimmungen wurden vereinfacht und die Abfertigungszeiten verkürzt. Ausländische Investoren durften sich im Bereich Güter- und Personentransport engagieren. Der Regierung wurde es erlaubt, Beschaffungen des Staates nicht mehr unbedingt bei inländischen Anbietern zu tätigen.

Um die Exporte zu fördern, wurden die in der Vergangenheit beliebten Exportsteuern in Steuerrückerstattungen (Rückgewähr der inländischen indirekten Steuern) umgewandelt. Auch die Einfuhren wurden mit geringeren Zollsätzen belastet. Lagen sie 1988 noch bei maximal 65 %, so wurden sie im Zuge der Reform auf maximal 30 % herabgesetzt, der Durchschnittssteuersatz lag bei 20 %. Die neuen Zölle sollten ein Spiegelbild der Steuerrückerstattungen sein und die gleiche Belastung herstellen, die ein Produzent auf dem Inlandsmarkt zu tragen hat. Weitere Deregulierungen betrafen die Binnenschifffahrt, Seetransporte, Versicherungen sowie die Handelsmonopole, die jeweils für die Vermarktung von bestimmten Produkten zuständig waren (wie z.B. Baumwolle, Wolle, Getreide, Fleisch, Mate-Tee usw.).

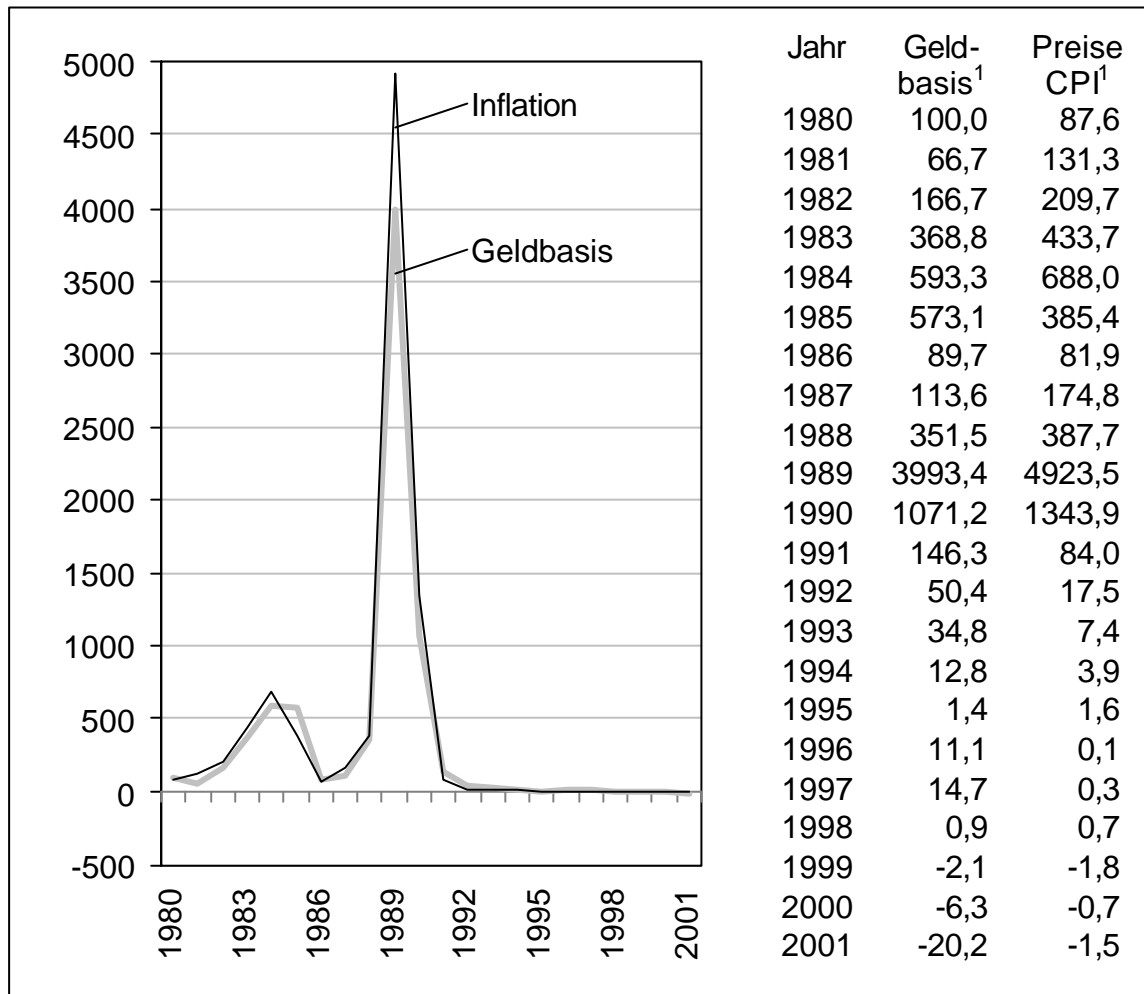
3.2 Empirische Ergebnisse

Mit Blick auf die **Inflationsbekämpfung** zeigen sich durchschlagende Erfolge (vgl. Schaubild 1). Die Verbraucherpreise stiegen 1991 nur noch um 84 %, bis 1994 sank die Inflationsrate auf 3,8 % – in den USA als Referenzwährungsland lag die Teuerungsrate im selben Jahr bei 2,7 %. Ursache für die Restinflation

ist, dass im Verbraucherpreisindex nichthandelbare Güter enthalten sind, also Güter, deren Preis vom inländischen Angebot bestimmt wird, wobei im Baugewerbe, bei den Mieten sowie im Gesundheits- und Bildungswesen der höchste Zuwachs bei den Preisen zu verzeichnen war.

Schaubild 1

Zur Entwicklung der Inflation; 1980 bis 2001, in %



Eigene Berechnungen nach Angaben der Argentinischen Zentralbank. – 1); Dezember gegenüber Dezember des Vorjahres.

Der entscheidende Faktor im Kampf gegen die Inflation war zweifellos das Currency Board. Zwischen der Entwicklung der Geldmenge und der Entwicklung der Inflationsrate besteht bekanntlich eine enge Beziehung. Nimmt man ein konstantes reales Volkseinkommen und konstante Umlaufgeschwindigkeit des Geldes an, so überträgt sich ein Anstieg der Geldmenge früher oder später völ-

lig auf das Preisniveau.⁶⁵ Die 100%-ige Deckung der Peso-Geldbasis durch Währungsreserven sowie das Verbot der Budgetdefizitfinanzierung durch die Zentralbank ließen das Wachstum der Geldbasis auf die Zunahme der Währungsreserven sinken. Während die inländische Geldbasis im Hyperinflationsjahr 1989 um 4.000 % zunahm, reduzierte sich die Expansion der Geldbasis nach Einführung der neuen Währungsordnung auf 146 % im Jahre 1991, 50 % im Jahre 1992 und 35 % im Jahre 1993. Diese immer noch hohen Zuwachsraten sind auf die seit der Einführung der Konvertibilität stark gestiegenen Kapitalimporte zurückzuführen, denn bereits nach wenigen Monaten kehrte das Fluchtkapital vergangener Jahre nach Argentinien zurück, und auch ausländische Investoren brachten Geld ins Land.

Die seit dem Amtsantritt der Regierung Menem begonnenen Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen hatten schon 1990 zu einer Kehrtwende im **BIP-Wachstum** geführt. Der mit dem Plan Cavallo verbundene Vertrauenszuwachs hatte der Wirtschaft einen weiteren Schub gegeben. Das reale Bruttoinlandsprodukt (vgl. Schaubild 2) wuchs im Jahre 1991 um 10,5 %, 1992 um 10,2 %, 1993 um 6,3 % und 1994 um 8,5 %. Vor dem Hintergrund der Zeit von 1980 bis 1989, in der die Wirtschaftsleistung je Jahr im Durchschnitt um 1,2 % zurückfiel sind das beeindruckende Zahlen. Wachstumsträger waren die Bauwirtschaft, der Bergbau sowie der Dienstleistungssektor (Banken, Versicherungen, Immobilienmarkt).

Der Wirtschaftsaufschwung war mit einer deutlichen Erhöhung der Investitionen verbunden. Die von der Regierung durchgeführten Privatisierungen zogen ausländisches Kapital ins Land. Die Bruttoinvestitionen wuchsen in der Zeit von 1991 bis 1994 mit einer durchschnittlichen Jahresrate von 22 %⁶⁶, die Investitionsquote stieg von 14 % im Jahre 1990 auf 23 % im Jahre 1994 an⁶⁷. Kritisch zu bewerten ist, dass der Großteil des zugeflossenen Kapitals nicht in die Pro-

⁶⁵ Ein starker Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit ist im Wesentlichen nur bei einer Hyperinflation zu beobachten, wenn die Wirtschaftssubjekte versuchen, das inflationäre Geld schnell wieder auszugeben, um der Wirkung der Inflation durch Flucht in Sachwerte zu entkommen.

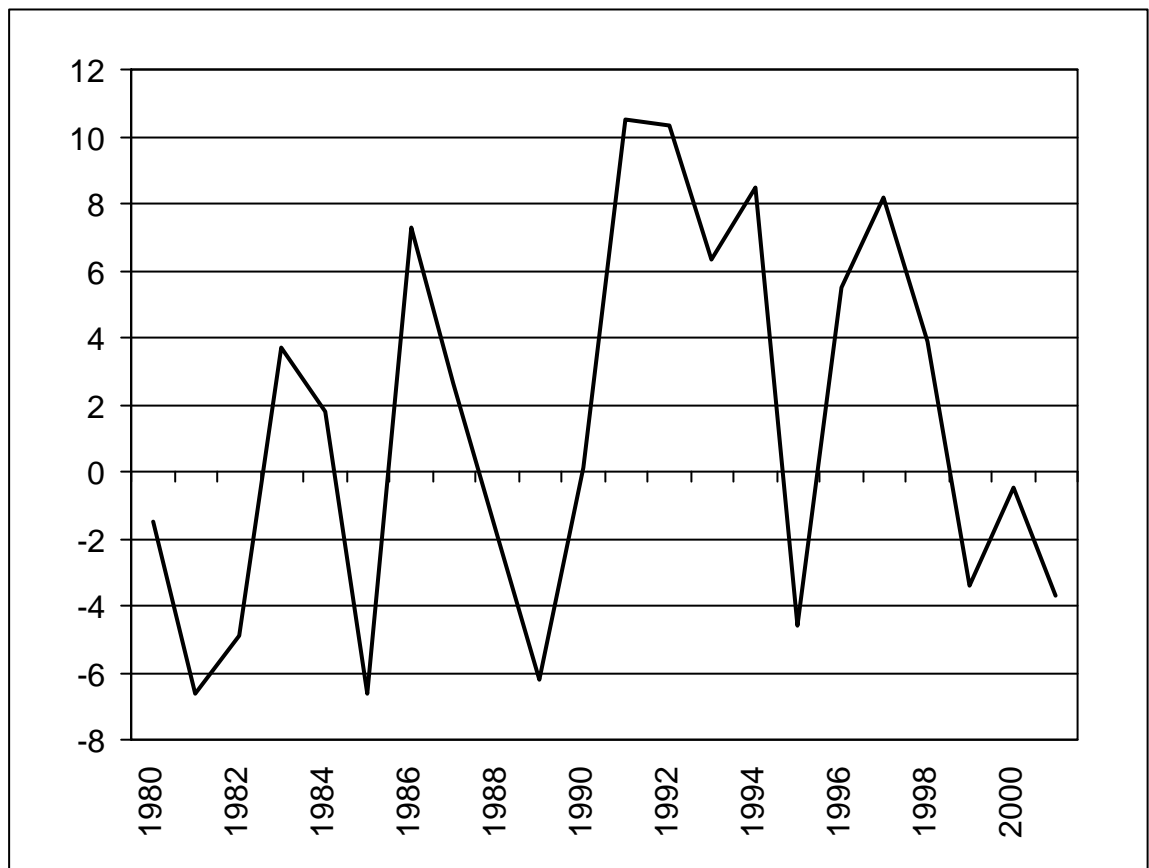
⁶⁶ Perez dos Santos (1998), S. 495.

⁶⁷ Gut ein Viertel der gesamtwirtschaftlichen Bruttoinvestitionen wurden 1994 durch ausländisches Kapital finanziert. Zur Relativierung des Anstiegs: In der gleichen Zeit wiesen die meisten asiatischen Schwellenländer eine Sparquote von über 30 % auf; vgl. Fuchs/Rhöm (1996), S. 38.

duktion exportfähiger Industrieprodukte floss, sondern in den Dienstleistungssektor⁶⁸, denn langfristig kann Wachstum nicht nur auf ausländischen Ersparnissen oder Krediten basieren.

Schaubild 2

Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts in %; 1980 bis 2001



Nach Angaben des Ministerio de Economía

Wenn man bedenkt, dass die argentinische Volkswirtschaft de facto geschlossen war, d.h. Importe und Exporte so weit reguliert waren, dass kein externer Wettbewerbsdruck spürbar war, so bedeutete der Plan Cavallo für den **Außenhandel** eine Kehrtwende um 180°. ⁶⁹ Während in den 1980er Jahren der Handelsbilanzsaldo stets einen Überschuss auswies (vgl. Tabelle 1), rutschte er jetzt ins Defizit. Die Marktöffnung bescherte Argentinien einen wahren Importboom. Durch den starken Peso gingen die Ausfuhren 1991 um 3 % auf 12 Mrd. US-Dollar zurück, während die Einfuhren um über 100 % auf 8,3 Mrd. US-Dollar

⁶⁸ Schmücker (1998), S. 62.

⁶⁹ Schweickert (2000), S. 73f.

stiegen. Diese Entwicklung verschärfte sich im Laufe der nächsten Jahre noch deutlich, was zu jährlich steigenden Handelsbilanzdefiziten führte. Positiv anzumerken ist, dass sich die Ausfuhrpalette zunehmend zugunsten von Gütern des Industrie- und Energiesektors änderte.⁷⁰

Tabelle 1

Entwicklung der Zahlungsbilanz; 1980 bis 2001, in Mill. Peso

| | Handelsbilanz | Übrige Leistungsbilanz ² | Summe Leistungsbilanz | Kapitalverkehrsbilanz | Stat. Restposten ¹ | Devisenbilanz |
|------|---------------|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------------|---------------|
| 1980 | -2520 | -2248 | -4768 | 2395 | n.v. | -2373 |
| 1981 | -287 | -4427 | -4714 | 1560 | n.v. | -3154 |
| 1982 | 2288 | -4646 | -2358 | 1723 | n.v. | -635 |
| 1983 | 3332 | -5793 | -2461 | 2891 | n.v. | 430 |
| 1984 | 3522 | -5913 | -2391 | 2463 | n.v. | 72 |
| 1985 | 4582 | -5535 | -953 | 1971 | n.v. | 1018 |
| 1986 | 2128 | -4987 | -2859 | 1565 | n.v. | -1294 |
| 1987 | 542 | -4780 | -4238 | 2453 | n.v. | -1785 |
| 1988 | 3813 | -5385 | -1572 | 2854 | n.v. | 1282 |
| 1989 | 5376 | -6681 | -1305 | 1508 | n.v. | 203 |
| 1990 | 8276 | -6373 | 1903 | 819 | n.v. | 2722 |
| 1991 | 3703 | -6203 | -2500 | 4413 | n.v. | 1913 |
| 1992 | -2637 | -3017 | -5654 | 9219 | -292 | 3274 |
| 1993 | -3666 | -4496 | -8162 | 13565 | -1154 | 4250 |
| 1994 | -5751 | -5406 | -11157 | 12735 | -896 | 682 |
| 1995 | 841 | -6052 | -5211 | 7149 | -2040 | -102 |
| 1996 | 49 | -6928 | -6879 | 12462 | -1701 | 3882 |
| 1997 | -4019 | -8323 | -12342 | 16607 | -993 | 3273 |
| 1998 | -4943 | -9689 | -14632 | 18392 | -322 | 3438 |
| 1999 | -2199 | -9839 | -12038 | 13959 | -720 | 1201 |
| 2000 | 1166 | -10139 | -8973 | 8978 | -445 | -439 |
| 2001 | 6390 | -10819 | -4429 | -4127 | -3527 | -12083 |

Nach Angaben der Dirección Nacional de Cuentas Internacionales und des Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). – 1) n.v. = nicht verfügbar. 2) Dienstleistungsbilanz, Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen, Bilanz der laufenden Übertragungen.

