

Sell, Friedrich L.

**Working Paper**

## Allianzen zur Wiederherstellung internationaler Zahlungsfähigkeit: Ein Modell für Argentinien?

Diskussionsbeiträge, No. 2003,1

**Provided in Cooperation with:**

Bundeswehr University Munich, Economic Research Group

*Suggested Citation:* Sell, Friedrich L. (2003) : Allianzen zur Wiederherstellung internationaler Zahlungsfähigkeit: Ein Modell für Argentinien?, Diskussionsbeiträge, No. 2003,1, Universität der Bundeswehr München, Fachgruppe für Volkswirtschaftslehre, Neubiberg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/32827>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**Universität der Bundeswehr München**  
Institut für Volkswirtschaftslehre



Friedrich L. Sell

**Allianzen zur Wiederherstellung  
internationaler Zahlungsfähigkeit:  
Ein Modell für Argentinien?**

**Die Münchener Zeitschrift**

# **Allianzen zur Wiederherstellung internationaler Zahlungsfähigkeit: Ein Modell für Argentinien?**

**Friedrich L. Sell<sup>#</sup>**

Universität der Bundeswehr München

---

<sup>#</sup> Universität der Bundeswehr München, Fakultät für Wirtschafts- und Organisationswissenschaften, Institut für Volkswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Makroökonomik und Wirtschaftspolitik, Werner-Heisenberg-Weg 39, D-85577 Neubiberg, Tel./Fax: +49 (0)89 6004-4230, E-Mail: [friedrich.sell@unibw-muenchen.de](mailto:friedrich.sell@unibw-muenchen.de), Homepage: <http://www.unibw-muenchen.de/campus/WOW/v1061/deutsch/start.html>.



# Inhaltsverzeichnis

1	EINLEITUNG .....	2
2	ZUR ÖKONOMISCHEN INTUITION EINER KOOPERATIVEN FINANZPOLITIK.....	3
3	DAS MODELL.....	7
4	WIRTSCHAFTSPOLITISCHE SCHLUBFOLGERUNGEN.....	16
	LITERATURVERZEICHNIS.....	19
	ANHANG .....	21
	EINE CHRONIK DER ARGENTINISCHEN FINANZMARKTKRISE (JUNI 2001-JUNI 2003) .....	21



## **Abstract**

Argentina has defaulted on its external debt on January, 2002. The country hopes for “fresh money” from the IMF. However, the Fund has opted for a different policy than in earlier years: it now has set a number of pre-conditions to be fulfilled not only by the central government, but also by the state provinces. Among them are that the central government and the provinces find a co-operative agreement about budget/debt consolidation, intra-state transfer payments and the distribution of tax income. These issues can be modelled based on the theory of alliances, where the provinces and the central government have to “produce” jointly the public good “regaining international solvency”. We show in our paper that the new IMF conditionality can work as a self-enforcing contract and provide positive externalities to Argentina.

Argentinien hat im Januar 2002 seine Zahlungsunfähigkeit erklärt und hofft seitdem auf neue Kredite des IWF. Anders als früher stellt der IWF nicht nur an die Zentralregierung Vorbedingungen: er fordert nämlich insbesondere, daß die Gebietskörperschaften eine kooperative Politik der Haushaltskonsolidierung betreiben sowie den föderalen Finanzausgleich und die Verteilung der Steuereinnahmen untereinander neu regeln. Diese Probleme lassen sich theoretisch in einem Allianzmodell darstellen, bei dem die Provinzen und der Zentralstaat das öffentliche Gut „Wiederherstellung der internationalen Zahlungsfähigkeit“ gemeinsam „herstellen“ müssen. Es wird in diesem Beitrag gezeigt, daß die bedingte Kreditzusage des IWF wie ein sich selbst durchsetzender Vertrag („self-enforcing contract“) wirken kann und im betroffenen Land eine positive Externalität auslöst.

Schlagworte: Finanzmarktkrise, Verschuldungskrise, Allianztheorie, Argentinien, emerging economies

JEL-Klassifikation: H63, F34, O23, O54

## 1 EINLEITUNG<sup>1</sup>

Die schwere argentinische Wirtschaftskrise hält immer noch an: Bis auf Kredite internationaler Organisationen wurden (und werden nach wie vor) seit Januar 2002 keine Auslandsschulden mehr bedient, nach der Aufgabe des Currency Boards und der Eins zu Eins Bindung an den US-Dollar erfuhr der Peso eine dramatische Abwertung, der inländische Bankensektor steckt voller abschreibungsbedürftiger Aktiva, die Rezession hat hunderttausende von Arbeitsplätzen vernichtet. Das Land befindet sich in einer tiefen wirtschaftlichen Depression und ist seit der Erklärung seiner Zahlungsunfähigkeit Anfang des Jahres 2002 von dem internationalen Kapitalmarkt faktisch abgeschlossen.<sup>2</sup>

Der Sturzflug des Pesos im Jahr 2002 (siehe Chronik März 2002) – nach der vorübergehenden erfolglosen Einführung eines dualen Wechselkurses (siehe Chronik Juni 2001) – bedeutete für viele kleine und mittlere Firmen Argentinens, die sich am Binnenmarkt orientieren und die erhöhten Preise importierter Vorprodukte nicht schultern können, das Aus. Nur wenige, meist ausländische Unternehmen dieser Größenklasse, „retteten“ sich mit höheren Exporten, deren preisliche Wettbewerbsfähigkeit bei einem Wertverlust des Pesos gegenüber dem US-Dollar seit Januar 2002 von rund 75 % notgedrungen zugenommen hatte. Gesamtwirtschaftlich reichte dieser Effekt aber bei weitem nicht aus, um die Rezession zu stoppen, denn die argentinischen Exporte machen gerade einmal 10 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) aus. Eben dieses BIP ist im Zuge der Krise beispielsweise im ersten Quartal 2002 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 16,3 % gesunken. Damit war die argentinische Wirtschaft in insgesamt 14 aufeinander folgenden Quartalen geschrumpft. Dieser Schrumpfungsprozeß hielt bis Ende 2002 an.

Die asymmetrische „Pesifizierung“ (siehe Chronik Februar 2002) der argentinischen Banken – Bankeinlagen wurden zum Kurs von 1,4 Pesos je US-Dollar, Kredite dagegen nur zum Kurs von 1:1 umgewandelt – hat nur deshalb nicht zu reihenweisen Bankzusammenbrüchen geführt, weil die Regierung die Abhebungsmöglichkeiten der Bankkunden lange Zeit reglementierte, den Banken neue Staatspapiere (im Tausch gegen alte) für ihr Portfolio zur Verfügung stellte und die Notenbank

---

<sup>1</sup> Für wertvolle Hinweise danke ich Günter Gabisch und Silvio Kermer.