Auf der Importseite stiegen aufgrund der erhöhten Kaufkraft der Löhne und der Wiederbelebung der Kreditvergabe zunächst vor allem die Kraftfahrzeug- und die Konsumgüterimporte. Als 1993 sämtliche Abgaben auf importierte Investiti-

⁷⁰ Hinter der positiven Entwicklung des Energiesektors steht die Privatisierung des Staatlichen Erdölmonopols YPF (Yacimientos Petrolíferos Fiscales).

onsgüter abgeschafft wurden, änderte sich das Bild aber rasch; seither stiegen die Einfuhren von Investitionsgütern mehr als doppelt so schnell wie die von Konsumgütern.

Die Handelsbilanz ist Teil der Leistungsbilanz, in der außerdem der Dienstleistungsverkehr (z.B. Transport- und Versicherungsdienste), die Erwerbs- und Vermögenseinkommen (z.B. Zinsen) sowie die laufenden Übertragungen (z.B. regelmäßige Zahlungen von Arbeitsemigranten an die Familien) erfasst werden. Der für Argentinien entscheidende Posten sind die hohen Zinszahlungen ans Ausland; die Leistungsbilanz weist deshalb traditionell ein hohes Defizit aus. Ein Defizit (Überschuss) in der Leistungsbilanz muss in der Regel durch Nettokapitalimporte (Nettokapitalexporte) ausgeglichen werden, sonst reagiert der Wechselkurs mit Abwertung (Aufwertung) oder die Devisenreserven der Zentralbank sinken (steigen). Diese Kapitalbewegungen (Direktinvestitionen, Wertpapiere, Kredite) werden in der Kapitalverkehrsbilanz erfasst.

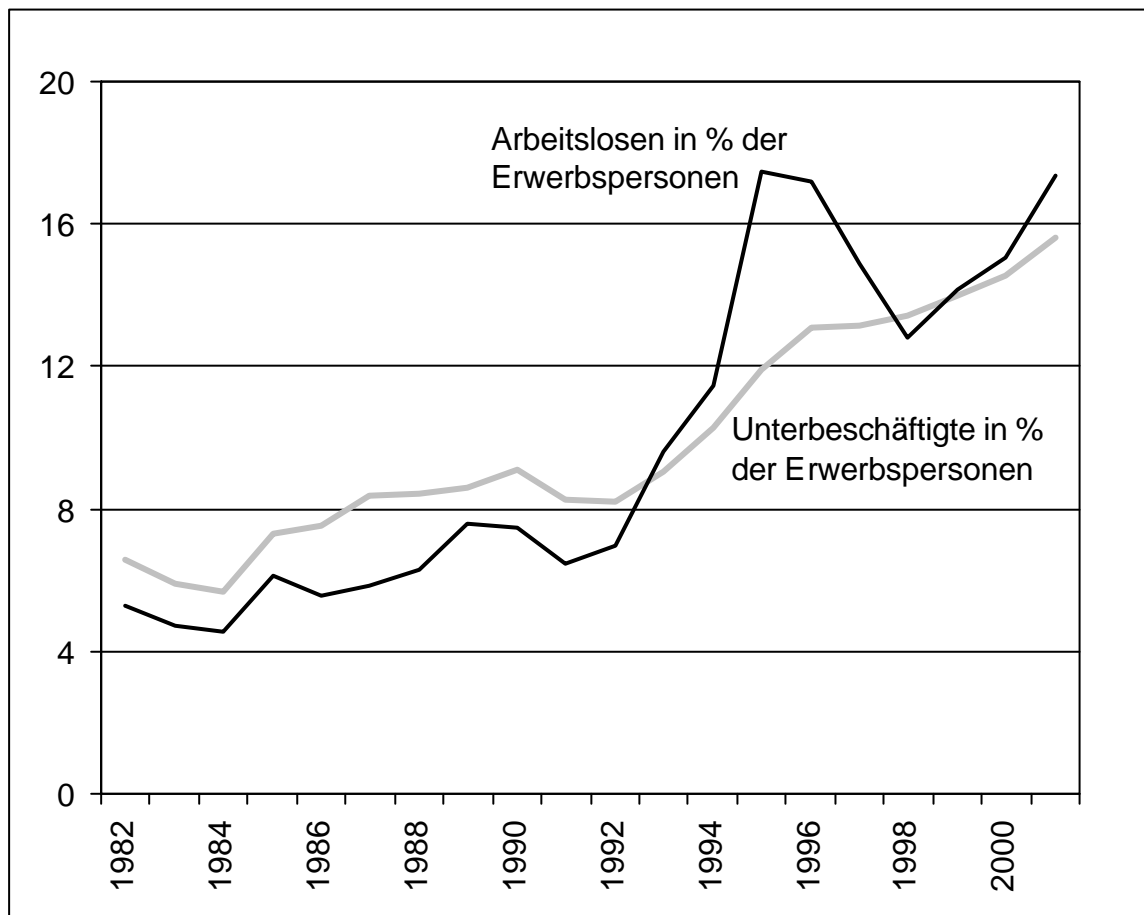
Das von 2,5 Mrd. US-Dollar (1991) auf 11,2 Mrd. US-Dollar (1994) gestiegene Defizit der Leistungsbilanz bereitete zunächst keine Finanzierungsprobleme, da der Kapitalzufluss aus dem Ausland größer als das Defizit der Leistungsbilanz war. Auch wenn eine genaue Quantifizierung der einzelnen Elemente der Kapitalverkehrsbilanz nicht möglich ist, so kann man nach den verfügbaren Zahlen doch davon ausgehen, dass neben staatlicher Kreditaufnahme, Einnahmen aus den Privatisierungen, ausländischen Direktinvestitionen und Repatriierungen argentinischer Auslandsanlagen in hohem Maße auch (kurzfristig abziehbares) Portfoliokapital nach Argentinien geflossen ist. Die Gefährlichkeit des Ausgleich von Leistungsbilanzdefiziten durch Portfolioinvestitionen zeigte sich Anfang 1995, als in Folge der mexikanischen Währungskrise innerhalb kurzer Zeit der argentinische Börsenindex Merval (Mercado de Valores) um 41 % fiel und Anleger ca. 7 Mrd. US-Dollar aus Argentinien abgezogen. Die so verursachte Verknappung der monetären Basis führte zu einer Liquiditätskrise des argentinischen Bankensektors; 47 Banken (ein Viertel des Bankensektors) wurden zahlungsunfähig.⁷¹

⁷¹ Sangmeister (1998), S. 34.

Die Reformen seit 1991 haben auf dem argentinischen **Arbeitsmarkt** tiefe Spuren hinterlassen. Trotz einer in den Jahren zwischen 1990 und 1996 um 30 % gestiegenen Industrieproduktion sank die Zahl der Beschäftigten wegen der drastischen Steigerung der Arbeitsproduktivität um ca. 20 %.⁷² Die Arbeitslosigkeit ist von 6,5 % im Jahr 1990 auf 17,5 % im Jahr 1995 gestiegen. Hinzu kommt ein etwa gleich großer Anteil an Unterbeschäftigten, das ist der Teil der Erwerbstätigen, der weniger als 35 Stunden in der Woche arbeitet, sich jedoch wünscht, mehr zu arbeiten.⁷³

Schaubild 3

Zur Entwicklung der Arbeitslosigkeit; 1982 bis 2001¹



Eigene Berechnungen nach Angaben des Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

– 1) Jeweils Durchschnitt der Ergebnisse für den Monat Mai und Oktober.

⁷² Sangmeister (1998), S. 35. Ein ähnlicher Produktivitätssprung ergab sich in Ostdeutschland nach der deutschen Vereinigung.

⁷³ Schmücker (1998), S. 69. Mit der Einführung der Haushaltsbefragungen zur Arbeitslosigkeit 1994 wurde die Definition der Unterbeschäftigung geändert und deren Quote in zwei Kategorien eingeteilt: Zum einen diejenigen, die mehr arbeiten wollten und andere, die mit der Unterbeschäftigung auskommen.

Der Anstieg der Arbeitslosigkeit schlägt sich naturgemäß in der Einkommensentwicklung wieder: Im Oktober 1993 betrug der Anteil der als arm eingestuften Personen im Großraum Buenos Aires 17 %, Ende 1995 wurden 25 % der Bewohner von Gran Buenos Aires als arm klassifiziert, im April 1996 sogar 27 %.⁷⁴ Die ohnehin schon große soziale Disparität weitete sich also erheblich aus.⁷⁵

Die Ursachen des starken Anstiegs der Arbeitslosigkeit sind vielfältig. Die Privatisierungen überbesetzter Staatsbetriebe führten zu Massenentlassungen; das Unternehmen YPF hatte z.B. seinen ehemals 50.000 Personen zählenden Bestand an Beschäftigten bis 1993 auf 12.000 Personen reduziert. Ein weiterer Grund für die wachsende Arbeitslosigkeit war die außenwirtschaftlich erzwungene Produktivitätssteigerung. Der starke Außenwert des Peso (vgl. Schaubild 4) trieb die Produktionskosten in die Höhe und verhinderte eine Ausweitung der Exporte. Andererseits machte die Überbewertung den Technologietransfer ins Land relativ billig, was vor allem in der verarbeitenden Industrie zum Personalabbau durch moderne Produktionsanlagen führte.

Wegen der grundsätzlichen Bedeutung realer Wechselkursveränderungen in einem CB-System sei der zugrunde liegende Sachverhalt genauer erläutert. Der Wechselkurs ist das Austauschverhältnis zweier Währungen, dementsprechend gibt es zwei Ausdrucksmöglichkeiten: Bei der Preisnotierung wird der Wechselkurs als der Preis der ausländischen Währung in inländischer Währung ausgedrückt (1 \$ = ... Peso), bei der Mengennotierung dagegen als Preis der inländischen Währung ausgedrückt in Fremdwährung (1 Peso = ... \$). Da eine Aufwertung (Abwertung) der heimischen Währung bei Mengennotierung mit einem Anstieg (Rückgang) des Kurses einhergeht, wird für die weitere Argumentation von der Mengennotierung ausgegangen.

Auf integrierten Märkten werden identische Güter jeweils gleich viel kosten, wenn man von Handelsbarrieren, Transaktions- und Transportkosten absieht. Der Wechselkurs wird sich bei ähnlichem Exportsortiment deshalb auf freien Märkten langfristig so einpendeln, dass die Preisunterschiede zwischen zwei

⁷⁴ INDEC - INFORMACIÓN DE PRENSA, Buenos Aires, 30 de abril de 2002.

⁷⁵ 1996 entfiel auf das ärmste Fünftel der Bevölkerung ein Anteil von 7,1 % des Gesamteinkommens, während auf das reichste Fünftel 45,4 % entfielen. Sangmeister (1998), S. 35.

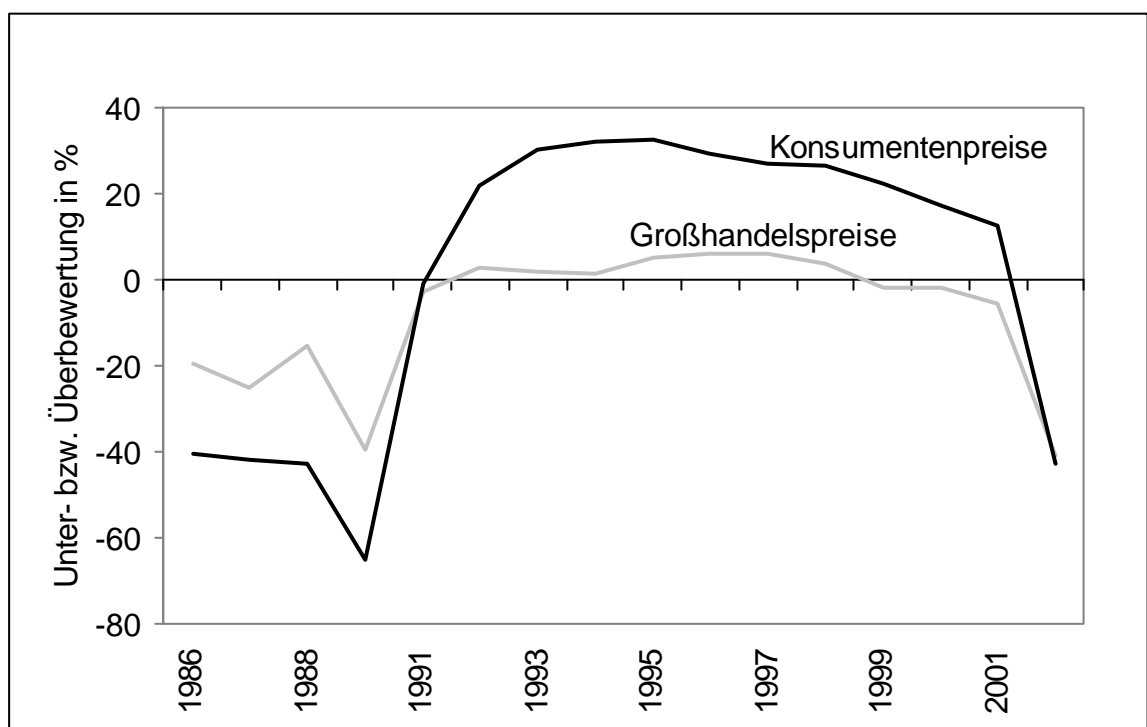
Ländern ausgeglichen werden (Kaufkraftparitätentheorie). Kurzfristig sind natürlich Abweichungen von der Kaufkraftparität möglich; sie werden als reale Unter- oder Überbewertungen bezeichnet. Formal ist der reale Wechselkurs (e_r) das Produkt aus nominalem Wechselkurs (e) und dem Verhältnis der in nationaler Währung ausgedrückten inländischen (p) und ausländischen (p^*) Preisniveaus:

$$e_r = e \cdot \frac{p}{p^*}$$

Bleibt der nominale Kurs – wie im CB zwingend – unverändert, so steigt der reale Wechselkurs, wenn die inländischen Preise schneller steigen als die Preise im Ausland, was die Exporte erschwert und die Importe begünstigt.

Schaubild 4

Reale Bewertung des Peso gegenüber dem US-Dollar; 1986 bis 2002¹



Nach Angaben des Secretaría de Política Económica. – 1) Angaben für 2002: Jan. bis April.

Die überbewertete Landeswährung trug nicht nur durch die via Handelsbilanzdefizit gedrückte Produktion zum Anstieg der Arbeitslosigkeit bei. Die seit 1991

wieder gewonnene Preisstabilität sowie die jederzeitige Konvertibilität in den US-Dollar bescherte den argentinischen Löhnen und Gehältern eine hohe Wertschätzung, so dass sich der Kreis erwerbswilliger Personen deutlich erweiterte. Neben Frauen und Jugendlichen, die nun zusätzlich auf den Arbeitsmarkt drängten, waren es vor allem Arbeitsuchende aus den Nachbarländern Argentiniens, die teils legal teils illegal auf dem Arbeitsmarkt als zusätzliche Anbieter auftraten.

Der deutliche Anstieg der Arbeitslosenzahlen in den ersten Jahren nach Implementierung des Stabilisierungsprogramms insgesamt ist also Folge von wechselkursbedingt verringerter Nachfrage und erhöhtem Angebot. Ein nicht unerheblicher Teil der Arbeitslosigkeit war „mismatch-Arbeitslosigkeit“: Während im unter starken Anpassungsdruck stehenden Industriesektor viele Arbeiten von ungelernten Kräften verrichtet werden können, verlangte der stark wachsende Dienstleistungssektor qualifiziertes Personal, das mangels Anstrengungen im Bereich Bildung/Weiterbildung nicht aus den entlassenen Industriearbeitern rekrutiert werden konnte.

3.3 Theoretische Analyse

3.3.1 Funktionsweise eines Currency Boards⁷⁶

Das Currency Board System ist eine besonders enge Form der Anbindung der heimischen Währung an eine ausländische Ankerwährung⁷⁷. Die Hauptaufgabe des Currency Boards ist der An- und Verkauf der ausländischen Reservewährung gegen heimische Währung zu einem politisch festgelegten Kurs. Da damit faktisch auf eine eigene Geldpolitik verzichtet wird, ist in einem orthodoxen CB eine Zentralbank nicht vorgesehen. In manchen CB-Ländern (Argentinien, Estland) wird diese Aufgabe von der Zentralbank wahrgenommen (modifiziertes CB), im Unterschied zu einer „normalen“ Zentralbank vergibt sie aber keine

⁷⁶ Vgl. z.B. Baliño et al. (1997), Fuhrmann (1999), Maza Zavala (1995), Fernandez (1997).

⁷⁷ Als Leit-, Reserve- oder Ankerwährung wird die Währung eines Landes bezeichnet, an der andere Länder ihre währungs-, wechselkurs- und geldpolitische Entscheidungen ausrichten. Dies geschieht i.d.R. durch die Fixierung des Wechselkurses der eigenen Währung zur Leitwährung, aber auch durch das Halten der Währungsreserven in Guthaben in dieser Ankerwährung. Möglich ist auch die Anlehnung in geld- und zinspolitischen Entscheidungen an das Leitwährungsland. Vgl. Sachon (1998), S. 10. Allgemein zur Funktionsweise von verschiedenen Festkurssystemen vgl. Bofinger (1991).

Kredite⁷⁸; eine evtl. Geldpolitik kann daher nur über Variationen des Mindestreservesatzes⁷⁹ erfolgen. Die wesentlichen Bestandteile eines CB sind:⁸⁰

- *Fester Wechselkurs* (ohne Schwankungsbreite) gegenüber einer stabilen internationalen Währung.
- Mindestens 100-prozentige Deckung des emittierten Geldes durch international akzeptierte Liquidität (Währungsreserven)
- Vollkommene *In- und Ausländerkonvertibilität*, d.h. jederzeitige, unbeschränkte Tauschmöglichkeit beider Währungen mit dem Ziel, die Risikoprämie von Kapitalanlagen durch Reputationsimport aus dem Hartwährungsland null werden zu lassen.
- *Feste Regelbindung für geld- und fiskalpolitische Maßnahmen*. Dies bedeutet vor allem Verzicht auf diskretionäre Zins- oder Geldmengenpolitik, aber auch Verzicht auf Monetarisierung des Staatsdefizits.

Das CB ist historisch ein Relikt aus der britischen Kolonialzeit. Ab Mitte des 19. Jahrhunderts gingen koloniale Verwaltungen aus praktischen Gründen dazu über, eigene Banknoten gegen Ankauf von Pfundnoten sowie Gold, Silber oder Sterlingsmünzen zu emittieren.⁸¹ Da für den Verkauf der Noten recht hohe Mindestbeträge festgesetzt waren, wurden die Geschäfte praktisch nur mit Banken abgewickelt.⁸² Faktisch handelte es sich bei diesem Vorläuferverfahren um eine Währungsunion (mit zwei Ausdruckformen der gemeinsamen Währung), da die Zentralbank des Ankerwährungslandes als eine Art Lender-of-Last-Resort⁸³ fungierte und das Bankensystem der Kolonie vollständig aus Banken des Mutterlandes bestand, die Zugriff auf Pfund-Kredite oder -Depositen hatten.⁸⁴

⁷⁸ Ausnahmen sind möglich, um illiquide Banken zu stützen, sofern dadurch die 100%-Deckungsvorschrift der Geldbasis (zu der die Kredite zählen) nicht verletzt wird. Vgl. Feuerstein (2000), S. 230.

⁷⁹ Die Geschäftsbanken können von der Zentralbank verpflichtet werden, einen bestimmten Prozentsatz ihrer (v.a. durch Kreditgewährung entstandenen) kurzfristigen Passiva bei der Zentralbank als Mindestreserve zu halten. Praktisch alle modernen Currency Boards verlangen von den Geschäftsbanken die Haltung von Mindestreserve, allerdings mehr als Liquiditätsvorsorge denn als geldpolitisches Instrument (ebenda).

⁸⁰ Fuhrmann/Richert (1995), S. 1035.

⁸¹ Vgl. Feuerstein (2000), S. 229 sowie Sachon (1998), S. 8.

⁸² Krüger (1994), S. 783.

⁸³ D.h. die Zentralbank kann Banken bei unerwarteten Liquiditätsschwierigkeiten Geld durch (praktisch unbegrenzte) Kreditgewährung zukommen lassen.

⁸⁴ Schweickert (1998), S. 421.

Da die Geldschöpfung von CB-Währung ausschließlich über den Ankauf von Devisen erfolgt, ist die inländische Geldbasis zu mindestens 100 % durch Währungsreserven gedeckt. Bei der Anlage der Reserven muss das CB darauf achten, dass es jederzeit in der Lage ist, das emittierte Geld in die Reservewährung umtauschen zu können. Dementsprechend werden nur Aktiva gehalten, die auf die Ankerwährung lauten; zu einem geringen Teil in Noten, der größere Teil wird in sicheren und liquiden Aktiva angelegt. Aus der Differenz zwischen zinstragend angelegten Reserven und den zinslos umlaufenden Noten kann das Currency Board seine Kosten decken; der Rest wird zum Aufbau eines Kapitalstocks (Eigenkapital) verwendet, den Devisenreserven zugeführt oder an den Staat überwiesen.⁸⁵

Ein wichtiges Ordnungselement eines CB ist eine regelgebundene Geldverfassung. Mit der Festlegung, bestimmte Handlungen zu tätigen und (noch wichtiger) andere zu unterlassen, wollte die argentinische Regierung nach einer Phase hoher und volatiler Inflationsraten bei den Marktteilnehmern Reputation aufbauen. Das Board selbst wurde so organisiert, dass die Regierung keine Möglichkeit zu geldpolitischer Einflussnahme mehr besaß. Mit dem *Plan Cavallo* wurden begleitende Maßnahmen beschlossen, die den Preiswettbewerb verstärkten. Als Ergebnis von Geldmengenbegrenzung und steigendem Wettbewerbsdruck konnte die Geldentwertung rasch gestoppt werden, Fluchtkapital kehrte nach Argentinien zurück, und das wirtschaftliche Wachstum zog an.

3.3.2 Bestimmungsfaktoren der Geldbasis

Da die Währungsbehörde nur Geld schafft, wenn es die Ankerwährung ankauft, entwickelt sich die Geldbasis in einem CB letztlich wie die Devisentransaktionen des privaten Sektors.⁸⁶ Diese wiederum hängen von Entwicklungen der Leistungs- und Kapitalverkehrsbilanz ab. Zunächst sollen **Leistungsbilanzveränderungen** betrachtet werden. Angenommen, das inländische Preisniveau *sinkt* bei konstantem Preisniveau des Auslands(= reale Abwertung). Die inländischen Güter werden sich dann gegenüber den Importgütern relativ verbilligen,

⁸⁵ Krüger (1994), S. 784. Der Zinsertrag der angelegten Währungsreserven ist ein entscheidender Vorteil gegenüber einer Übernahme der Ankerwährung („Dollarisierung“).

⁸⁶ Sachon (1998), S. 21.

was zu einer steigenden Nachfrage nach Gütern des CB-Landes führt. Ausgehend von einem Gleichgewicht in der Leistungsbilanz stellt sich nun ein Überschuss ein. Die im Ausland erzielten Einnahmen werden in inländische Währung umgetauscht. Diese Mehrnachfrage nach heimischer Währung würde im System frei floatender Wechselkurse zu einer Aufwertung führen, was den Exportanstieg durch Verteuerung bremst und die Importe durch Verbilligung beflügelt, so dass der Leistungsbilanzüberschuss verschwindet.

Bei Existenz eines Currency Boards läuft der Anpassungsprozess anders ab: Um den gesetzlich verankerten Wechselkurs zu garantieren, wird das Währungsamt die Mehrnachfrage nach eigener Währung zum festgelegten Kurs bedienen, damit die Aufwertung verhindern und den Wirtschaftssubjekten mehr inländisches Geld zur Verfügung stellen. Liegt der Geldmengenwuchs über dem allgemeinen Wachstum der Wirtschaft, verursacht dies zunächst fallende Zinsen und steigendes Volkseinkommen.⁸⁷ Das höhere Einkommen führt zu erhöhter Nachfrage nach Gütern und Bargeld. Bei kurzfristig nicht erweiterbaren Kapazitäten werden die Preise für inländische Güter steigen, und dies wird eine Verlagerung der Nachfrage zugunsten der Importgüter verursachen sowie zu einem Rückgang der Auslandsnachfrage nach Gütern des CB-Landes führen. Auf diese Weise verschlechtert sich die Wettbewerbssituation der inländischen Güterproduzenten, der Außenbeitrag wird zurückgehen, und es stellt sich ein neues Leistungsbilanzgleichgewicht ein.

Die während des Anpassungsprozesses angehäuften Währungsreserven stehen bei einem Leistungsbilanzdefizit zum Ankauf von heimischer Währung zum Festkurs zur Verfügung. In diesem Fall würde die inländische Geldbasis *sinken* und damit letztlich auch das Preisniveau, was die Wettbewerbsfähigkeit verbessert und das Leistungsbilanzdefizit verschwinden lässt. Gefährlich wird es, wenn Leistungsbilanzdefizite nicht durch Anpassungen der Preise auf dem Inlandsmarkt beseitigt werden können (bspw. durch verordnete Mindestpreise oder starre Löhne). Das Currency Board verliert dann Devisenreserven, die damit zugleich eingeschränkte Geldbasis wird bei unflexiblen Preisen Mengenkontraktion (Rezession und Arbeitslosigkeit) zur Folge haben.

⁸⁷ Sachon (1998), S. 22.

Veränderungen der **Kapitalverkehrsbilanz** hängen in hohem Maße vom Vertrauen der Anleger in die Stabilität der Wechselkursfixierung und der Zinsdifferenz ab. Angenommen, die Anleger sehen kein Wechselkursrisiko. Die wegen der zunächst noch hohen Inflation höheren Zinsen im CB-Land werden dann Kapital anlocken. Bei frei schwankenden Wechselkursen würde die höhere Nachfrage nach der CB-Währung zu einer Aufwertung führen, was den Kapitalzustrom c.p. noch verstärken würde. Allerdings würde die Aufwertung zugleich den Absatz der inländischen Produzenten treffen, so dass die Kapazitätsauslastung sinken würde, was das Preisniveau und schließlich auch die Zinsen und den Kapitalzufluss drücken wird.

In einem Currency Board System ist die Anpassung des (nominalen) Wechselkurses nicht möglich. Der erhöhte Zustrom von Auslandskapital führt c.p. dazu, dass das Währungsamt vermehrt Devisen ankauft, also die Geldbasis ausweitet. Die ohnehin noch höhere Inflation als im Ausland wird dadurch langsamer sinken als sonst, der Zins (der ausländisches Kapital anzieht) länger als sonst höher bleiben. Auch hier reagiert die Realwirtschaft: Die höhere Inflation führt zu einer realen Aufwertung der CB-Währung, was den Absatz der inländischen Anbieter drückt, der höhere Zins drückt zudem die Investitionstätigkeit und den Konsum. Zinsinduzierte Überschüsse in der Kapitalverkehrsbilanz können in einem CB-System also erhebliche realwirtschaftliche Probleme verursachen. Im CB besteht zudem eine zinsinduzierte Tendenz zu *prozyklischer* Variation der Geldmenge: Steigt in einem Boom die Nachfrage nach Krediten, so steigen die Zinsen, und es strömt ausländisches Kapital in das Land. Die Nettokapitalimporte erhöhen die Devisenreserven und damit die inländische Geldmenge, was den Boom weiter anheizt. In der Krise wirkt der umgekehrte Mechanismus: die Zinsen sinken, Kapital fließt ins Ausland zurück, Devisenreserven und Geldmenge sinken. Eine *antizyklische* Beeinflussung der Nachfrage (Konjunktursteuerung) kann also nur über die Einnahmen und Ausgaben des Staates (Fiskalpolitik) erfolgen⁸⁸; dazu braucht der Staat allerdings „Verschuldungsspielraum“, den er aber üblicherweise nicht hat, wenn er ein Currency Board System einführt.

⁸⁸ Feuerstein (2000), S. 235.

3.3.3 Probleme der Wahl der Ankerwährung

Grundsätzlich wird die Wahl der Ankerwährung durch deren **Stabilität** und **Reputation** bestimmt. Argentinien entschied sich mit dem US-Dollar für die Anbindung an die auf den Finanz- und Gütermärkten dominierende Währung der Welt. Damit es nach der Anbindung der Währung nicht zu einer realen Aufwertung kommt, muss sich die Inflationsrate möglichst rasch an das Niveau des Reservelandes anpassen. Aus mehreren Gründen bereitet dies Schwierigkeiten: *Erstens* wegen noch wirksamer Preisindexierungen oder -fixierungen im CB-Land. *Zweitens* sind die Inflationserwartung von Haushalten und Unternehmen nicht unmittelbar zu brechen. Die Preise von handelbaren Gütern werden sich bei Wechselkursfixierung zwar rasch wie die Weltmarktpreise entwickeln, bei den nichthandelbaren Gütern ist wegen des geringeren Wettbewerbsdrucks aber mit längeren Übergangsfristen zu rechnen.⁸⁹ *Drittens* kann die reale Wachstumsrate der Nachfrage im CB-Land (u.a. wegen Kapitalzuflüssen aus dem Ausland) nach der Stabilisierung der Preise höher ausfallen als im Leitwährungsland, was bei kurzfristig nicht erweiterbaren Kapazitäten Preissteigerungen nach sich zieht.

Ein weiteres Kriterium für die Wahl der Ankerwährung ist ihre **Bedeutung als Fakturierungswährung** für Ex- und Importe, da mit der Reduktion des Wechselkursrisikos die Handelsbeziehungen mit dem Ankerwährungsland (und den Ländern, die ebenfalls ihre Währungen an dieselbe Ankerwährung gebunden haben oder in der Ankerwährung fakturieren) vereinfacht werden und der langfristige Kapitalverkehr (z.B. Direktinvestitionen, Kapitalrepatriierungen) gefördert wird.⁹⁰ Je größer das Fakturierungsgewicht der Ankerwährung, umso geringer sind zudem die negativen Folgen, die sich für das CB-Land ergeben, falls sich die Ankerwährung gegenüber anderen wichtigen Welthandelswährungen aufwerten sollte.⁹¹ Durch die Aufwertung der Reservewährung wertet auch die CB-

⁸⁹ Die Inflation bei den nichthandelbaren Gütern könnte durch eine starke Beschränkung der Geldbasis verhindert werden, allerdings ist dies im CB nur eingeschränkt möglich und hätte zudem Arbeitslosigkeit zur Folge. Vgl. Diehl/Schweickert (1997), S. 12.

⁹⁰ Sachon (1998), S. 14; Fuhrmann/Richert (1995), S. 1036.

⁹¹ Dies könnte geschehen, wenn Angebotsschocks im Leitwährungsland auftreten (verursacht z.B. durch Innovationen bei handelbaren Gütern, die die Preise relativ sinken lassen und die Unternehmen im CB-Land unter Importdruck setzen) oder der Kapitalzufluss in das Leitwährungsland steigt. Vgl. Freytag (1997), S. 5.

Währung auf, was die internationale Wettbewerbsfähigkeit der im CB-Land ansässigen Unternehmen verschlechtert. Bei geringer Flexibilität der Löhne und Preise im CB-Land ist dann mit Mengeneffekten, d.h. Rezession und Beschäftigungsabbau, zu rechnen. Die Aufwertung ist für das CB-Land *nicht* beeinflussbar, die Folgen sind aber umso geringer, je höher der Anteil des Reservelandes am Außenhandel des CB-Landes ist, je mehr Konkurrenten des CB-Landes ebenfalls eine Wechselkursbindung mit der Reservewährung eingegangen sind und je ungleicher die Produktionsstruktur beider Länder ist.⁹²

Im Fall Argentiniens unterscheidet sich die **Produktionsstruktur** von der der USA erheblich (vor allem durch den Schwerpunkt in der Produktion landwirtschaftlicher Güter, die zum Zeitpunkt der Einführung des Currency Boards den Hauptanteil der argentinischen Exporte bildeten), so dass die Wahl der Ankerwährung unter diesem Aspekt unproblematisch erscheint. Bei der **regionalen Handelsstruktur** sieht dies anders aus: Die USA sind *nicht* der Haupthandelspartner Argentiniens, die meisten Ausfuhren (30 % im Durchschnitt der 1990er Jahre) gehen vielmehr in die Länder des Mercosur (Brasilien, Paraguay, Uruguay), gefolgt von der Europäischen Union (22 %). Erst an dritter Stelle kommen die USA mit einem Anteil von 10 %. Bei Einführung des CB hatte allerdings Brasilien, der Hauptpartner Argentiniens im Mercosur, seine Währung an den US-Dollar gebunden. Dennoch kommt man bei Betrachtung der argentinische Exporte nach Regionen insgesamt zu dem Schluss, dass eine Korbwährung aus dem US-Dollar und der D-Mark (als der die Eurozone beherrschenden Währung) für Argentinien die bessere Lösung zum Schutz vor den Folgen realer Wechselkursschocks gewesen wäre. Wäre der Peso an beide Währungen angebunden worden, so wäre die starke Aufwertung des US-Dollar seit Mitte der 1990er Jahre mit weniger negativen Folgen für Argentinien verbunden gewesen.⁹³ Als man später den Peso halbherzig an den US-Dollar und den Euro

⁹² Freytag (1997), S. 10.