<sup>2</sup> Die Chronik im Anhang versucht, die wichtigsten Ereignisse und Entwicklungen in den letzten beiden Jahren (Juni 2001 bis Juni 2003) zu dokumentieren. Fett/kursiv hervorgehoben sind jene Passagen, die in engem Bezug zu den späteren Modellüberlegungen stehen. Der Beginn unserer Darstellung (Juni 2001) ist mit der Übernahme des Amtes des Wirtschaftsministers durch Domingo Cavallo verbunden, einem schillernden argentinischen Politiker, der unter Carlos Menem Anfang der 1990er Jahre den argentinischen Currency Board installierte. Damit ist bei weitem nicht die gesamte „Geschichte der argentinischen Wirtschaftskrise“ abgebildet, deren Anfang nicht wenige Fachleute auf den Tag der Wiederwahl Menems zu einer zweiten Amtsperiode als Präsident im Jahr 1995 zurück datieren. Die anhaltende heutige Krise Argentinens ist in ihrem Ausmaß nur noch mit der „Baring-Krise“ aus dem Jahr 1890 zu vergleichen, die Krugman und Obstfeld (2003, S. 673) als eine „global financial crisis“ für Argentinien diagnostizierten.



billige Refinanzierung ermöglichte. Trotzdem mußte eine Reihe von Banken schließen (siehe Chronik Mai 2002).

Seit Jahresbeginn 2003 ist eine gewisse Wende eingetreten. Zum ersten Mal seit knapp vier Jahren sind im ersten und zweiten Quartal wieder positive Wachstumsraten zu verzeichnen. Der Peso hat gegenüber dem US-Dollar, insbesondere infolge spekulativer Kapitalzuflüsse seit dem zweiten Quartal 2003 wieder an Wert zugelegt (siehe Chronik Juni 2003). Paradoxerweise wird diese Entwicklung eher als problematisch eingestuft. Die Exporte, die im Zuge der starken Abwertung des Pesos wenigstens zum Teil den Einbruch der Binnennachfrage kompensiert hatten, könnten wieder kontrahieren. Zugespitzt findet sich die folgende These: Erst wenn Argentinien seine internationalen Zahlungsverpflichtungen wieder aufnimmt (defizitäre Dienstleistungsbilanz), wird der Peso stark genug unter Druck kommen, um die sich erholende Exportentwicklung zu stabilisieren.

Es besteht Einigkeit unter den Fachleuten, daß mindestens *eine interne* und *drei externe* Entwicklungen der Katalysator für die schwere Krise Argentinien gewesen sind (De la Dehesa 2002): Die seit 1995 zunehmend ausufernden Budgetdefizite von Zentralregierung und Provinzen auf der einen Seite, die rezessiven Folgen der Asienkrise, die starke Aufwertung des US-Dollars (welche, wegen des Currency Boards mit der Parität zum US-Dollar voll auf die argentinischen Exporte durchschlug) und die deutliche Abwertung des brasilianischen Reals am Ende der Brasilien-/Rußland-Krise auf der anderen Seite. Viele Fachleute halten die eingetretene desaströse Situation allerdings für weitgehend selbstverschuldet. So haben Kritiker der argentinischen Wirtschaftspolitik nicht nur das lange Festhalten am Currency Board und die laxe Finanzpolitik seit der Wiederwahl Menems im Jahr 1995 moniert, sondern auch der späten scharfen Kurskorrektur in Gestalt des „deficit cero“ Programms von Domingo Cavallo (siehe Chronik Juli 2001) vorgeworfen, daß es prozyklisch gewirkt und die Rezession des Landes noch verstärkt habe. Dabei darf man aber eines nicht übersehen: Dieses Programm war Teil der Bemühungen Argentinien, wieder an „fresh money“ des IWF heran zu kommen.

## **2 ZUR ÖKONOMISCHEN INTUITION EINER KOOPERATIVEN FINANZPOLITIK**

Der IWF stellt hierfür folgende Bedingungen: (i) Eine starke Reduktion (siehe Chronik November 2001), im Idealfalle die Beseitigung der Haushaltsdefizite bei den 24 Provinzregierungen und der Zentralregierung sowie die Erwirtschaftung von Primärüberschüssen (siehe Chronik Januar 2003), (ii) ein neuer Schlüssel für die Verteilung des Steueraufkommens zwischen Zentralregierung und Provinzen – statt wie bisher eine feste (immer wieder neu auszuhandelnde) Summe von der Zentral-

regierung zu erhalten, sollen die Provinzen in Zukunft prozentual an den Steuereinnahmen beteiligt werden<sup>3</sup> (siehe Chronik September 2001) – mit dem erklärten Ziel, den Anteil der Provinzen am Kuchen zu reduzieren und (iii) schließlich eine Neuordnung des föderativen Finanzausgleichs (siehe Chronik September 2001). Die vom IWF darüber hinaus geforderte Sanierung des Geschäftsbankensystems (siehe Chronik Juli 2002), die Unabhängigkeit der Notenbank (ebenda), der Verzicht auf Devisenmarktinterventionen (siehe Chronik März 2002), ein praktikables Insolvenzrecht (siehe Chronik September 2002), die Erhöhung der Preise für Wasser und Energie (siehe Chronik Oktober 2002) sowie der Stop bei der Ausgabe von geldähnlichen Anleihen (siehe Chronik April 2002) sind zum guten Teil nur erreichbar, wenn die Budget- und Schuldenproblematik gelöst wird.