⁹³ Im Allgemeinen wird die Meinung vertreten, dass für lateinamerikanische Länder der US-Dollar als die geeignetste Leitwährung in Frage käme, vgl. z.B. Sangmeister (2000), S. 42; Freytag (1997), S. 9; Köhler/Schwiete (1999), S. 602. Auch in der Praxis vieler Länder des südlichen Kontinents wurde immer wieder auf den US-Dollar als Leitwährung zurückgegriffen; vgl. Perez dos Santos (1998), S. 366 ff. Nicht zuletzt begründet sich diese Wahl auch durch den starken wirtschaftlichen und politischen Einfluss der Vereinigten Staaten in dieser Region, den sie von Großbritannien nach dem Ersten Weltkrieg übernommen hatten; vgl. Nicolas (1995), S. 85 ff. Vgl. auch Mosqueira (1995).

band, wurde dies so konditioniert, dass sich keine praktischen Folgen ergaben.⁹⁴

3.3.4 Probleme der Fixierung der „richtigen“ Parität

Bei der Fixierung der Parität muss eine ausreichende *Unterbewertung* vorhanden sein⁹⁵, da in der Anfangsphase des neuen Währungsregimes mit einer realen Aufwertung der CB-Währung zu rechnen ist, weil die inländische Inflationsrate nicht sofort auf das Niveau des Reservelandes absinkt. Wird die Parität „zu marktnah“ festgelegt, kann sich rasch eine starke reale Überbewertung einstellen, die die inländische Produktion handelbarer Güter benachteiligt. Im umgekehrten Fall kann eine starke Unterbewertung als Startpunkt die sog. importierte Inflation verursachen, d.h. eine wachsende Auslandsnachfrage nach inländischen Gütern kann eine über den Devisenzufluss angeregte Expansion der inlandsnachfrage induzieren, was bei kurzfristig nicht erweiterbaren Produktionskapazitäten einen Preisanstieg verursacht. Erfolgen dann in den Wirtschaftsbereichen, die aufgrund steigender Exportnachfrage höhere Erlöse erzielen, Lohnerhöhungen, kann sich dieser Prozess auf andere Wirtschaftszweige übertragen und einen allgemeinen Anstieg des Preisniveaus bewirken.⁹⁶

Vor der Einführung des Currency Boards in Argentinien wurde die damalige Währung, der Austral, zwei Monate lang innerhalb einer bestimmten Bandbreite frei gehandelt. Am 1. April 1991 wurde dann der Wechselkurs am unteren Rand dieser Bandbreite festgelegt, in der er sich in dieser Periode bewegt hatte.⁹⁷ Der Kurs wurde also sehr marktnah fixiert. Durch die Inflationsdifferenz wertete sich der Austral (seit dem 1. Januar 1992 der Peso) gegenüber dem US-Dollar real dann rasch auf. Wie nicht anders zu erwarten, gerieten die Exporte ins Stocken, während die Importe kräftig stiegen. Bis zum Ausstieg Argentiniens aus der Dollarbindung verzeichnete die Handelsbilanz daher ein Defizit.

⁹⁴ Vgl. Ley 25.445 – Ley de convertibilidad ampliada. Die Modifizierung sollte erst Anwendung finden, wenn der Euro seine Parität zum US-Dollar erreicht hätte.

⁹⁵ Fuhrmann/Richert (1995), S. 1036.

⁹⁶ Sachon (1998), S. 15.

⁹⁷ Freytag (1998), S. 392.

3.3.5 Das Problem der Wiedergewinnung der Geldfunktion

Argentinien war wie viele lateinamerikanische Länder von hohen Inflationsraten und wirtschaftlicher Unsicherheit geplagt. Seit Mitte der 1970er Jahre lagen die Preissteigerungsraten – mit Ausnahme der Jahre 1980 und 1986 – immer im dreistelligen Bereich. Die Folge dieser Entwicklung war das schwindende Vertrauen der Bevölkerung in die Stabilität der eigenen Währung, so dass sie ihre Geldfunktion⁹⁸ verlor: Ersparnisse wurden in US-Dollar gehalten, Preise für Vermögenswerte wie Autos und Häuser in dieser Währung festgelegt, und schließlich wurden auch ein Großteil der Käufe und Verkäufe in US-Dollar abgewickelt. Die Bevölkerung flüchtete in die Hartwährung, transferierte ihre Guthaben z.T. ins sichere Ausland und entzog sie damit dem inländischen Wirtschaftskreislauf.⁹⁹

Ziel der Konvertibilität war es, das Vertrauen der Marktakteure in die nationale Währung durch die Garantie ihrer vollkommenen Austauschbarkeit mit der Reservewährung zurückzugewinnen, um eine zumindest gleichwertige Präferenz für die Haltung von US-Dollar und Austral (später Peso) zu erreichen. Dazu wurde im Konvertibilitätsgesetz festgelegt, dass die Reservewährung *gesetzliches* Zahlungsmittel ist. Ebenso wurde der Abschluss von Verträgen in ausländischer Währung legalisiert, wodurch der gesamte Zahlungsverkehr in US-Dollar ermöglicht wurde. Um keinen Zweifel an der Austauschbarkeit aufkommen zu lassen, galt die Konvertibilitätsgarantie für In- und Ausländer.

Um zu prüfen, ob die angestrebte Akzeptanz für die inländische Währung erzielt wurde, kann man den in Dollar bzw. Peso gehaltenen Depositenbestand bei den Geschäftsbanken heranziehen. Der Vergleich ergibt, dass sich das Verhältnis der Peso- zu den Dollar-Einlagen nach Einführung der Konvertibilität kaum geändert hat (vgl. Schaubild 5); die schlechten Erfahrungen der Vergangenheit in Bezug auf die eigene Währung haben offenbar tiefe Spuren hinter-

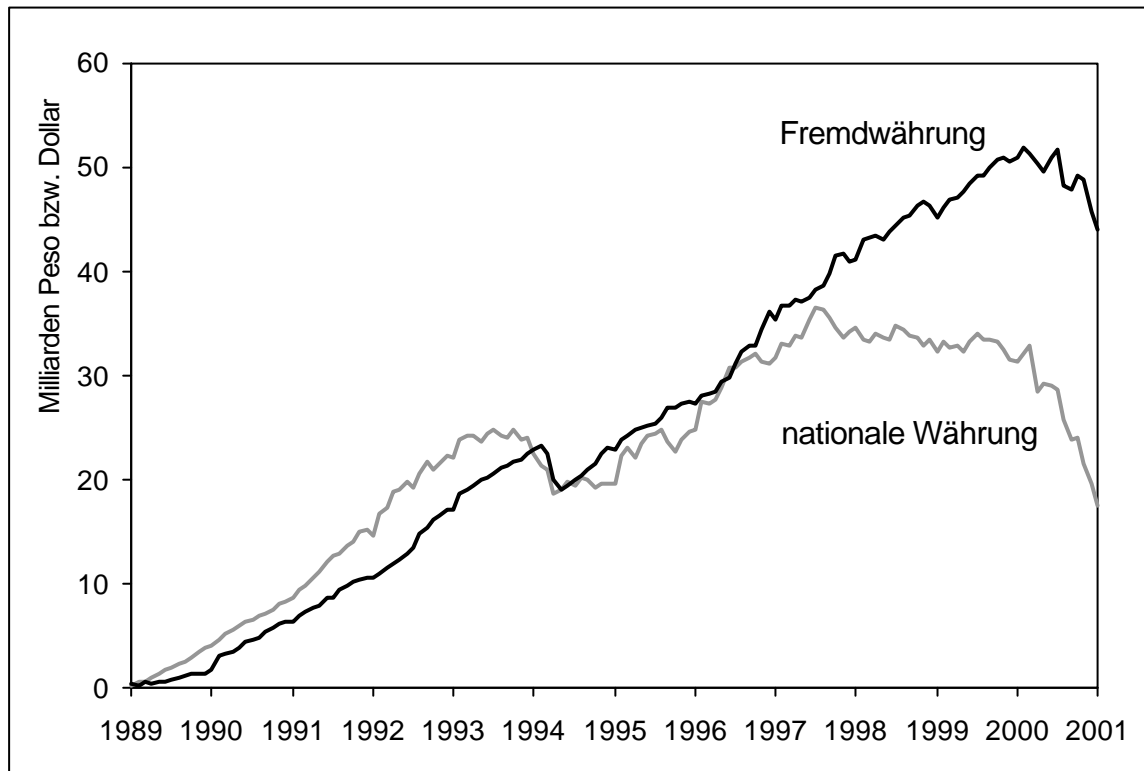
⁹⁸ Die im vorliegenden wichtigste Geldfunktion ist die Wertaufbewahrungsfunktion. Daneben ist Geld allgemeines Tauschmittel, Schuld- und Kreditmedium um Recheneinheit. Zur Geldfunktionen siehe z.B. Dittus (1987), S. 22f; Fuhrmann (1994), S. 1ff.

⁹⁹ Sachon (1998), S. 39.

lassen¹⁰⁰. Die Konvertibilität hat also nicht zur Wiedergewinnung der Geldfunktion der eigenen Währung geführt; der in Argentinien praktizierte Brauch, die eigene Währung für kleinere Transaktionen zu verwenden und den Dollar für größere Käufe und fürs Sparen, wurde beibehalten. Die Doppelwährungsstrategie, die eigentlich mehr Vertrauen in die Stabilisierungsmaßnahmen schaffen sollte, entpuppte sich am Ende sogar als ein Hindernis auf dem Weg zu mehr Vertrauen in die eigene Währung. Als Russland 1998 in eine Währungskrise geriet, nahm die Bereitschaft, in heimischer Währung zu sparen drastisch ab.

Schaubild 5

Entwicklung der privaten Bankguthaben; Dez. 1989 bis Dez. 2001



Eigene Darstellung nach Angaben der Banco Central de la República Argentina.

3.3.6 Realwirtschaftliche Konsequenzen einer Überbewertung

Im System frei schwankender Wechselkurse wird bei großen Inflationsdifferenzen der nominale Wechselkurs reagieren; die Gefahr einer dauerhaften realen

¹⁰⁰ Davon zeugen auch die von den Geschäftsbanken gewährten Kredite, bei denen sich seit etwa Anfang 1994 das Verhältnis der Peso- zu den Dollarkrediten zu Gunsten der letzteren änderte.

Aufwertung ist normalerweise gering.¹⁰¹ Die Fixierung des nominalen Wechselkurses führt jedoch – wie gezeigt – dazu, dass der reale Wechselkurs über einen längeren Zeitraum vom gleichgewichtigen Wechselkurs abweichen und auf die Realwirtschaft durchschlagen kann.

Auswirkungen von realen Wechselkursänderungen lassen sich genauer erkennen, wenn man die Gesamtwirtschaft gedanklich in zwei Teile zerlegt: in Branchen, die international handelbare Güter produzieren (Außenhandels Güter), und in Branchen, die nichthandelbare Güter produzieren (Binnengüter). Typischerweise umfasst die Gruppe der Außenhandels Güter Produkte der Landwirtschaft, Rohstoffe und Erzeugnisse des Verarbeitenden Gewerbes, während baugewerbliche Leistungen und Dienstleistungen typische Binnengüter sind.

Ausgangspunkt sei der *gleichgewichtige* reale Wechselkurs, der sowohl durch ein internes als auch ein externes Gleichgewicht der Volkswirtschaft charakterisiert ist.¹⁰² Das interne Gleichgewicht ist dabei als Übereinstimmung von Angebot und Nachfrage am Inlandsmarkt für nichthandelbare Güter definiert, das externe Gleichgewicht als ausgeglichene Handelsbilanz¹⁰³ bzw. als ein (durch Kapitalimporte) dauerhaft finanzierbares Handelsbilanzdefizit.

Steigt der reale Wechselkurs (weil die Inflation im CB-Land höher als im Land der Ankerwährung ist), so bedeutet dies eine Verschiebung der inländischen Nachfrage zugunsten handelbarer Güter, weil deren Preis relativ zum Preis der nichthandelbaren Güter wegen der Aufwertung sinkt. Es entsteht ein Handelsbilanzdefizit, das die Kapazitätsauslastung sinken lässt. Mittelfristig löst die reale Aufwertung bei unveränderten Rahmenbedingungen einen Strukturwandel des inländischen Produktionspotenzials zugunsten der nichthandelbaren Güter aus, deren Produktion durch (relativ) steigende Preise bevorzugt wird. Ressourcen werden dann von der Produktion von Exportgütern und Importsubstituten in die Produktion von nichthandelbaren Gütern umgelenkt. Aufgrund der relativen Verbilligung von Importen und Auslandskrediten wird außerdem die Produktion

¹⁰¹ Diehl (1997), S. 10.

¹⁰² Kennzeichen einer Volkswirtschaft im realwirtschaftlichen Gleichgewicht sind Vollbeschäftigung und eine konstante Reserveposition. Vgl. dazu auch Lüdiger (1987).

¹⁰³ Die Handelsbilanz steht hier stellvertretend für die gesamte Leistungsbilanz.

von handelbaren Gütern auf der Grundlage ausländischer Vorleistungen gefördert. Dieser angebotsseitige Strukturwandel bewirkt eine Erhöhung des Handelsbilanzdefizits; die Abhängigkeit der Wirtschaft von importierten Gütern und Krediten wächst, gleichzeitig steigen die Kosten einer eventuellen Anpassung an veränderte externe Rahmenbedingungen.

Eine relative Preiserhöhung für nichthandelbare Güter ist mit einer höheren Entlohnung des Faktors verbunden, der bei der Produktion nichthandelbarer Güter besonders intensiv eingesetzt wird – des Faktors Arbeit. Für die unter Preisdruck stehenden Produzenten handelbarer Güter bedeutet dies eine reale Erhöhung der Löhne, für die Produzenten nichthandelbarer Güter können die (Produzenten-) Reallöhne dagegen im Extremfall sogar sinken (wenn der nominale Lohnanstieg geringer als der Preisanstieg ausfällt). Die steigenden Reallöhne bei den handelbaren Gütern werden den kostenbedingten Anpassungsdruck verstärken, Arbeiter werden durch Kapital ersetzt. Zu verhindern wäre dies bei festen Wechselkursen nur, wenn der Nominallohn sinkt, was aber nicht zu erwarten ist – eine reale Aufwertung wird daher in der Regel nicht nur einen Strukturwandel zulasten der Produktion nichthandelbarer Güter bewirken, sondern auch ein gewisses Maß an Arbeitslosigkeit zur Folge haben.¹⁰⁴

Wenn die Lohnpolitik die Folgen der realen Aufwertung nicht auffängt, stellt sich die Frage nach alternativen Anpassungsmöglichkeiten. Da die Wechselkurs- und Geldpolitik ausfällt, bleibt nur die Fiskalpolitik. Restriktive Fiskalpolitik wirkt aber letztlich nur über die Senkung der effektiven Gesamtnachfrage, was bei unzureichend flexiblen Löhnen wiederum steigende Arbeitslosigkeit zur Konsequenz hätte, also kontraproduktiv wäre – ein CB-System erfordert also sehr hohe Lohnflexibilität.

3.3.7 Geldpolitische Hebel zur Erzwingung einer realen Abwertung

Um eine reale Überbewertung der CB-Währung zu reduzieren, müsste die Zentralbank über die *Verknappung* des Geldes einen Rückgang des Preisniveaus (Deflation) erzwingen. Zum besseren Verständnis der interessierenden

¹⁰⁴ Diehl (1997), S. 11.