Es fällt auf, daß die Provinzregierungen an der Erfüllung der fiskalischen Bedingungen mitwirken müssen, der IWF also eine *kooperative Verhandlungslösung* zwischen Zentralregierung und Provinzen vor der Bewilligung neuer Kredite einfordert (siehe Chronik Oktober 2001). Damit stellt sich dem Land die typische Anreizproblematik einer Allianz: Nur wenn alle Mitglieder derselben mitwirken, kann das öffentliche Gut – im Falle Argentinien in Kern wohl die Rückgewinnung *internationaler Zahlungsfähigkeit*, da die internationalen Gläubiger vor einer Einigung Argentinien mit dem IWF kaum gesprächsbereit sein werden – „produziert“ werden. Diese Konstellation ist zwei anderen Ländern in Europa gar nicht so fremd: In Deutschland muß der Bundesfinanzminister die Länder und Kommunen dafür gewinnen, die Defizitobergrenze für das gesamtstaatliche Defizit mit zu beachten, obwohl allein die Bundesregierung gegenüber der EU-Kommission bzw. gegenüber dem EU-Minister-Rat „haftet“ (Sell 2003, S. 69 ff.). Auch in Europa ist die „Qualität des Euros“ wiederum etwas, wozu nicht nur eine erfolgreiche Politik der EZB, sondern auch eine solide Finanzpolitik der einzelnen Staaten beitragen muß: Jeder möchte gern die Früchte eines erfolgreichen Euros ernten, aber nicht jeder will seinen „Obolus“ dafür entrichten.

Zentralstaat und Provinzen können in Argentinien nach Auffassung des IWF *gemeinsam* an der Lösung der Wirtschaftskrise mitwirken, indem sie ihre Ausgaben senken, ihre Einnahmen untereinander neu verteilen, insbesondere aber anders als bisher verwenden. Um das Defizit zu reduzieren oder gar zu eliminieren, müssen nicht nur der staatliche Konsum (nirgends in Lateinamerika ist der Anteil öffentlich Bediensteter an der Beschäftigung so hoch wie in Argentinien), sondern auch Ausgaben für staatliche Infrastruktur zunächst zurück genommen werden. Das Erzielen von Überschüssen im Primärsaldo der öffentlichen Haushalten – also jenes Teils des Budgets, welches die

---

<sup>3</sup> Dies zeigt, daß der argentinische Finanzföderalismus bislang wie eine „Festpacht“ (der Pächter zahlt an den Landlord einen festen Betrag, der in Geldgrößen oder Gütermengen definiert werden kann) organisiert war und in Zukunft die Gestalt einer „Teilpacht“ (der Pächter zahlt einen bestimmten Prozentsatz seiner Ernteerträge an den Landlord) annehmen soll. Zu den Anreizwirkungen und allokativen Effekten dieser verschiedenen Pachtformen siehe Sell 1989.

Zinszahlungen auf Staatsschulden nicht enthält (Sell 1993, S. 68 f.) – ist eine weitere Mindestzielsetzung. Dies erscheint auf den ersten Blick gegenüber einem Land, das etwa 25 % Arbeitslosigkeit verkraften muß und dessen Bevölkerung im Zuge der Krise dramatisch verarmt ist (ca. 40-50 % sollen mittlerweile an der Armutsgrenze leben), hart, ja herzlos. Diese Einschätzung ändert sich dagegen, wenn man die „positive Externalität“ bedenkt, die der IWF im Falle einer kooperativen Lösung dem Land zu „bescheren“ bereit ist.

Wie kann Argentinien seine internationale Zahlungsfähigkeit wieder gewinnen? Hierzu gibt es mindestens drei wichtige Aspekte: einen (i) institutionellen Aspekt, einen (ii) Bonitätsaspekt und schließlich einen (iii) güterwirtschaftlichen bzw. Transferaspekt.

Der *institutionelle Aspekt* ist zweifellos gekoppelt an das Zustandekommen eines Abkommens mit dem IWF. Die Erfüllung von Forderungen des IWF eröffnet nicht nur den Weg zu „fresh money“, sondern vereinfacht die Eröffnung von Umschuldungsverhandlungen mit den staatlichen (Pariser Club) und mit den privaten (Londoner Club) Gläubigern Argentiniens.<sup>4</sup> Der IWF kann hier eine zentrale Rolle bei der zukünftigen Verbesserung der Zahlungsbedingungen Argentiniens spielen.

Der *Bonitätsaspekt* ist eng verbunden mit der Frage, wie Argentinien ein akzeptables Rating bei den einschlägigen Agenturen wiedergewinnen kann und zugleich, wie die Spreads bei argentinischen Anleihen reduziert werden können. Klassische Indikatoren wie die Relation von Schuldendienst zu Exporterlösen sowie die der Gesamtverschuldung im Verhältnis zum Sozialprodukt übernehmen hierbei eine gewisse Signalfunktion.

*Güterwirtschaftlich* gedacht kann Argentinien seine Zahlungsfähigkeit nur wiedergewinnen, wenn das Land sein eigenes „Transferproblem“<sup>5</sup> löst. Wir hatten bereits oben die Meinung einiger Experten zitiert, wonach die Wiederaufnahme von Zins- und Tilgungszahlungen selbst ein Schlüssel zur Lösung des argentinischen Transferproblems sei.<sup>6</sup> In dieser bemerkenswerten Sichtweise wird der Beitrag einer defizitären Dienstleistungsbilanz für einen möglichst niedrigen Wert des Pesos am Devisenmarkt betont und somit das Rätsel der Transferdebatte zwischen Keynes und Ohlin gewissermaßen rückwärts gelöst: Erst die Wiederaufnahme des Schuldendienstes kann die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Exporte sichern und damit die für den Schuldendienst benötigten Devisen ermöglichen.

---

<sup>4</sup> Obstfeld und Rogoff (1996, S. 350) zeigen allerdings, daß diese Unterscheidung zwischen privaten und öffentlichen Gläubigern für das theoretische Entschuldungsproblem eher irrelevant ist.

<sup>5</sup> Vgl. zur klassischen Transferdebatte Rose/Sauernheimer 1999, S. 160 ff.

<sup>6</sup> Im Sinne dieser Argumentation läßt sich der Kollaps eines Currency Boards, wie ihn Argentinien erfahren hat, gut erklären: Da im Currency Board auch noch so große Schuldendienstzahlungen keine Auswirkungen auf den Außenwert der eigenen Währung gegenüber der Bezugswährung haben, kann der reale Transfer nicht funktionieren, insbesondere dann nicht, wenn ein Land gleichzeitig Budgetdefizite erzeugt und sich zusätzlich im Ausland verschuldet.