Ablaufmuster ist die Unterscheidung von **Geldbasis** und **Geldmenge** wesentlich: In einem zweistufigen Bankensystem mit einer Zentralbank sowie Geschäftsbanken gibt es zwei Arten von Geld: Zentralbankgeld (ZBG) und Geschäftsbankengiralgeld (GBGG). Zwischen der Zentralbank und den Geschäftsbanken zirkuliert nur ZBG, während zwischen Geschäftsbanken und Nichtbanken sowohl ZBG als auch das GBGG zirkuliert.¹⁰⁵ Das (Peso-) ZBG wurde auch in Argentinien exklusiv von der Zentralbank geschaffen, und zwar ausschließlich durch Ankauf von Dollar (also nicht wie sonst bei Zentralbanken üblich durch Kreditgewährung). Die Peso-Geldbasis hing folglich ausschließlich davon ab, wie viel Dollar der Zentralbank angeboten wurden (sie war deshalb mindestens zu 100 % durch Dollar gedeckt). GBGG (Peso und Dollar) wurde wie überall als Giralgeld von den Geschäftsbanken geschaffen, vor allem durch Kreditvergabe. Die Banken mussten dabei allerdings beachten, dass sie liquide bleiben, wenn ihre Kunden ZBG in Form von Bargeld (Peso oder Dollar) abfordern oder Guthaben ins Ausland transferieren. Außerdem brauchten Geschäftsbanken ZBG, um ihren Mindestreserveverpflichtungen¹⁰⁶ bei der Zentralbank nachzukommen.

Erfahrungsgemäß fordern die Nichtbanken nur einen bestimmten Anteil der gewährten GBGG-Kredite in ZBG ab, und auch der Mindestreservesatz der Zentralbank beträgt nur einen Bruchteil der gewährten Kreditsumme. Die Geschäftsbanken gewähren daher *mehr* Peso- und Dollar-Kredite als an ZBG (Peso und Dollar) bei ihnen vorhanden ist. Im CB-System ist also nur die (ZBG-) *Geldbasis* durch Devisenreserven der Zentralbank gedeckt, nicht etwa die gesamte *Geldmenge*. Dies kann zum Zusammenbruch des Geschäftsbankensystems führen, falls es zum Vertrauensverlust kommt. In diesem Fall werden die Kunden das Geld in bar abziehen oder sie transferieren es als Dollareinlagen ins Ausland mit der Folge, dass die Geschäftsbanken illiquide werden.

¹⁰⁵ vgl. z.B. Wienert (2001), S. 171f.

¹⁰⁶ In allen modernen Currency Board Systemen sind die Geschäftsbanken verpflichtet, einen bestimmten Prozentsatz ihrer kurzfristigen (durch Einlagen und Kredite entstandenen) Passiva als Mindestreserve bei der Zentralbank zu halten. Durch Variation des Reservesatzes kann also die frei verfügbare Zentralbankgeldmenge (Geldbasis) im Prinzip gesteuert werden. Allerdings widerspricht dies dem Prinzip der Regelbindung. Die Mindestreserveverpflichtung hat also in einem CB-System weniger eine geldpolitische als eine Liquiditätssichernde Funktion.

Das CB kann keine Liquidität zuführen, die Geschäftsbanken sind vielmehr auf Dollarkredite aus dem Ausland angewiesen, was den Geldschöpfungsspielraum (und damit die Wettbewerbsfähigkeit) in Argentinien tätiger *ausländischer* Banken im Vergleich zu argentinischen Banken stark ausweitet. In CB-Ländern haben die Banken aus dem Ankerwährungsland also einen beachtlichen Strukturvorteil.

Wollte die argentinische Zentralbank zwecks Verhinderung einer realen Aufwertung der heimische Kreditexpansion beschneiden, so könnte sie das als Currency Board nur über Erhöhung des Mindestreservesatzes tun, und zudem auch nur die Geschäftsbanken treffen, die keinen Zugriff auf ausländische Dollar-Kredite haben¹⁰⁷. Eine solche Aktion würde zudem das Vertrauen in den Verzicht auf diskretionäre Maßnahmen und damit das Ziel des Reputationsimports untergraben, so dass praktisch keine geldpolitischen Möglichkeiten zur Verhinderung einer realen Aufwertung bestehen. Die argentinische Zentralbank hat das Instrument der Mindestreservesatzvariation denn auch nur einmal angewandt, als sie im Zuge der Mexikokrise den Reservesatz reduzierte, um den Liquiditätsspielraum der Geschäftsbanken auszuweiten.

¹⁰⁷ Sachon (1998), S. 48ff. Die argentinische Zentralbank hatte als Currency Boards zwar einige geldpolitische Hebel zur Steuerung der inländischen Geldbasis behalten, zur Erzwingung einer realen Abwertung waren sie indes ungeeignet. Durch Offenmarktgeschäfte konnte die Zentralbank den Geschäftsbanken gegen auf US-Dollar lautende Staatspapiere zusätzliche Liquidität verschaffen. Dies verschlechterte zwar die Qualität der Reserven, da sich der Anteil von Gold und Devisen an den Gesamtreserven im Verhältnis zu auf US-Dollar lautenden Staatspapieren verringerte. Das zusätzlich in Umlauf gebrachte Geld floss durch eine Rückkaufklausel in maximal 7 Tagen wieder an die Zentralbank zurück. Der Offenmarktpolitik setzte das Zentralbankstatut eine enge Grenze, indem es den Anteil der auf US-Dollar lautenden Staatspapiere an den gesamten Reserven auf 30 % begrenzte. Außerdem waren die Offenmarktgeschäfte ausschließlich dazu gedacht, den Geschäftsbanken in Fällen von Liquiditätsengpässen zusätzliches Geld zu verschaffen, und nicht, um die Geldbasis einzuschränken oder den Interbankenzinssatz zu steuern. Durch Diskont- und Lombardkredite konnte die Zentralbank den Geschäftsbanken ZBG zur Verfügung stellen, wodurch die Geldbasis mit Fristen bis zu 30 Tagen ausgeweitet wurde. Allerdings konnte sie von dieser Möglichkeit nur Gebrauch machen, soweit sie Reserveüberschüssen hatte, d.h. die Geldbasis zu mehr als 100 % gedeckt war, was empirisch gerade in Zeiten mit hohen Handelsbilanzdefiziten wenig wahrscheinlich ist.

4 Der Weg in die Krise

4.1 Währungskrisen in anderen Ländern als Menetekel

4.1.1 Warum sich Währungskrisen übertragen

Seit den 1970er Jahren erwiesen sich die Kapitalströme nach Lateinamerika in ihrer Gesamtheit betrachtet als extrem schwankend (volatil). Ausschlaggebend dafür waren externe Faktoren: Wenn die Zinsen und die Leistungsbilanzdefizite in den Industrieländern stiegen, ging der Zustrom in der Regel zurück und vice versa. Aber auch die nationale Wirtschaftspolitik spielt eine gewisse Rolle: Länder, die ein offenes Außenhandelssystem entwickelten, ihre Finanzmärkte liberalisierten und die Inflation eindämmten, erhielten größere Kapitalzuflüsse als solche, die dies nicht taten.¹⁰⁸

Wegen der wachstumspolitischen Unterschiede ist es sinnvoll die Kapitalzuflüsse nach Direkt- und Portfolioinvestitionen zu unterscheiden. **Direktinvestitionen** sind Unternehmenskäufe (z.B. ehemals staatlicher Betriebe) oder Unternehmensneugründungen durch Ausländer sowie Aktienengagements mit dem Ziel, unternehmerisch Einfluss auf die Firma auszuüben. Solche Transaktionen sprechen für ein längerfristiges Engagement und sind deshalb besonders positiv für die Entwicklung des Produktionspotenzials im Inland. Selbst wenn der Investor sein Kapital aus dem Land abzieht, kann er in der Regel nur seinen Besitztitel verkaufen, das Sachkapital bleibt dagegen im Land.

Portfolioinvestitionen sind vor allem Geldmarktanlagen oder andere kurzfristige Kapitalanlagen. Es sind vor allem zwei Faktoren, die Anleger zu solchen Investments veranlassen: In der Regel wird *der Zinssatz* über dem des Ankerwährungslandes liegen (sonst würde das Kapital dort angelegt werden), zugleich werden *keine Veränderungen der Wechselkurse* befürchtet (sonst müsste der Zinsvorteil höher als der erwartete Kursverlust sein).¹⁰⁹ Portfoliokapitalzuflüsse sind positiv zu beurteilen, weil sie zur Deckung von Leistungsbilanzdefiziten beitragen. Ebben diese Transfers allerdings ab oder kehrt sich der

¹⁰⁸ Nicht zuletzt deshalb hat sich die regionale Struktur der internationalen Kapitalzuflüsse nach Lateinamerika verschoben. Anfang der 1980er Jahre war Brasilien das Hauptempfängerland, Anfang der 1990er Mexiko. Vgl. Fuchs/Röhm (1996), S. 37.

¹⁰⁹ Aschinger (2001), S. 314.

Strom sogar um (z.B. wegen Änderung der Erwartung in Bezug auf die Dauerhaftigkeit der Wechselkursfixierung), ergibt sich für das Inland bei festen Wechselkursen ein Finanzierungsproblem, und die Wechselkursanbindung gerät unter Druck. Zwar wird ein Currency Board (anders als ein „normales“ Festkursystem) wegen der 100%-Deckung der Geldbasis nicht zur Wechselkursaufgabe gezwungen werden können; die bei Abwertungsdruck unvermeidliche Einschränkung der Devisenreserven und damit der Geldbasis wird aber Deflation und Rezession auslösen, so dass die politischen Kosten der Aufrechterhaltung des CB-Systems untragbar werden können.

Die Erfahrungen mit vergangenen Währungskrisen haben gezeigt, dass sich Währungskrisen auf Länder mit ähnlichen Wirtschafts- und Währungsstrukturen übertragen. Anleger haben häufig unzureichende Informationen über Fundamentaldaten einzelner Länder, so dass bei der Beurteilung der Krisenanfälligkeit von Ländern häufig Pauschalisierungen vorgenommen werden.¹¹⁰ Ursache für Beurteilungsunsicherheiten sind hohe Beschaffungskosten für präzise Informationen. Anleger folgen deshalb gern vorgeblich besser informierten Anlegern und übernehmen deren (über die Medien transportierten) Erwartungen. Durch solches **Herdverhalten** kann im Extremfall eine Krise durch pessimistische Erwartungen einiger großer Anleger ausgelöst werden, auch wenn keine fundamentalen Schwächen des Landes vorliegen.¹¹¹ In der Regel liegen allerdings solche Schwächen vor; werden sie erstmals von einem großen Anleger erkannt, setzen Verkäufe ein, und auch andere Anleger ziehen wegen der vermuteten Informationsüberlegenheit großer Anleger ihr Kapital zurück.

Große Bedeutung bei der Ausbreitung von Währungskrisen haben ähnliche Wirtschaftsstrukturen. Länder, die durch eine vergleichbare wirtschaftliche Situation charakterisiert sind, werden mit höherer Wahrscheinlichkeit von einer Währungskrise erfasst, da die Anleger aus dem Ausbruch der Krise in einem Land auf ein erhöhtes Risiko einer vergleichbaren Entwicklung in den anderen Ländern (z.B. der selben Region, des selben Entwicklungsstands, der gleichen Verschuldungsproblematik usw.) schließen. Es entsteht ein so genannter „Auf-

¹¹⁰ Aschinger (2001), S. 315; Fuchs/Röhm (1996), S. 37; Deutsche Bank (1999).

¹¹¹ Aschinger (2001), S. 182.

weckeffekt“, der eine Beunruhigung auslöst und zu einer generellen Neueinschätzung der Risiken und Erwartungen führt. Ein weiterer Faktor, der die Ausbreitung einer Währungskrise begünstigt, ist die Veränderung der Wettbewerbsfähigkeit. Länder, die miteinander wirtschaftlich verbunden sind (z.B. durch gleiche Absatzmärkte) tragen ein höheres Ansteckungsrisiko. Wird aufgrund einer Währungskrise der Wechselkurs in einem Land freigegeben, kann dies die Wettbewerbsfähigkeit dieses Landes auf dem Weltmarkt verbessern. Dadurch wird c.p. die Exportposition anderer Länder dieser Region beeinträchtigt werden und (wie in der Südostasienkrise) ein Abwertungswettlauf einsetzen („beggar my neighbor policy“).¹¹²

4.1.2 Die Mexiko-Krise von 1994

Mexiko hatte seine Währung Anfang der 1990er Jahre in Form einer kontrollierten Abwertung („crawling peg“) an den US-Dollar gebunden. Zur Inflationsbekämpfung wurde zusätzlich eine Vereinbarung zwischen Regierung, Unternehmen und Gewerkschaften getroffen.¹¹³ Dieses Stabilisierungsprogramm führte zu hohen Zuflüssen von Portfoliakapital (im Jahre 1993 in Höhe von netto knapp 28 Mrd. US-Dollar). Als (durch steigende Arbeitslosigkeit verursachte) innenpolitische Unruhen im Laufe des Jahres 1994 mit steigenden amerikanischen Zinssätzen zusammentrafen, kam es zum fluchtartigen Abzug des Kapitals; der Peso geriet unter Druck. Zur Verteidigung des Wechselkurses intervenierte die Zentralbank auf dem Devisenmarkt, so dass die mexikanischen Devisenreserven von Januar bis Oktober 1994 von 29 Mrd. auf 6 Mrd. US-Dollar sanken. Am 20. Dezember 1994 wurde das Wechselkursband zwecks Abwertung um 15 % nach unten ausgeweitet. Dies verstärkte die Abwertungserwartung der Kapitalanleger und löste eine spekulative Attacke auf den Peso aus (Peso-Kredite wurden aufgenommen und in Dollar umgetauscht). Die Zentralbank verlor bei der Kursstützung Währungsreserven und musste den Wechselkurs schließlich am 21. Dezember 1994 freigegeben. Bis zum 4. Januar 1995 büßte der Peso rund 60 % seines Wertes ein.¹¹⁴

¹¹² Ebenda.

¹¹³ Brand/Röhm (1995), S. 20; Schweickert (1995), S. 329.

¹¹⁴ Brand/Röhm (1995), S. 21; Aschinger (2001), S. 200. Allgemein zu Spekulationen auf Devisenmärkten siehe z.B. Menkhoff (1995), Volbert (1998).

Die Folgen der Krise in Mexiko breiteten sich schnell auf andere lateinamerikanische Länder aus (so genannter Tequila-Effekt). Argentinien bekam die Krise besonders stark zu spüren. Die Abwertung der mexikanischen Währung löste bei den ausländischen Investoren die Befürchtung aus, dass auch Argentinien den Festkurs aufgeben könnte (obwohl das Währungsregime nicht vergleichbar war), weil die makroökonomischen Daten ähnliche Defizite aufwiesen wie in Mexiko: hohes Leistungsbilanzdefizit, real stark überbewertete Währung, hoher Anteil des Portfoliokapitals an den gesamten Kapitalimporten. Als zusätzlicher Unsicherheitsfaktor kamen die im Mai 1995 bevorstehenden Präsidentschaftswahlen hinzu, da man im Falle einer Niederlage Menems eine Aufhebung oder Aufweichung des CB befürchtete.¹¹⁵ Neben dem *external drain* (Kapitalabzug des Auslands), kam es zu einem *internal drain*¹¹⁶ (Bankrun), der eine Liquiditätskrise innerhalb des argentinischen Finanzsystems auslöste¹¹⁷. Ein Zusammenbruch konnte nicht zuletzt durch die vom IWF, der Weltbank und der Interamerikanischen Entwicklungsbank gewährten Kredite abgewendet werden.

Die erfolgreiche Krisenbewältigung und die Wiederwahl Menems stärkte das Vertrauen in das Currency Board System, so dass die Kapitalzuflüsse 1996 bereits wieder die Höhe von 1994 erreichten.¹¹⁸ Dennoch hinterließ der Tequila-Effekt tiefe Spuren in der argentinischen Wirtschaft, denn die Liquiditätskrise führte die Wirtschaft in eine Rezession. Zwischen Dezember 1994 und März 1995 sanken die Devisenreserven der Zentralbank um rund 35 %. Die Zinssätze für Festgelder in Pesos stiegen von 9,6 % im Dezember 1994 auf 19,4 % im März 1995. Der stärker schwankende Interbankenzins stieg vom November 1994 bis März 1995 von 7,5 % auf 20,1 %. Wuchs das Bruttoinlandsprodukt in den ersten Jahren des Plan Cavallo noch mit realen Wachstumsraten um 8 %, so *sank* es 1995 als Folge der Kredit- und Investitionseinschränkung um 4,6 %.

¹¹⁵ Fuchs/Röhm (1996), S. 33.

¹¹⁶ *External drain* liegt vor, wenn es infolge von Kapitalabflüssen zu einem weit verbreiteten Umtausch von CB-Währung in Reservewährung kommt. Grund dafür kann unter anderem im allgemeinen Vertrauensverlust in die Reformmaßnahmen liegen oder in einem Zinsanstieg im Ausland; *Internal drain* ergibt sich aus der gestiegenen Bargeldhaltung der Wirtschaftssubjekte, die z.B. durch die Befürchtung einer Bankenkrise ausgelöst wird. Ein verstärkter Abzug von Bankdepositen wird auch als ein Bankenrun bezeichnet; vgl. Sachon (1998), S. 30f.