Im folgenden wollen wir lediglich einen Teilaspekt der argentinischen Wirtschaftskrise diskutieren. Und zwar soll am Beispiel des Rückkaufs argentinischer Bonds am Sekundärmarkt, die schon im November 2002 nur noch zu 20 % ihres Nennwerts gehandelt wurden (siehe Chronik November 2002), in einer Modellanalyse die Möglichkeit aufgezeigt werden, wie durch ein mit dem Allianzgedanken konformes Verhalten von Zentralregierung *und* Provinzen ein positiver Beitrag zur Wiedererlangung internationaler Zahlungsfähigkeit Argentiniens erbracht und ein typisches free rider-Problem überwunden werden kann. Nur bei kooperativem Verhalten von Zentralregierung und Provinzen ist nämlich der IWF bereit, Argentinien „fresh money“ zu verschaffen. Ohne dieses Lockmittel, hätte keine Provinz einen Anreiz, sich an der Verbesserung der internationalen Zahlungsfähigkeit Argentiniens zu beteiligen, auch wenn jede einzelne Provinz, so diese Verbesserung denn eintritt, davon profitiert. Dieses Geld (und vermutlich zusätzliche Kredite anderer Gläubiger) endet natürlich nur zu einem Bruchteil wieder in der einzelnen Ursprungsprovinz. Da es aber überhaupt nur bei kooperativem Verhalten zurückfließt und somit nur dann der zu verteilende Kuchen größer wird, besteht ein impliziter Anreiz zur Kooperationslösung. Solche Problemlagen lassen sich mit den allianztheoretischen Modellen der Finanzwissenschaft (Cornes/Sandler 1996, S. 499 ff.) in geeigneter Weise untersuchen.

Der Rückkauf von Anleihen am Sekundärmarkt ist auch deshalb ein zielführendes Beispiel, weil es einerseits den Forderungen des IWF nachkommt (institutioneller Aspekt), zugleich aber auch in der Lage ist, zu den weiteren zwei genannten Aspekten der internationalen Zahlungsfähigkeit positive Beiträge zu leisten: Argentiniens Bonität nimmt zu, da der Rückkauf am Sekundärmarkt die oben geschilderten Indikatoren verbessert. Und auch die Lösung des Transferproblems wird erleichtert, da der Rückkauf Kapitalabflüsse nach sich zieht, die den Wert des Pesos tendenziell drücken. Darüber hinaus können sich die zukünftigen Exporterlöse auf die Bedienung niedrigerer Auslandsschulden konzentrieren. Die Wiederaufnahme des Schuldendienstes bei den verbleibenden Schulden ist aber zugleich Voraussetzung für die Erzielung dieser Erlöse.

Der Nutzenzuwachs für Argentinien im Zuge eines Schuldenrückkaufs ist allerdings an eine (weitere) wichtige institutionelle Bedingung geknüpft (Obstfeld/Rogoff 1996, S. 396 ff.): Ähnlich zu den Vorkehrungen des Brady-Plans im Falle Mexikos Anfang der 1990er Jahre muß innerhalb der Gruppe der Gläubiger – wobei der IWF eine wichtige Mittlerrolle einnehmen kann – sichergestellt werden, daß diejenigen, die ihre Forderungen gegenüber Argentinien aufrecht erhalten (Gläubigergruppe 1) und sie nicht am Sekundärmarkt verkaufen wollen (wie Gläubigergruppe 2), sich zu einer Ermäßigung bei der Zinshöhe bereit finden. Solche Konzessionen haben nämlich einen senkenden Effekt auf die Preisvorstellungen der potentiellen Verkäufer von Forderungen. Würden sie dagegen unterbleiben, dann wäre schon aus Arbitragegründen mit einem Preisanstieg am Sekundärmarkt

(„postpayback price“) zu rechnen, da nicht anzunehmen ist, daß bei rationalen Erwartungen zwischen beiden Gläubigergruppen Vermögensverschiebungen auftreten. Dieser Effekt konnte am Beispiel Boliviens in den 1980er Jahren bereits empirisch beobachtet werden.

### 3 DAS MODELL

Sehr ähnlich der Logik der EU-Kommission gegenüber den Mitgliedern der Euro-Zone, sollen der argentinische Zentralstaat (hier: die 25. Provinz) und die 24 Provinzen einen ausgeglichenen Haushalt und Primärüberschüsse vorlegen, um den Schuldenstand des Landes gegenüber ausländischen Gläubigern zu verringern.

Dies kann dadurch erfolgen, daß sie Altschulden am Sekundärmarkt aufkaufen (deren Preis muß über null liegen, sonst liegt de facto ein Schuldenerlaß vor).<sup>7</sup> Manipulationen des Wechselkurses bzw. der Währungsreserven liegen außerhalb der Reichweite von Provinzen. Die „25. Provinz“ könnte dies zwar, der IWF macht aber ebenfalls zur Bedingung, daß nur „managed floating“ in der Wechselkurspolitik zum Zuge kommt, daher können wir eine „aktive“, auf die Entschuldung ausgerichtete Wechselkurspolitik im folgenden ausklammern. Als Vorbilder für das folgende Modell können die Beiträge aus der Allianztheorie von Sandler (1977, 1993) und Murdoch (1995) gelten.

- Annahmen:
- „Allianz“ aus  $i$  Provinzen eines Gesamtstaates.
  - Die Einnahmen einer Provinz,  $I$ , können auf eine typische innerstaatliche Aktivität  $s_i$  (Ausgaben für Güter und Dienstleistungen) zur Produktion des Gutes  $y_i$  (Infrastruktur o. ä.) oder auf eine entschuldungswirksame Aktivität  $q_i$  (etwa Tilgung von Altschulden) zur Produktion des Gutes  $z_i$  (Bonität) aufgeteilt werden.
  - Der Zentralstaat wird wie die Provinz  $n+1$  behandelt.

Es gelten die folgenden Produktionsfunktionen:

$$(1) \quad z_i = f(q_i) \quad \text{mit} \quad \frac{\partial f(q_i)}{\partial q_i} = f' > 0 \quad \text{und} \quad \frac{\partial^2 f(q_i)}{\partial q_i^2} = f'' \leq 0$$

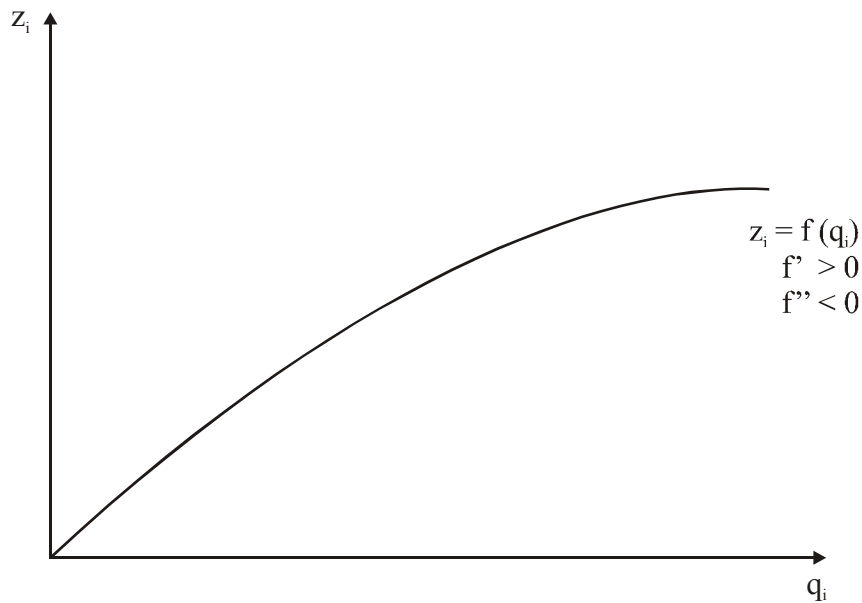
$$(2) \quad y_i = g(s_i) \quad \text{mit} \quad \frac{\partial g(s_i)}{\partial s_i} = g' > 0 \quad \text{und} \quad \frac{\partial^2 g(s_i)}{\partial s_i^2} = g'' \leq 0.$$

<sup>7</sup> Dem steht im Falle Argentiniens die weitere Aufgabe zur Seite, auch den inländischen Bankensektor sanieren zu müssen (Entschädigungszahlungen an inländische Banken für faule Kredite, Rückkauf von inländischen Bonds etc.), was *zusätzliche* Staatsausgaben nach sich zieht und die Konsolidierungsaufgabe erschwert.

Man beachte, daß das Gut  $y_i$  (Infrastruktur o. ä.) aus der Sicht der einzelnen Provinz gegenüber den anderen Provinzen die Kriterien der Ausschließbarkeit und der Rivalität im Konsum erfüllt, also im folgenden als ein *privates Gut* innerhalb der Allianz behandelt werden kann.

Eine graphische Interpretation von (1) vermittelt die folgende Abbildung 3.1.

**Abbildung 3.1: Produktionsfunktion des Gutes  $z_i$  (Bonität) einer Provinz  $i$**



Quelle: Eigene Darstellung.

$$(3) \quad Z = \sum_{i=1}^{n+1} z_i \quad i \dots \text{Provinzindex}$$

Das Gut  $Z$  (internationale Zahlungsfähigkeit) spiegelt die Eigenschaften eines reinen öffentlichen Gutes wider und ergibt sich der Einfachheit halber als ungewichtete Summe der Bonitäten der einzelnen, zunächst nicht unterscheidbaren Provinzen. Alle  $z_i$  sind untereinander perfekte Substitute.<sup>8</sup>

Aus der Sicht einer einzelnen Provinz des Landes ergibt sich:

$$(4) \quad Z = z_i + \tilde{Z}_i \quad \text{mit } \tilde{Z}_i \text{ als Beitrag zur internationalen Zahlungsfähigkeit von Provinz, } i, \text{ der durch die anderen Provinzen, } j, \text{ des Landes bereitgestellt wird}$$

$$(5) \quad Q = q_i + \tilde{Q}_i \quad \text{mit } \tilde{Q}_i \text{ als Beitrag der entschuldungswirksamen Aktivität zur Produktion von } \tilde{Z}_i, \text{ der durch die anderen Provinzen, } j, \text{ des Landes bereitgestellt wird}$$

<sup>8</sup> Zur Vereinfachung der Modellanalyse wird unterstellt, daß  $z_i$  eine kontinuierliche Variable ist, die von den Provinzen bestimmt werden kann. In der Praxis kann es sehr wohl Situationen geben, in denen überhaupt nur das Erreichen einer kritischen Höhe dieser Variable für einen positiven Effekt auf die Bonität sorgt bzw. sich die Bonität immer nur in diskreten Schritten verändern läßt.

$$(6) \quad \tilde{Z}_i = h(\tilde{Q}_i).$$

Aus der Zusammenfassung von (1), (3) und (6) entsteht:

$$(7) \quad Z = f(q_i) + \sum_{j \neq i} f(q_j) = f(q_i) + h(\tilde{Q}_i).$$

Die Budgetrestriktion für eine einzelne Provinz  $i$  sei gegeben durch:

$$(8) \quad I_i = rs_i + pq_i$$

mit  $r, p$  als Preise für die jeweilige Aktivität;  $p$  ist dabei etwa vorstellbar als der Preis für den Rückkauf einer von der Provinz  $i$  emittierten internationalen Anleihe. Dieser ist i. A. eine stochastische Größe, wird aber hier als gegeben betrachtet. Wenn wir, aus Vereinfachungsgründen,  $r = 1$  setzen und  $y_i = rs_i$ , dann gilt vereinfacht:

$$(9) \quad I_i = y_i + pq_i.$$

Die Nutzenfunktion für eine einzelne Provinz  $i$  soll lauten:

$$(10) \quad U_i = U_i(y_i, Z).$$

Unter Verwendung von (7), (9) und (10) läßt sich die Nutzenmaximierung einer einzelnen Provinz unter Nebenbedingungen darstellen als:

$$(11) \quad \max_{y_i, q_i} \{ U_i(y_i, f(q_i) + h(\tilde{Q}_i)) \mid I_i = y_i + pq_i \}$$

$$(12) \quad dU_i = \frac{\partial U_i}{\partial y_i} dy_i + \frac{\partial U_i}{\partial z_i} \frac{\partial z_i}{\partial q_i} dq_i$$

$$(13) \quad \frac{\partial U_i}{\partial y_i} dy_i = - \frac{\partial U_i}{\partial z_i} \frac{\partial z_i}{\partial q_i} dq_i$$

$$(14) \quad - \frac{dy_i}{dq_i} = \frac{\partial U_i / \partial z_i}{\partial U_i / \partial y_i} * \underbrace{\frac{\partial z_i}{\partial q_i}}_{=f'} = MRS_i^{zy} * f'$$

$$(15) \quad dI_i = \frac{\partial I_i}{\partial y_i} dy_i + \frac{\partial I_i}{\partial q_i} dq_i = 0$$

$$(16) \quad 1 dy_i = -pdq_i$$

$$(17) \quad -\frac{dy_i}{dq_i} = p.$$

Wegen (14) erhalten wir:

$$(18) \quad -\frac{dy_i}{dq_i} = MRS_i^{Zy} f' = p.$$

Wird diese Nutzenmaximierung für eine einzelne Provinz durchgeführt, so ergeben die Lösungsvektoren  $q^* = (q_1^*, \dots, q_n^*)$  sowie  $y^* = (y_1^*, \dots, y_n^*)$  eine nicht kooperative Lösung, nämlich die sogenannte nicht kooperative Nash-Lösung. Die Bedingung erster Ordnung dazu lautet:

$$(19) \quad \underbrace{\frac{\partial f(q_i)}{\partial q_i}}_{\text{Grenzprodukt}} * \underbrace{MRS_i^{Zy}}_{\substack{\text{Grenzrate der Substitution zwischen} \\ \text{internationaler Zahlungsfähigkeit} \\ \text{und innerstaatlicher Infrastruktur}}} = p.$$