¹¹⁷ Die Zentralbank kann in einem CB-System zwar alle ZBG-Forderungen der Geschäftsbanken an sie in Ankerwährung umtauschen, nicht aber die Geschäftsbanken alle GBGG-Forderungen der Nichtbanken: Sie werden bei dramatischen Veränderungen der Bargeldquote illiquide.

¹¹⁸ Sachon (1998), S. 71f.

Die Arbeitslosigkeit stieg von 12,2 % im Oktober 1994 auf 18,4% im Mai 1995 an.

4.1.3 Die Brasilienkrise von 1999

Brasilien hatte mit dem *Plano Real* ein ähnliches Stabilisierungsprogramm wie Argentinien eingeführt. Hauptziele des Programms waren dementsprechend die Reduzierung der Inflation, die Konsolidierung des Haushalts und die Sicherung des langfristigen Wachstums. Im Juli 1994 wurde der *Real* als neue Währung eingeführt und im Verhältnis 1:1 an den US-Dollar gebunden, allerdings ohne ein Currency Board. Nach einer geringen Abwertung im März 1995 führte die brasilianische Zentralbank eine jährliche Abwertung des Real gegenüber dem US-Dollar von 7,5 % ein¹¹⁹. Die Stabilisierung gelang zunächst ähnlich wie in Argentinien: die Inflation ging stark zurück, das reale Wachstum zog an, Auslandskapital strömte ins Land und löste zusammen mit den gestiegenen Löhnen und der wachsenden realen Überbewertung des Real einen Konsumboom aus, der das Handelsbilanzdefizit schnell steigen ließ.

Mit dem Ausbruch der *Südostasienkrise* 1997/1998 geriet der Real unter starken Druck, zumal die Regierung hohe Budgetdefizite produzierte. Der Ausbruch der *Russlandkrise* im August 1998 löste schließlich spekulative Attacken auf den Real aus. Die Devisenreserven verringerten sich von Juli bis Dezember 1998 um etwa 40 Mrd. US-Dollar. Als der starke Kapitalabzug trotz einer 8%igen Abwertung des Wechselkursbandes noch immer anhielt, musste die Zentralbank am 15. Januar 1999 den Wechselkurs freigeben. Bis Ende Februar verlor der Real ca. 42 % an Wert.¹²⁰ Durch die Abwertung des Real gegenüber dem Dollar und Peso sanken die Exporte Argentinien nach Brasilien 1999 um fast 30 %¹²¹, das reale Bruttoinlandsprodukt ging deshalb um 3,4 % zurück, die Arbeitslosigkeit stieg und die Preise gingen zurück, was eine bremsende Wirkung auf die Wirtschaftsaktivität hatte (bei Deflation gewinnt Geld durch Nichtausgeben an Kaufkraft), zugleich aber auch die reale Überbewertung des Peso reduzierte.

¹¹⁹ So genanntes aktives Crawling Peg System. Vgl. Aschinger (2001), S. 298f.

¹²⁰ Aschinger (2001), S. 303f. Zu Brasiliens Politik nach der Abwertung siehe Winter (1999).

¹²¹ Ministerio de Economía, Dezember 2001.

Erstaunlicherweise hinterließ die Brasilienkrise kaum Folgen in der argentinischen Kapitalverkehrsbilanz. Zwar ging der Kapitalzustrom aus dem Ausland etwas zurück, zu nennenswerten Kapitalabzügen kam es aber nicht; die Devisenreserven der Zentralbank stiegen nach Bewältigung des Tequila-Effektes sogar. Auch die inländischen Anleger zeigten keine Panik, die Zinssätze für kurzfristige Gelder blieben stabil, da keine Einlagen abgezogen wurden. Ein schleichender Vertrauensverlust der Inländer in die Fortführung der Konvertibilität und der Wechselkursfixierung zeigte sich allerdings in Verschiebungen im Verhältnis der bei den Banken in Peso und US-Dollar gehaltenen Guthaben.¹²² Diese Entwicklung hatte allerdings schon mit der Russlandkrise eingesetzt und hielt bis zur Pesifizierung aller Depositen Anfang Januar 2002 an.

4.2 Budgetdefizite und Staatsverschuldung

Argentinien leidet, wie fast alle lateinamerikanischen Länder¹²³, an chronischen Verschuldungsproblemen. Ursächlich dafür sind durch Klientelpolitik und ineffiziente Verwaltung verursachte hohe Ausgaben und eine chronische Schwäche auf der Einnahmeseite. Diese Schwächen resultieren (wie die Schwäche zu Ausgabenkürzungen) aus dem Tatbestand der „Unterentwicklung“¹²⁴:

- Niedrige Pro-Kopf-Einkommen bedeuten geringe Steueraufbringungskraft.
- Die Steuererhebung ist schlecht organisiert (wegen der Schwäche der staatlichen Institutionen) oder schlecht organisierbar (wegen fehlender Infrastruktur), und Steuervermeidung und -hinterziehung sind deshalb weit verbreitet.
- Ein geringer Monetarisierungsgrad der Wirtschaft hält die Zahl der mit vertretbarem Aufwand besteuerten Tatbestände gering.
- Aus diesen Gründen gibt es ein Übergewicht der indirekten Steuern, weil diese leichter einzutreiben sind. Das Aufkommen aus indirekter Besteuerung ist jedoch relativ unelastisch bezüglich des Einkommens.

¹²² Vgl. Schaubild 5.

¹²³ Wichtigste Ausnahmen sind Chile und Mexiko, die über beachtliche Deviseneinnahmen aus der staatlichen Kupfer- bzw. Erdölförderung verfügen. Vgl. Nicolas (1995), S. 162.

¹²⁴ Nödinger (1987), S. 17.

Finanzierungsdefizite des Staates führen in der Regel nicht nur zu Verschuldung, sondern über die (teilweise) Monetarisierung der Defizite (d.h. die Zentralbank kauft Staatsanleihen) zu Inflation. Für eine spannungsfreie Anbindung der heimischen Währung an eine Hartwährung ist es deshalb erforderlich, für einen ausgeglichenen Staatshaushalt zu sorgen.¹²⁵ Schafft der Staat das nicht, werden sich Vermögensbesitzer in Erwartung eines internen (Inflation) und externen (Abwertung) Wertverlustes ihrer Aktiva aus dem Währungsraum zurückziehen.¹²⁶ Hohe Staatsverschuldung hat also eine hohe Signalqualität für risikoscheue Anleger.

Der argentinische Staat war vor Einführung der Konvertibilität zu einer wirkungsvollen Steuerpolitik unfähig. Die Geldpolitik wurde der Fiskalpolitik untergeordnet, und die Zentralbank finanzierte die Maßnahmen der Regierung durch Geldemission. Nach der Einführung des Currency Board Systems wurde der Regierung diese Finanzierungsmöglichkeit genommen. Durch das mit dem Stabilisierungsprogramm schrittweise wiedergewonnene Vertrauen der Kapitalanleger eröffnete sich dem Staat aber erneut die Möglichkeit zur Finanzierung auf dem internationalen Kapitalmarkt¹²⁷. Dies unterminierte jedoch das gerade wiedergewonnene Vertrauen der Geldgeber, zumal die aufgenommenen Mittel nicht produktiv, sondern ausschließlich zur Finanzierung des Budgetdefizits eingesetzt wurden. Die Folge war, dass die Anleger nur noch gegen eine höhere Verzinsung bereit waren, argentinische Staatspapiere in ihr Portfolio aufzunehmen.¹²⁸ Steigende Zinsen belasteten aber wiederum das Staatsbudget, und in Anbetracht des Unvermögens der Regierung, für eine Haushaltskonsolidierung zu sorgen, vertieften sie das Defizit. Die Fristigkeit der akzeptierten Papie-

¹²⁵ Nicolas (1995), S. 161.

¹²⁶ Herr/Spahn (1989), S. 18.

¹²⁷ Im Falle des Currency Boards erfolgt eine Ausweitung der Geldbasis im gleichen Maße, wie die Währungsreserven zunehmen. Ist das Vertrauen der internationalen Anleger durch das CB wiederhergestellt, so kann die Regierung ein Staatsdefizit durch Fremdwährungsanleihen decken. Durch den Devisenzufluss weitet sie wie früher bei der Finanzierung über die Zentralbank die Geldmenge aus und es kommt zu Preiseffekten.

¹²⁸ Eine dreißigjährige Anleihe der argentinischen Regierung, handelbar an der Börse in Frankfurt/Main, trug 1993 einen Nominalzins von 5,9 %, während eine, die 1996 begeben wurde, bereits mit einem Coupon über 11,75 % ausgestattet war.

re wird in einer solchen Situation generell kürzer, so dass der Druck zur Refinanzierung und damit das Risiko höherer Anschlusszinsen steigt.¹²⁹

Die überwiegend in ausländischer Währung angehäuften öffentlichen Verschuldungen erwies sich als gravierendes Problem. In den Jahren der Wechselkursfixierung war sie von 61 Mrd. US-Dollar im Jahre 1991 auf 146 Mrd. US-Dollar im Jahre 2000 angewachsen und sank auch 2001 nur geringfügig.¹³⁰ Der Schuldendienst wuchs folglich erheblich: 1991 mussten 8 Mrd. US-Dollar aufgebracht werden, 2001 dagegen schon 30 Mrd.¹³¹ Die Belastung des Haushalts durch die hohen Zinszahlungen schlägt sich auch im Vergleich des Budgetsaldos mit dem Primärsaldo (also dem Budgetsaldo ohne Zinszahlungen) nieder: Während das Budget zwischen 1993 und 2001 mit einer Ausnahme ein ständig wachsendes Defizit auswies, ergaben sich beim Primärsaldo mit Ausnahme des Jahres 1996 stets Überschüsse. Die wegen der Zinszahlungen zunehmende Verschuldung ist ein Kernelement zur Erklärung des Ausbruchs der Währungskrise. Sie hat zugleich eine Anpassung des unrealistisch gewordenen Wechselkurses verhindert, denn jede Abwertung des Peso hätte in gleichem Umfang steigende Zinszahlungen für den argentinischen Staat bedeutet.

4.3 Zahlungsbilanzprobleme

Aus der Logik der doppelten Buchführung folgt, dass die Zahlungsbilanz formal stets ausgeglichen sein muss. Ein Zahlungsbilanzungleichgewicht bezieht sich demnach immer nur auf den Saldo einer oder mehrerer Teilbilanzen. Ausgangspunkt aller Überlegungen ist die Erkenntnis, dass mit außenwirtschaftlichen Transaktionen binnenwirtschaftliche Konsequenzen für Sozialprodukt, Wachstum, Beschäftigung, Inflation und ferner Konsequenzen für die Autonomie der Wirtschaftspolitik verbunden sein können.¹³² Für die Beurteilung von möglichen Gefahren nichtausgeglichener Teilbilanzen für die Stabilität eines Währungsregimes mit festen Wechselkursen sind vor allem drei Teilbilanzen wesentlich:

¹²⁹ Nicolas (1995), S. 162. Nach 1996 sind nur noch Anleihen mit unterzehnjähriger Laufzeit emittiert worden.

¹³⁰ Ministerio de Economía

¹³¹ Dresdner Bank Lateinamerika

¹³² Grössl-Gschwendtner (1991), S. 8

- Die Leistungsbilanz; sie erfasst u.a. Warenhandel und Zinszahlungen.
- Die Kapitalverkehrsbilanz; sie erfasst grenzüberschreitende Kapitalbewegungen.
- Die Devisenbilanz; ihr Saldo gibt unter festen Wechselkursen Aufschluss darüber, ob die betreffende Währung unter Aufwertungs- oder Abwertungsdruck steht.

Leistungsbilanzsalden begründen Gläubiger-Schuldner-Beziehungen zwischen Ländern.¹³³ Bei einem *Leistungsbilanzdefizit* verschlechtert sich – weil das Defizit eine Zunahme der Schuld gegenüber dem Ausland bedeutet – die Nettovermögensposition eines Landes (die theoretisch der Summe aller vergangenen Leistungsbilanzsalden entspricht).¹³⁴ Bei einem *Leistungsbilanzüberschuss* erwirbt ein Land dagegen Forderungen gegenüber dem Ausland, was einem Nettokapitalexport in der Kapitalverkehrsbilanz entspricht und i.d.R. Anspruch auf Zinszahlungen der Inländer begründet, die vom Defizitland aus dem laufenden Sozialprodukt zu entrichten sind¹³⁵. Bei frei floatenden Wechselkursen würden Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz lediglich die inländische Währung auf bzw. abwerten (im Falle eines Überschusses bzw. Defizits). Bei festen Wechselkursen muss die Zentralbank im Falle eines Überschusses Devisen aufkaufen bzw. im Falle eines Defizits Devisen verkaufen. Über längere Zeit anhaltende Defizite in der Leistungsbilanz sind folglich mit der Gefährdung der Wechselkursfixierung verbunden, wenn die Devisenreserven der Zentralbank zur Neige gehen und internationale Hilfeleistungen (z.B. Beistandskredite des IWF) ausbleiben.¹³⁶

Leistungsbilanzdefizite sind für Schwellenländer normal, denn mangels eigener Produktionsmöglichkeiten müssen sie Kapitalgüter einführen, was dazu führt, dass die Importe in der Aufholphase die Exporte übersteigen¹³⁷. Reicht die inländische Sparleistung (wie üblich) nicht aus, um die Ausweitung des Kapital-

¹³³ Grössl-Gschwendtner (1991), S. 12.

¹³⁴ Nödinger (1987), S. 38.

¹³⁵ Der empirisch wichtigste Fall sind die Leistungsbilanzüberschüsse Japans, denen entsprechende Defizite der USA gegenüberstehen. Der damit einhergehende Kapitalexport Japans (Kapitalimport der USA) führt zu Zinszahlungen der USA an Japan.

¹³⁶ Grössl-Gschwendtner (1991), S. 12.

¹³⁷ Brand/Röhm (1995), S. 22.

stocks aus eigener Kraft zu bezahlen, muss zur Finanzierung ausländisches Kapital angeworben werden. Dies kann durch höhere Zinsen geschehen, aber auch durch eine Wechselkursfixierung, die das Währungsrisiko für die ausländischen Kapitalanleger ausschließt. Ein hohes Wirtschaftswachstum mit entsprechenden Renditen zieht ebenfalls ausländische Investoren an.

Der Zustrom ausländischen Kapitals wird wie erwähnt in der Kapitalverkehrsbi-lanz erfasst. Liegt der Kapitalimport über dem Leistungsbilanzdefizit, kann die Zentralbank als Currency Bord ihre Devisenreserven aufstocken. Reichen die Kapitalimporte nicht aus, um das Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, so schmelzen die Devisenreserven (und damit die Geldbasis) dahin oder die Geld- und Währungspolitik muss anderweitig für Abhilfe sorgen.¹³⁸ Problematisch sind hohe Leistungsbilanzdefizite trotz genügender Kapitalimporte, wenn es sich vornehmlich um Portfoliokapital handelt. Bei Veränderung der wirtschaftlichen Lage kann solches Kapital (das sehr „risikoscheu“ ist) schnell abgezogen werden, und für das Inland stellt sich das Problem der Anschlussfinanzierung, die nur zu höheren Zinsen bewerkstelligt werden kann. Auf diese Weise entstehen dem Land zusätzliche Kosten für Zinsen und Tilgung, was das Leistungsbilanzdefizit weiter ausdehnt und neue Kredite erfordert¹³⁹.

Ein weiterer kritischer Punkt hoher Leistungsbilanzdefizite ist die Frage, ob die in Anspruch genommenen externen Ressourcen für Konsum- oder Investitionszwecke verwendet werden. Wenn ein steigender Anteil der Importe auf Investitionsgüter entfällt und dem Schuldnerland auf diese Weise eine zunehmende Diversifikation seiner Produktionspalette und die Stärkung seines Exportsektors gelingt, dann wird es Kreditwürdigkeit genießen.¹⁴⁰ Erweist sich ein steigendes Leistungsbilanzdefizit aber als Ausdruck von wachsendem Konsum, erhöht sich das Risiko, dass die Schulden in der Zukunft nicht zurückbezahlt werden könnten.¹⁴¹ Dieser Grundgedanke lässt sich durch die Saldenmechanik der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) verdeutlichen: Die Ersparnisse der

¹³⁸ Grössl-Gschwendtner (1991), S. 10.