Die einzelne Provinz wird somit nur soviel entschuldungswirksame Aktivität,  $q_i$ , zur Produktion von  $Z$  initiieren, bis das Grenzprodukt des Zugewinns an Bonität, gewichtet mit der Grenzrate der Substitution zwischen internationaler Zahlungsfähigkeit und innerstaatlicher Infrastruktur den Grenzkosten von  $q_i$ , nämlich  $p$ , entspricht. Diese Optimalbedingung in der nicht kooperativen Lösung zeigt recht deutlich die scharfe Verwendungskonkurrenz für knappe Steuereinnahmen, die in Argentinien vor dem Hintergrund einer verarmenden Bevölkerung den Politikern begegnet.

Die kooperative Lösung ergibt sich aus der folgenden Fragestellung:

$$(20) \quad \max_{y_i, q_i} \left\{ \sum_i U_i (y_i, f(q_i) + h(\tilde{Q}_i)) \mid I_i = y_i + pq_i \right\}.$$

Die Lösung dieses Maximierungsansatzes, bei dem der kollektive Nutzen der Allianz von den einzelnen Provinzen in die Maximierung einbezogen wird, führt über die folgenden Schritte hin zur Pareto-Lösung:

$$(21) \quad d \sum_i U_i = \frac{\partial \sum_i U_i}{\partial y_i} dy_i + \frac{\partial \sum_i U_i}{\partial z_i} \frac{\partial z_i}{\partial q_i} dq_i = 0$$



$$(22) \quad \frac{\partial \sum_i U_i}{\partial y_i} dy_i = - \frac{\partial \sum_i U_i}{\partial z_i} \frac{\partial z_i}{\partial q_i} dq_i$$

$$(23) \quad - \frac{dy_i}{dq_i} = \frac{\partial \sum_i U_i / \partial z_i}{\partial \sum_i U_i / \partial y_i} f'$$

$$(24) \quad - \frac{dy_i}{dq_i} = \frac{\sum_i \partial U_i / \partial z_i}{\sum_i \partial U_i / \partial y_i} f'$$

$$(25) \quad - \frac{dy_i}{dq_i} = \sum_i \frac{\partial U_i / \partial z_i}{\partial U_i / \partial y_i} f'$$

$$(26) \quad - \frac{dy_i}{dq_i} = \sum_i MRS_i^{Zy} f'$$

$$(27) \quad - \frac{dy_i}{dq_i} = f' \sum_i MRS_i^{Zy} .$$

Jetzt gilt demnach:

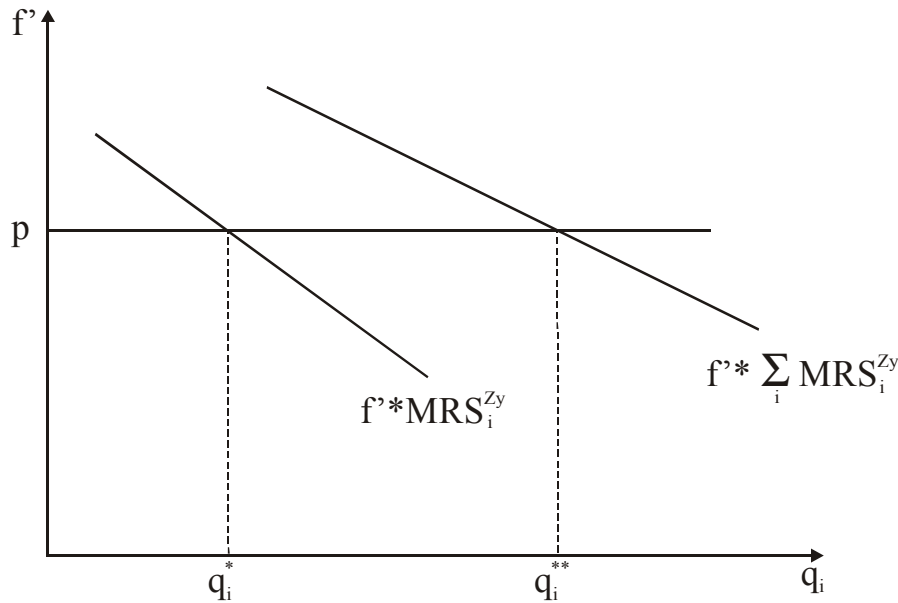
$$(28) \quad \underbrace{\frac{\partial f(q_i)}{\partial q_i}}_{\text{Grenzprodukt}} * \underbrace{\sum_i MRS_i^{Zy}}_{\substack{\text{Summe der Grenzzraten der Substitution} \\ \text{zwischen internationaler Zahlungsfähigkeit} \\ \text{und innerstaatlicher Infrastruktur}}} = p.^9$$

In diesem Fall wird eine einzelne Provinz gerade soviel entschuldungswirksame Aktivität bereitstellen, bis die Grenzkosten der Bonitätsgewinnung,  $p$ , jetzt die gewichtete Summe der kollektiven Grenzzraten der Substitution zwischen Internationaler Zahlungsfähigkeit und innerstaatlicher Infrastruktur ausgleichen.

Beide Lösungen sind im folgenden durch Abbildung 3.1 noch einmal graphisch interpretiert.

<sup>9</sup> Voraussetzung für ein solche Aufsummierung individueller Grenzzraten der Substitution ist bekanntlich die Erfüllung der Samuelson-Bedingung (Samuelson 1954, 1955). In Allianzmodellen (Sandler 1977, Sandler 1993, Murdoch 1995) wird auf geschickte Weise auf diese Bedingung auch für den Fall eines privaten *und* eines öffentlichen Gutes zurückgegriffen: Dabei wird üblicherweise der Preis des privaten Gutes gleich eins gesetzt, das Preisverhältnis reduziert sich dann zum Preis des öffentlichen Gutes. Die Nachfrage nach diesem Gut muß sich wegen der Samuelson-Eigenschaft öffentlicher Güter aus der vertikalen Aggregation der individuellen Grenznutzen ergeben. Bei der vorgenommenen Normierung entspricht das aber einer vertikalen Addition der Grenzzraten der Substitution, respektive der Anstiege der individuellen Indifferenzkurven.