¹³⁹ Eine derartige Situation entstand in Argentinien wie schon erwähnt nach Ausbruch der Mexiko-Krise, als die Gefahr einer Währungskrise nur durch Hilfskredite internationaler Organisationen gebannt werden konnte.

¹⁴⁰ Caspers (2002), S. 203.

¹⁴¹ Brand/Röhm (1995), S. 22.

Haushalte (S_{HH}) und des Staates (S_G) müssen danach die Investitionen der Unternehmen (I_U) und des Staates (I_G) sowie den Saldo der Leistungsbilanz ($EX - IM$) „finanzieren“.¹⁴² Löst man nach dem Leistungsbilanzsaldo auf, so ergibt sich

$$EX - IM = S_{HH} + S_G - I_U + I_G$$

Ein Leistungsbilanzdefizit kann also auftreten, wenn zu wenig gespart wird, zu viel investiert wird oder der Staat zu viele Schulden macht. Stellt eine Regierung auf kurzfristige Vorteile ab, wird sie mit Haushaltsdefiziten den Konsum anregen und so das Sozialprodukt steigern. Auf lange Sicht verlangsamt sich das Wachstum der Volkswirtschaft, da der Kapitalstock nicht hinreichend wächst, und es erhöht sich die Gefahr, dass die Schulden in der Zukunft nicht zurückgezahlt werden könnten, denn das Ausland wird nicht beliebig lange dazu bereit sein, Kredite für laufenden Verbrauch zu gewähren.¹⁴³

Der argentinische Staat hat es nach dem Versiegen der Privatisierungserlöse nicht geschafft, den Haushalt zu konsolidieren. Seit 1994 ist er stets defizitär gewesen, im Jahre 2001 erreichte das Defizit knapp 9 Mrd. US-Dollar oder 3,2 % des Bruttoinlandsprodukts. Im Durchschnitt der Jahre 1994 bis 2000 lag das Budgetdefizit bei 1,5 %. Im Vergleich mit hoch entwickelten Ländern mag dies als nicht viel erscheinen, doch ist zu bedenken, dass Argentinien das Currency Board wegen eines *Reputationsproblems* eingeführt hat. Die Investitionsquote blieb von 1994 bis zum Jahr 2000 weitgehend konstant, in der gleichen Zeit sank die inländische Sparleistung von 17 % auf 14,5 %, was bedeutet, dass ein wachsender Teil der Kapitalausweitung aus ausländischen Ersparnissen finanziert worden ist.

Insgesamt lässt sich empirisch festhalten, dass sowohl die Höhe des argentinischen Leistungsbilanzdefizits als auch seine Wurzeln (Budgetdefizite, zu hoher Konsum bzw. zu geringes Sparen) bereits früh Anlass zur Besorgnis gaben.

¹⁴² Vgl. z.B. Wienert (2001), S. 31.

¹⁴³ Vgl. Caspers (2002), S. 202; Brand/Röhm (1995), S. 23.

4.4 Ausbruch der Währungskrise

Die argentinische Währungskrise kam nicht über Nacht. Der Plan Cavallo verhalf der argentinischen Wirtschaft zunächst zu einem soliden Wachstum, beseitigte die chronische Inflation und ebnete Argentinien den Zugang zu internationalen Kapitalmärkten. Doch die Verschlechterung der fundamentalen Daten gegen Ende der 1990er Jahre zeigt, dass bereits seit etwa 1997/98 (als die asiatische Krise ausbrach) die Gefahr einer Währungskrise spürbar zunahm:

- Der *Merval-Index* der Börse in Buenos Aires büßte nach starken Zuwächsen seit Mitte 1997 kontinuierlich an Wert ein.
- Das reale BIP-Wachstum verringerte sich von 8,2 % im Jahre 1997 auf 3,9 % im darauf folgenden Jahr, die Zuwachsrate des privaten Konsums von 8,9 % auf 1,7 %.
- Die Industrieproduktion war seit etwa Mitte 1998 rückläufig, die Exporte stagnierten, da der Weltmarkt wenig aufnahmefähig war und sich der Peso mit dem Dollar stark aufwertete.
- Die Staatsschuld nahm im Jahre 1998 um 11 % auf 83 Mrd. US-Dollar zu, das Leistungsbilanzdefizit stieg um 20 % und erreichte fast 15 Mrd. US-Dollar, wobei etwa die Hälfte der Summe auf Zinszahlungen ans Ausland zurückzuführen war. Da die Kapitalimporte Argentinien im Jahre 1998 immer noch deutlich über dem Leistungsbilanzdefizit lagen, war dessen Finanzierung zwar nicht gefährdet, allerdings musste nachdenklich stimmen, dass ca. 60 % der Kapitalzuflüsse Portfolioinvestitionen waren.

Im Laufe der Jahre 1999 und 2000 verschlechterten sich die gesamtwirtschaftlichen Daten Argentinien weiter.

- Das BIP fiel im Jahre 1999 um 3,4 % und in 2000 um weitere 0,5 %. Die Arbeitslosigkeit nahm zu und erreichte Ende 2000 einen Stand von knapp 15 %; ein ähnlich großer Anteil der Erwerbspersonen war unterbeschäftigt.

- Das Defizit der Leistungsbilanz verringerte sich wegen des krisenbedingten Importrückgangs, die in der Leistungsbilanz verzeichneten Zinszahlungen nahmen aber weiter zu.
- Das Budgetdefizit betrug ohne Privatisierungserlöse 7,4 Mrd. US-Dollar für das Jahr 1999 und 7 Mrd. US-Dollar für das folgende Jahr.
- Die Preise sanken 1999 und 2000 um 1,8 % bzw. 0,8 %, die Geldbasis schrumpfte um 2,1 % und 6,4 %.
- Das schwindende Vertrauen der Inländer in die heimische Währung schlug sich in der Entwicklung der Spareinlagen nieder: Seit etwa Mitte 1998 wurde zunehmend in US-Dollar gespart, die Umbuchung der Peso- auf Dollar-Konten war mit einer Reduktion der Peso-Geldbasis verbunden. Die ins Land fließenden Devisen wurden zunehmend fürs Sparen genutzt und nicht in Peso getauscht, so dass der negative Liquiditätseffekt durch Kapitalimporte nicht aufgehalten werden konnte.
- Der Merval-Aktienindex setzte nach einer kurzen Erholung im Jahr 1999 seine Talfahrt fort und erreichte Ende 2000 einen Stand von 417 Punkten gegenüber 850 Punkten im Juli 1997.

Die Endphase begann im vierten Quartal 2000, als aufgrund der weiteren Verschlechterung der makroökonomischen Daten der internationale Kapitalmarkt für Argentinien verschlossen blieb. Zu diesem Zeitpunkt begannen ausländische Investoren, ihr Kapital aus dem Land abzuziehen. Fortan finanzierte Argentinien sein Leistungsbilanzdefizit mit Hilfskrediten internationaler Organisationen und durch Abbau der Devisenreserven. Als Folge des starken Kapitalabzugs stieg der kurzfristige Zinssatz von 7,25 % im Juli 2000 auf 12,25 % im Dezember desselben Jahres. Der Interbankenzins stieg in gleicher Zeit von 7,1 % auf 13,3 %. Im Verlaufe des Jahres 2001 spitzte sich die Situation im Lande bedrohlich zu. Die Kapitalflucht verstärkte sich, der kurzfristige Zins, der zwischenzeitlich etwas gefallen war, schnellte wieder hoch und erreichte im November 2001 knapp 32 %. Der stärker schwankende Interbankenzins¹⁴⁴ stieg sogar auf 81 %.

¹⁴⁴ Die extrem hohe Volatilität des Interbankensatzes in Krisenzeiten lässt sich mit den Hilfskrediten des IWF erklären, die sich jeweils für eine kurze Zeit beruhigend auf den Bankensektor auswirkten.

Den „external drain“ begleitete seit Februar 2001 der „internal drain“, der sich aus der Befürchtung einer Bankenkrise speiste und nun auch die Dollar-Konten erfasste (die Peso-Bestände waren bereits seit dem Ausbruch der Russlandkrise verringert worden). In der Zeit vom Februar bis November wurden ca. 13,3 Mrd. Peso und 5,7 Mrd. US-Dollar von den Banken abgezogen (40 % bzw. 11 % der Einlagen). Die Liquiditätskrise der Banken spitzte sich zu, da sie die Einlagen naturgemäß zur Kreditschöpfung genutzt hatten und deshalb nicht im Stande waren, allen Sparern gleichzeitig ihre Guthaben auszuzahlen.

Ein beträchtlicher Teil des abgehobenen Geldes wurde ins Ausland transferiert, was zusammen mit dem Abzug von Portfoliokapital zum Abschmelzen der Devisenreserven der Zentralbank führte: Sie verlor zwischen Februar und November 2001 rund 17 Mrd. US-Dollar an Reserven. Die Geldbasis verringerte sich um 20 %. Als der IWF die Auszahlung einer für Dezember fälligen Kreditrate gestoppt hatte, brach die Währungskrise offen aus. Da die Regierung an der festen Dollarbindung des Peso festhielt, die Liquiditätskrise des Bankensektors bedrohliche Ausmaße annahm, verfügte die Regierung am 3. Dezember zum Schutze des argentinischen Finanzsystem eine Kontensperre, den so genannten *Corralito* (Laufstall), und erlaubte den Kontoinhabern lediglich 250 Peso pro Woche abzuheben. Dies verhinderte zwar die Illiquidität des Bankensektors, doch löste diese Maßnahme Proteste der Bevölkerung aus, zumal die Kontensperrung genau in der Vorweihnachtszeit verhängt wurde.

Die Ereignisse vom Dezember 2001 erinnerten an die Zeit der Hyperinflation aus dem Jahre 1989, als Massendemonstrationen das Ende der Regierungszeit von Präsident Alfonsín eingeläutet hatten. Die Geschichte schien sich zu wiederholen. Lautstarke Aktionen der Sparer gegen die Kontensperrung waren an der Tagesordnung; wegen Verarmung großer Teile der Bevölkerung es kam landesweit zu Plünderungen von Lebensmittelgeschäften. Bei den Polizeiaktionen gab es Tote und Verletzte. Präsident de la Rúa, der 1999 ins Amt gewählt worden war¹⁴⁵, gelang es nicht, der Lage Herr zu werden. Am 19. Dezember trat Wirtschaftsminister Cavallo zurück, kurz darauf auch de la Rúa. Am 22. De-

¹⁴⁵ Menem durfte nach den Verfassungsbestimmungen nach zwei Amtsperioden nicht mehr antreten.

zember wurde der Peronist Saá von der Gesetzgebenden Versammlung zum neuen Übergangspräsidenten gewählt. Er verkündete die Einstellung der Bedienung von Auslandsschulden, das Festhalten an der Dollarbindung des Peso und die Einführung einer dritten Landeswährung, um der Wirtschaft die nötige Liquidität zu verschaffen¹⁴⁶. Die mit der Aussetzung des Schuldendienstes frei werdenden Mitteln sollten zur Schaffung von einer Million Aushilfsstellen beim Staat verwendet werden, jedem Arbeiter sollte ein lebenslanger Mindestlohn zugesichert werden usw. Saá trat als „Caudillo“ mit altperonistischem Gehabe auf und ließ sich von der größte Gewerkschaft des Landes (einschließlich einer Gedenkminute für Eva Perón) feiern. Vertrauen bei der Bevölkerung weckte er allerdings kaum, auch die meisten peronistischen Provinzgouverneure versagten ihm ihre Gefolgschaft. Unter massiven Protesten der Bevölkerung trat er nach nur einer Woche zurück.

Nach kommissarischer Amtsübernahme durch den Parlamentspräsidenten wurde am 1. Januar 2002 Eduardo Duhalde (PJ) Präsident. Am 6. Januar 2002 verabschiedete das Parlament ein Notstandsgesetz mit folgenden Maßnahmen: Umstellung aller Dollarschulden bis 100.000 US-Dollar im Verhältnis 1:1 auf den Peso (sog. Pesifizierung), Umwandlung aller privaten Verträge auf Peso im Verhältnis 1:1 für 180 Tage, danach sollte neu verhandelt werden; Guthaben in Dollar sollten nach einer Beruhigung des Bankensektors wieder in Dollar zurückgezahlt werden; für den Außenhandel wurde ein Wechselkurs von 1,40 Peso je US-Dollar festgelegt, für alle anderen Transaktionen gab es einen frei schwankenden Wechselkurs. Der Übergang zu frei schwankenden Wechselkursen erfolgte einen Monat später, der Peso verlor daraufhin rapide an Wert (vgl. Schaubild 6).

Der Ausbruch der Währungskrise im Dezember 2001 war der Schlussstein eines katastrophalen Jahres. Das Bruttoinlandsprodukt war 2001 um 2,7 % gesunken, die Industrieproduktion um 20 %, das Baugewerbe verzeichnete einen

¹⁴⁶ Der aus der Kapitalflucht herrührenden Liquiditätskrise begegneten die Bundesregierung sowie eine Vielzahl von Provinzen seit ca. August 2001 mit der Ausgabe von geldähnlichen Schuldscheinen – z.B. Lecop, Lecor, Patacones usw. Die neue Währung, der „Argentino“, sollte mit dem Immobilienbesitz des Staates „abgesichert“ werden, wovon nicht einmal das Parlamentsgebäude und der Regierungspalast ausgeschlossen sein sollten – ein populistischer Irrwitz.

Rückgang von rund 36 %. Die Folgen für die Beschäftigung waren verheerend, die Arbeitslosenquote erreichte Ende 2001 einen Stand von 19 %. Mit der Abwertung tauchte das Inflationsgespenst wieder auf. Viele der importierten Produkte, aber auch die im Inland hergestellten Nahrungsmittel verzeichnen einen starken Preisanstieg. Vor allem bei Produkten, die sowohl auf dem Inlands- als auch auf dem Auslandsmarkt Absatz finden, stiegen die Preise aufgrund der Dollarfakturierung zum Teil um ein Vielfaches. Bis Ende März 2002 wurde eine akkumulierte Inflation von ca. 10 % erreicht, nach einer Deflation im Jahre 2001 von 1,5 %. Das BIP der ersten drei Monate fiel um rund 16,2 % gegenüber der gleichen Vorjahresperiode, die Industrieproduktion schrumpfte um weitere 5 % gegenüber Dezember 2001, die Aktivitäten in der Bauwirtschaft sanken nochmals um 12 %. Arbeitslosigkeit und Armut breiteten sich weiter aus und rissen immer größere Teile der Mittelschicht in den Abgrund. Nach Angaben des argentinischen Statistikamtes lebten im März 2002 rund 40 % der Bewohner des Großraums Buenos Aires unterhalb der Armutsgrenze.

Schaubild 6

Preis des Peso in US-Dollar seit der Wechselkursfreigabe



Quelle: Boletín Estadístico del B.C.R.A.

Besondere Sorgen bereitete der Bankensektor, der bereits durch den im Laufe des Jahres 2001 anhaltenden Depositenabzug stark in Bedrängnis geriet. Die Entscheidung der Regierung, alle Kredite im Verhältnis 1:1 in Peso umzutauschen, während die Guthaben in der ursprünglichen Währung zurückgezahlt werden sollten, verschärfte die Krise der Banken. Diese Entscheidung muss als politisches Kalkül gewertet werden, um die protestierenden Menschen auf der Straße zu beruhigen. Schnell wurde allerdings klar, dass diese Verfügung für die Banken nicht durchführbar war, ohne sie in die Insolvenz zu treiben, denn ihre Dollarbestände reichten dafür nicht aus.

Mitte Januar 2002 ordnete das Wirtschaftsministerium an, alle Guthaben in Festgelder umzuwandeln und deren Rückzahlung in einem Rückzahlungsplan zu organisieren. Danach sollte die Rückzahlung der Pesoeinlagen in nach der Höhe des Guthabens gestaffelten Raten ab März erfolgen, während die Dollareinlagen frühestens ab Januar 2003 jeweils in Raten zur Auszahlung kämen. Im Februar folgte ein weiteres Dekret des Präsidenten, in dem die Pesifizierung aller auf US-Dollar lautenden Depositen zu dem offiziellen Wechselkurs von 1,40 Peso angeordnet wurde. Um die Wirtschaftsaktivität anzukurbeln, die durch die Bankenkrise völlig erlahmte, erlaubte die Regierung den Kauf von Immobilien oder fabrikneuen Fahrzeugen mit Festgeldzertifikaten; der Kauf war aber mit einem Abschlag auf den Nennwert von ca. 25 % verbunden. Gleichzeitig bot man den im *Corralito* gefangenen Sparern die Möglichkeit an, ihre Guthaben in argentinische Staatsanleihen zu tauschen, die entweder auf den US-Dollar oder auf Peso lauteten. Die Pes oanleihen wurden mit einem Inflationsindex ausgestattet, der die Werterhaltung der Zertifikate garantierte und täglich von der Zentralbank angepasst wurde.