**Abbildung 3.2: Bereitstellung von Bonität bei kooperativem und nicht kooperativem Verhalten der Provinzen**



Quelle: Eigene Darstellung.

Dabei zeigt sich, daß Anstrengungen der einzelnen Provinzen durch Verwendung von Staatseinnahmen zur Entschuldung des Landes beizutragen, im Falle der kooperativen Lösung deutlich höher ausfallen als in der nicht-kooperativen Lösung. Eine entscheidende strategische Variable ist in dem gesamten Kalkül notwendigerweise der Preis  $p$ . Die Entschuldungsbemühungen der Provinzen sind, wie leicht zu erkennen, c. p. um so höher, je niedriger dieser Preis ausfällt.

Aus den Maximierungsbedingungen 1. Ordnung lassen sich die Bestimmungsgründe für die Nachfrage nach Bereitstellung von entschuldungswirksamen Aktivitäten  $q$  durch die Provinz  $i$  in folgender allgemeiner Form ableiten:

$$(29) \quad q_i = q_i(I_i, p, \tilde{Q}_i),$$

wobei folgende Beziehungen plausibel erscheinen:

$$(30) \quad \frac{\partial q_i}{\partial I_i} \geq 0 \quad \Rightarrow \quad \text{internationale Zahlungsfähigkeit ist superiores/ normales Gut}$$

$$(31) \quad \frac{\partial q_i}{\partial p} \leq 0 \quad \Rightarrow \quad \text{internationale Zahlungsfähigkeit ist ein normales Gut}$$

$$(32) \quad \frac{\partial q_i}{\partial \tilde{Q}_i} \leq 0 \quad \Rightarrow \quad \text{Freifahrer-Verhalten der Provinzen.}$$

Die Rolle eines „externen Geldgebers, wie die des IWF, läßt sich folgendermaßen berücksichtigen: da der IWF nur bereit ist, neue Kredite zur Verfügung zu stellen, wenn es zu einem Konsens der Provinzen untereinander und mit der Zentralregierung kommt, kann sein Einfluß auf die Entschuldungsaktivitäten lediglich in der kooperativen Lösung auftauchen. Kredite des IWF gehen zwar an das Land Argentinien insgesamt, sie lockern aber auch die Budgetrestriktion jeder einzelnen Provinz ( $E_i(q_i)$ ). Jeder einzelnen Provinz stehen neben den Krediten des IWF  $E_i(q_i)$  eigene Steuereinnahmen ( $T_i$ ) zur Verfügung, so daß nun gilt:  $I_i = T_i + E_i(q_i)$ .

$$(33) \quad \max_{y_i, q_i} \left\{ \sum_i U_i(y_i, f(q_i) + h(\tilde{Q}_i)) \mid T_i + E_i(q_i) = y_i + pq_i \right\}.$$

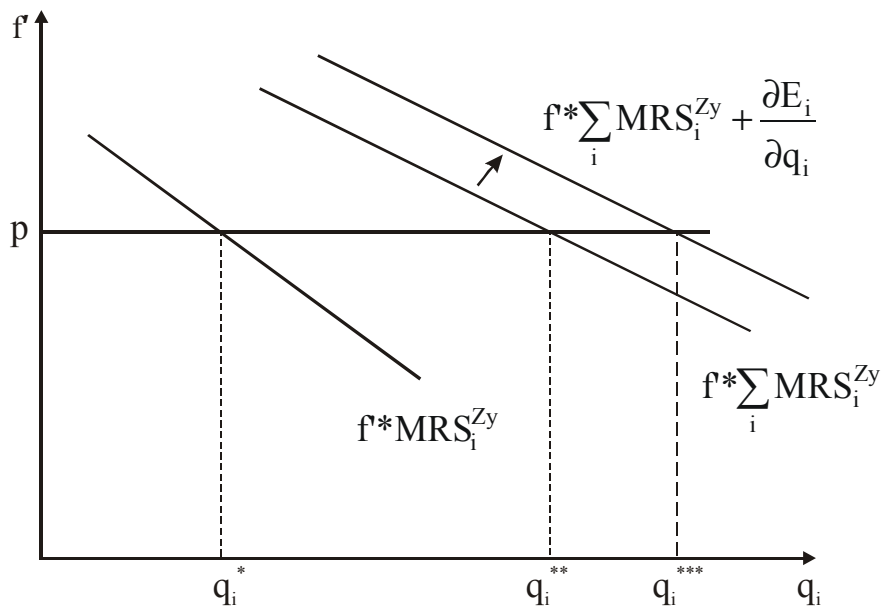
Die kooperative Lösung wird jetzt mit  $dT_i = 0 \wedge \frac{\partial I_i}{\partial E_i} = 1$  zu:

$$(34) \quad \underbrace{\frac{\partial f(q_i)}{\partial q_i}}_{\text{Grenzprodukt}} * \underbrace{\sum_i MRS_i^{zy}}_{\text{Summe der Grenzzraten der Substitution zwischen internationaler Zahlungsfähigkeit und innerstaatlicher Infrastruktur}} + \frac{\partial E_i}{\partial q_i} = p.$$

Für das Optimierungsproblem der Provinzen ist jetzt ein weiterer Differentialquotient zu berücksichtigen:  $(\partial E_i / \partial q_i)$  beantwortet die Frage, wie stark der IWF eigene Entschuldungsaktivitäten der Provinzen durch Kreditvergabe honoriert. Es ist von einem positiven Vorzeichen auszugehen:

$$(35) \quad \frac{\partial E_i}{\partial q_i} > 0.$$

In Abbildung 3.3 schlägt sich diese Modifikation in einer Parallelverschiebung der mit der Summe der Grenzzraten der Substitution gewichteten Grenzertragsfunktion entschuldungswirksamer Aktivitäten nach rechts nieder. Der relevante Vergleich ist demnach jetzt zwischen  $q_i^*$  und  $q_i^{***}$  zu ziehen. Mit einer solchen Politik sorgt der IWF für eine positive Externalität. Durch Vorausschauen und Zurückschließen erscheint den Provinzen dadurch von vorn herein die kooperative Lösung bei rationalen Erwartungen lukrativer. Die Strategie des IWF ist daher ein probates Mittel, die Wahrscheinlichkeit der Durchsetzung der kooperativen Lösung – ohne Zwangsmittel – durch Verbesserung der Anreizstruktur für die Provinzen zu erhöhen. Denn die Kreditgewährung des IWF lockert ihre Budgetrestriktion insgesamt und ermöglicht daher auch solche Mehrausgaben, die nicht zu einer Reduktion der Auslandsverschuldung führen sollen, sondern die Armut bekämpfen helfen und die eigene Infrastruktur verbessern können.