Auch sechs Monate nach Ausbruch der Krise ist kein Ende in Sicht. Bisher haben es weder die Provinzen noch die Bundesregierung geschafft, das Haushaltsdefizit nach Vorgaben des IWF um rund 60 % zu reduzieren. Stattdessen wird die bereits seit August 2001 betriebene Praxis der Ausgabe von geldähnlichen Schuldscheinen weiterverfolgt. Die noch vorhandenen Pesobanknoten, die nicht im *Corralito* stecken, werden gehortet oder für den Dollarkauf verwendet, während die aus der (Liquiditäts-) Not geborenen Schuldscheine breite Ak-

zeptanz und für alle möglichen Transaktionen Verwendung finden.¹⁴⁷ So werden damit Renten und Pensionen, Beamtengehälter und Steuern gezahlt; auch private Unternehmen gehen verstärkt dazu über, die Gehälter in der neuen Quasiwährung zu bezahlen, während die Pesonoten immer seltener gesichtet werden. Bis Anfang März 2002 wurden insgesamt rund 3 Mrd. Peso in Schuldscheinen ausgegeben, die in Relation zur Geldbasis vom Dezember 2001 (neuere Daten lagen z.Z. des Abschlusses der Arbeit nicht vor) etwa 20 % der im Umlauf befindlichen offiziellen Banknoten ausmachen.

Die teilweise Lockerung der im *Corralito* eingefrorenen Gelder wirkte sich bisher nicht positiv auf die Gesamtwirtschaft aus. Zwar hatte ein Teil der Sparer die Festgeldzertifikate zum Kauf von langlebigen Gütern verwendet, doch die Mehrheit von ihnen versuchte mit dem Kauf nur, das Geld wieder flüssig zu machen, um es für den Dollartausch zu verwenden. Die Möglichkeit des freiwilligen Tausches der Depositen gegen argentinische Staatstitel haben bisher nur wenige in Anspruch genommen. Dies verwundert aber nicht, denn kein Sparer wird sein Geld gegen Wertpapiere eines bankrotten Staates tauschen, seien sie mit noch so attraktiven Konditionen ausgestattet.

5 Schlussbetrachtung

Die aktuelle makroökonomische Situation in Argentinien erinnert an Erfahrungen Deutschlands während der Weltwirtschaftskrise¹⁴⁸: Die Reichsmark war seit der Stabilisierung 1923 real zunehmend überbewertet, die feste Goldparität lockte (v.a. kurzfristiges) ausländisches Kapital ins Land wodurch Devisenreserven akkumuliert werden konnten, obwohl die Leistungsbilanz defizitär war, der Staat finanzierte seine Ausgaben durch beachtliche Haushaltsdefizite, die Auslandsschulden waren als Folge des verlorenen Krieges erdrückend hoch. Mit der einsetzenden Weltwirtschaftskrise wurden vor allem amerikanische und französische Kapitalanlagen abgezogen (external drain), die Gold- und Devisenreserven der Zentralbank schmolzen dahin und die Geldbasis schrumpfte.

¹⁴⁷ Es bestätigt sich also eine alte Erfahrung: das schlechte Geld verdrängt das Gute.

¹⁴⁸ Den Hinweis auf die Parallelität verdanken wir Ulrich Hombrecher. Zur Entwicklung in Deutschland zur Zeit der Weltwirtschaftskrise vgl. Schiemann (1980); James (1988) sowie Henning (1993), S. 90-140.

Aus Angst vor explodierenden Zinslasten auf die Fremdwährungsschulden und steigende Importpreise hielt die Politik dennoch an der überbewerteten Goldparität der Reichsmark fest. Die durch die Hyperinflation der frühen zwanziger Jahre traumatisierten Sparer fürchteten Situation um ihr Geld; ein Bankrun (internal drain) setzte ein. Die dadurch verursachte Liquiditätsklemme der eigenkapitalschwachen Banken hatte trotz Depression steigende reale Zinsen zur Folge, was die ohnehin rückläufige Investitionstätigkeit weiter drückte. Da die Haushalte die von den Banken abgezogenen Mittel aus Furcht vor Arbeitsplatz- und Einkommensverlusten horteten, fiel zugleich der Private Verbrauch zurück, auch der Staat verfolgte unter dem Druck der Haushaltsdefizite eine Politik der Ausgaben- und damit Nachfragesenkung. In der Summe ergab sich eine *Deflationsspirale*, die die Industrieproduktion und das BIP stark sinken und die Arbeitslosigkeit in die Höhe schnellen ließ.

Die ähnlich wie in Deutschland Anfangs der 1930er Jahre ausweglos erscheinende Lage in Argentinien ist das Ergebnis vieler verpasster Chancen. Als zu Beginn der 1990er Jahre die Wechselkursfixierung beschlossen wurde, begann für Argentinien (wie in Deutschland nach Einführung der Rentenmark im Jahr 1923) eine Phase wirtschaftlicher Prosperität. Selbst die Folgen der Mexiko-Krise konnten schnell überwunden werden, ohne dem System einen wirklichen Schaden zuzufügen. Spätestens da wäre es erforderlich gewesen, über den weiteren Weg kritischer nachzudenken. Eine Wechselkursfixierung kann nur eine Übergangslösung zum Reputationsimport sein, denn sie bringt außer vielen Vorteilen auch erheblichen Gefahren mit sich. Diese wurden seit etwa 1997 deutlich: Hohe Leistungsbilanzdefizite, real stark überbewerteter Wechselkurs, deutlich zunehmende Staatsverschuldung und Wachstumsschwäche waren Anzeichen einer kritischen Entwicklung, die von der Politik ignoriert wurden. Auch der Zusammenbruch der Dollaranbindung in anderen Ländern, der das Vertrauen der Investoren in derartige Währungsregimes schwindenden ließ, führte nicht zu einer Neuorientierung.

Nach knapp 12 Jahren Konvertibilität sind die fast schon vergessenen Gespenster der Vergangenheit zurückgekehrt. Kapitalflucht, Arbeitslosigkeit, sozia-

le Unruhen beherrschenden den Alltag; eine Atmosphäre der Hoffnungslosigkeit und Apathie liegt über dem Land. Die gesamtwirtschaftlichen Kosten des misslungenen Currency-Board-Experiments sind schon jetzt immens; es bleibt zu hoffen, dass das sie durch weitere wirtschaftspolitische Fehler nicht noch steigen. Im Deutschland der Weltwirtschaftskrise setzten viele Menschen ihre Hoffnung darauf, dass der Staat oder ein starker „Führer“ einen Ausweg weist. Ähnlich wie die Deutschen müssen auch die Argentinier lernen, dass der Staat nur einen guten Ordnungsrahmen setzen kann, die eigentliche Leistung aber immer von den Bürgern selbst zu erbringen ist. Ohne eine solche Änderung in den Köpfen werden hemmungslose Populisten das Land immer wieder in Krisen führen. Die Voraussetzungen für solche Änderungen sind gegenwärtig allerdings denkbar schlecht, die Bedeutung der Mittelschicht sinkt, der Staat versagt bei klassischen Aufgaben (z.B. Öffentliche Sicherheit, Ausbildung), das Land ist dabei, in Anarchie zu versinken.

Literaturverzeichnis

- Aschinger, Gerhard (2001); Währungs- und Finanzkrisen: Entstehung, Analyse und Beurteilung aktueller Krisen, Verlag Vahlen, München.
- Balán, Jorge (1978); Una cuestión regional en la Argentina: burguesías provinciales y el mercado nacional en el desarrollo agro-exportador, in: Desarrollo económico, Band 18, Heft 69, Buenos Aires, S. 49-85.
- Baliño, Tomas J. et al. (1997), Currency Board Arrangements: Issues and Experiences. IMF Occasional Papers No. 151, Washington D.C.
- Bernecker, Walter L. und Tobler, Hans W. (1996); Development and underdevelopment in America: contrasts of economic growth in North and Latin America in historical perspective, Verlag de Gruyter, Berlin u.a.
- Birle, Peter (1994); Argentinien: Unternehmer, Staat und Demokratie, Verlag Vervuert, Frankfurt am Main.
- Bofinger, Peter (1991); Festkurssysteme und geldpolitische Koordination, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden.
- Boris, Dieter (2001); Zur politischen Ökonomie Lateinamerikas. Der Kontinent in der Weltwirtschaft des 20. Jahrhunderts, VSA-Verlag, Hamburg.
- Bouzas, Roberto (1993); ¿Más allá de la estabilización y la reforma? Un ensayo sobre la economía argentina a comienzos de los '90, in: Desarrollo económico, Band 33, Heft 129, Buenos Aires, S. 3-28.
- Brand, Diana und Röhm, Thomas (1995); Ursachen und Konsequenzen der mexikanischen Währungskrise, in: ifo Schnelldienst, Heft 7, S. 20-29.
- Caspers, Rolf (2002); Zahlungsbilanz und Wechselkurs, Verlag Oldenburg, München/Wien.
- Diehl, Markus und Schweickert, Rainer (1997); Wechselkurspolitik im Aufholprozess: Erfahrungen lateinamerikanischer, europäischer und asiatischer Länder, Verlag J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.
- Dittus, Peter (1987); Die Wahl der Geldverfassung, Carl Heymanns Verlag, Köln/Berlin/Bonn/München.
- Engel, Stefan (1993); Argentinien – Leben, Sehnsucht und Kampf am Río de la Plata, Neuer Weg Verlag, Essen.
- Fernandez, Gabriela A. (1997); El impacto de la convertibilidad en el sector financiero, in: Cuestiones Económicas, Heft 31, S. 87-134.
- Feuerstein, Switgard (2000); Currency Boards – Funktionsweise und Erfahrungen in ausgewählten Transformationsländern, in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, Band 26, S. 228-247.
- Freytag, Andreas (1997); Einige Anmerkungen zur Wahl der Reservewährung eines Currency Boards, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Heft 1, S. 3-19.
- Freytag, Andreas (1998); Geldpolitische Regelbindung als Teil der wirtschaftlichen Gesamtordnung: Der argentinische Currency Board, in: ORDO – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Band 49, S. 379-398.

- Freytag, Andreas (1999); Stabilitätsimport durch Wechselkurspolitik: Zur Bedeutung des Currency Board Systems, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 12, S. 612-619.
- Fuchs, Nicola und Röhm, Thomas (1996); Argentinien und Brasilien: Wirtschaftsreformen bei volatilen Kapitalströmen, in: ifo Schnelldienst, Heft 25/26, S. 33-43.
- Fuhrmann, Wilfried (1999); Zur Theorie des Currency Boards, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Heft 1, S. 85-104.
- Fuhrmann, Wilfried und Richert, Robert (1995); Ein Währungssystem mit einem Currency Board, in: WISU – das Wirtschaftsstudium, Heft 12, S. 1035-1039.
- Grössl-Gschwedtner, Ingrid (1991); Zahlungsbilanz- und Wechselkursstheorie, Oldenburg Verlag, München/Wien.
- Henning, Friedrich-Wilhelm (1993); Wirtschafts- und Sozialgeschichte Band 3: Das industrialisierte Deutschland 1914 – 1992, 8. Auflage, Verlag Ferdinand Schöningh, Paderborn u.a.
- Herr, Hansjörg und Spahn, Heinz-Peter (1989); Staatsverschuldung, Zahlungsbilanz und Wechselkurs: außenwirtschaftliche Spielräume und Grenzen der Finanzpolitik, Transfer-Verlag, Regensburg.
- Hoffmann, Lutz (1970); Importsubstitution und wirtschaftliches Wachstum in Entwicklungsländern, Verlag J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.
- James, Harold (1988); Deutschland in der Weltwirtschaftskrise 1924 – 1936, Deutsche Verlagsanstalt, Stuttgart.
- Köhler, Petra und Schwiete, Mark (1999); Erfahrungen mit Wechselkursanbindungen an D-Mark oder Dollar, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 12, S. 602-605.
- Krüger, Malte (1994); Das Currency Board System, in: WISU – das Wirtschaftsstudium, Heft 10, S. 783-787.
- Lüdiger, Martin (1987); Schwankungen des realen Wechselkurses und ihre makroökonomischen Implikationen für Beschäftigung, Volkseinkommen und Geldwert, Verlag V. Florentz, München.
- Maza Zavala, Domingo Felipe (1995); La caja de conversión: und mecanismo monetarista, in: Nueva Economía, Heft 5, S. 3-46.
- Menkhoff, Lukas (1995); Spekulative Verhaltensweisen auf Devisenmärkten, Verlag J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.
- Mosqueira, Gerónimo (2000); Die ökonomischen Auswirkungen alternativer Wechselkurssysteme im Mercosur, in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, Band 26, Heft 3, S. 248-271.
- Nicolas, Alrich (1995); Geldverfassung und Entwicklung in Lateinamerika, Metropolis-Verlag, Marburg.
- Nödinger, Helmut E. (1987); Verschuldung von Entwicklungs- und Schwellenländern, Verlag Rüegger, Grösch.
- Otte, Max (1999); Makroökonomik, WRW-Verlag, 3. Auflage, Köln.

- Paul, Harald (1993); Die Reform von Verfassung und Verwaltung in Argentinien: Das Projekt der Hauptstadtverlegung unter Präsident Alfonsín, Arnold-Bergstraesser-Institut, Freiburg.
- Perez dos Santos, Monica Luján (1998); Ordnungspolitische Bedingungen des Wirtschaftswachstums, Verlag Paul Haupt, Bern/Stuttgart/Wien.
- Palermon, Vicente und Navaro, Marcos(1996); Política y poder en el gobierno de Menem, Grupo Editorial Norma, FLACSO, Buenos Aires.
- Queisser, Monika (1991); Wirtschaftskrise und Stabilisierungsversuche in Argentinien, in: ifo Schnelldienst, Heft 8/9, S. 21-27.
- Romero, Luis Alberto (1994); Breve Historia Argentina Contemporánea, Verlag Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- Sachon, Julia (1998); Das Currency-Board-System der Währungspolitik als Stabilisierungsinstrument am Beispiel Argentinien, Tectum Verlag, Marburg.
- Sangmeister, Hartmut (1998); Chile als Modell für Lateinamerika? Die Wirtschaftsreformen in Argentinien, Brasilien und Chile im Vergleich, in: Aus Politik und Zeitgeschichte. Beilage zur Wochenzeitung Das Parlament, Heft 39, S. 29-41.
- Sangmeister, Hartmut (2000); Finanzkrisen, Währungskrisen, Wirtschaftskrisen: Konstanten des lateinamerikanischen Entwicklungsprozesses?, in: Aus Politik und Zeitgeschichte. Beilage zur Wochenzeitung Das Parlament, Heft 37/38, S. 39-46.
- Schiemann, Jürgen (1980); Die deutsche Währung in der Weltwirtschaftskrise 1929 – 1933, Verlag Paul Haupt, Bern/Stuttgart.
- Schmücker, Julia (1998); Erfolgreiche Stabilisierungspolitik nach einer großen offenen Inflation. Der Plan Cavallo in Argentinien, Tectum Verlag, Marburg.
- Schweickert, Rainer (1995); Der Wechselkurs als Stabilisierungsinstrument - „Pacto“ (Mexiko) versus „Convertibility“ (Argentinien), in: Vierteljahreshefte des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, S. 325-339.
- Schweickert, Rainer (1998); Chancen und Risiken eines Currency Board Systems, in: Vierteljahreshefte des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, S. 421-442.
- Schweickert, Rainer (2000); Leistungsbilanzentwicklung ausgewählter Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas: Ursachen und wirtschaftspolitische Konsequenzen, Verlag J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.
- Volbert, Alexander (1998); Spekulation, Preisbildung und Volatilität auf Finanz- und Devisenmärkten, Verlag Duncker & Humblot, Berlin.
- Wienert, Helmut (2001); Grundzüge der Volkswirtschaftslehre. Band 2: Makroökonomie, Verlag Kohlhammer, Stuttgart u.a.
- Winter, Lorenz (1999); Brasiliens neuer Kurs, in: Die Bank, Heft 5, S. 314-318.