**Abbildung 3.3: Die positive Externalität des IWF**

Quelle: Eigene Darstellung.

Zuletzt können wir noch die in Argentinien hitzig diskutierte Frage des Verteilungsschlüssels für die Steuereinnahmen **der Provinzen**<sup>10</sup> aufgreifen. Dazu definieren wir das gesamte Steueraufkommen ( $T$ ), die Steuereinnahmen der Provinzen ( $T_i$ ) sowie die Steueranteile ( $\alpha_i$ ):

$$(36) \quad T = \sum_{i=1}^n T_i ; T_i = \alpha_i T$$

$$(37) \quad \sum_{i=1}^n \alpha_i = 1$$

und gehen davon aus, daß die Eigenanstrengungen der einzelnen Provinz im Hinblick auf Entschuldung sich positiv auf den eigenen Steueranteil auswirkt:

$$(38) \quad \alpha_i = \alpha_i(q_i) ; \frac{\partial \alpha_i}{\partial q_i} > 0.$$

Aus dem Optimierungsproblem wird dann:

$$(39) \quad \max_{y_i, q_i} \left\{ \sum_i U_i(y_i, f(q_i) + h(\tilde{Q}_i)) \mid \alpha_i T + E_i(q_i) = y_i + p q_i \right\}.$$

<sup>10</sup> Wir diskutieren hier also nicht das Teilpachtproblem zwischen Zentralstaat als Provinz  $n+1$  und den  $n$  (=24) Provinzen Argentiniens (vgl. Fußnote 3).  $T$  ist demgemäß jener Teil der gesamtstaatlichen Steuereinnahmen, den der Zentralstaat an alle Provinzen ausschüttet.

Die kooperative Lösung wird jetzt zu:

$$(40) \quad \underbrace{\frac{\partial f(q_i)}{\partial q_i}}_{\text{Grenzprodukt}} * \underbrace{\sum_i MRS_i^{Zy}}_{\text{Summe der Grenzzraten der Substitution zwischen internationaler Zahlungsfähigkeit und innerstaatlicher Infrastruktur}} + \frac{\partial \alpha_i}{\partial q_i} T + \frac{\partial E_i}{\partial q_i} = p$$

Da  $\partial \alpha_i / \partial q_i > 0$  (Provinzen, die sich bei der Entschuldung besonders anstrengen, werden mit einem höheren Anteil an den Steuereinnahmen rechnen können) und  $\partial E_i / \partial q_i > 0$ , kommt es also auch hier zu einer Rechtsverschiebung der Grenzertragsfunktion entschuldungswirksamer Aktivitäten bei kooperativem Verhalten. Die Verschiebung ist aus der Sicht einer einzelnen Provinz um so größer,

- je stärker die Reaktion des IWF auf entschuldungswirksame Aktivitäten der einzelnen Provinz ( $\partial E_i / \partial q_i$ ),
- je ausgeprägter der „Belohnungsfaktor“ beim Verteilungsschlüssel für entschuldungswirksame Aktivitäten ( $\partial \alpha_i / \partial q_i$ ),
- je höher das Niveau der gesamtstaatlichen Steuereinnahmen ( $T$ ).

Aus (40) läßt sich schließlich auch der optimale Steueranteil der einzelnen Provinz bei kooperativem Verhalten bestimmen (zunächst für  $dT = 0$  und  $\partial T / \partial q_i = 0$ ). Einfache Umstellung ergibt:

$$(41) \quad 0 = \underbrace{\frac{\partial f(q_i)}{\partial q_i}}_{\text{Grenzprodukt}} * \underbrace{\sum_i MRS_i^{Zy}}_{\text{Summe der Grenzzraten der Substitution zwischen internationaler Zahlungsfähigkeit und innerstaatlicher Infrastruktur}} + \frac{\partial \alpha_i}{\partial q_i} T + \frac{\partial E_i}{\partial q_i} - p$$

Wegen (36) wird (41) zu:

$$(42) \quad \frac{\partial \alpha_i}{\partial q_i} \frac{T_i}{\alpha_i} = p - \frac{\partial E_i}{\partial q_i} - \underbrace{\frac{\partial f(q_i)}{\partial q_i}}_{\text{Grenzprodukt}} * \underbrace{\sum_i MRS_i^{Zy}}_{\text{Summe der Grenzzraten der Substitution zwischen internationaler Zahlungsfähigkeit und innerstaatlicher Infrastruktur}}$$

$$(43) \quad \alpha_i = T_i \frac{\partial \alpha_i}{\partial q_i} \frac{1}{p - \frac{\partial E_i}{\partial q_i} - \underbrace{\frac{\partial f(q_i)}{\partial q_i}}_{\text{Grenzprodukt}} * \underbrace{\sum_i MRS_i^{Zy}}_{\text{Summe der Grenzzraten der Substitution zwischen internationaler Zahlungsfähigkeit und innerstaatlicher Infrastruktur}}).$$

Es ergibt sich also, daß der Anteil am Steuerkuchen (aller Provinzen) bei kooperativem Verhalten für die einzelne Provinz c. p. um so größer ist, je höher das Grenzprodukt der eigenen Anstrengungen zu Gunsten der Rückgewinnung von Bonität, je stärker die Reaktion des IWF auf eigene ent-

schuldungswirksame Aktivitäten und je geringer der Preis (je größer der Preisabschlag gegenüber dem Nennwert) für die eigene Auslandsschuld am Sekundärmarkt ist. Das zeigt wiederum, wie groß das Interesse der Provinzen an einer mit den Gläubigern einvernehmlich erzielten Reduktion der Zinsenlast sein muß (vgl. Abschnitt 2).

Läßt man schließlich die beiden restriktiven Annahmen von oben fallen und eröffnet die Möglichkeit, daß  $dT \neq 0$  und  $\partial T / \partial q_i > 0$  – in diesem Falle vergrößert sich gesamtwirtschaftlich der „Kuchen der Steuereinnahmen, also auch derjenige Teil, den der Zentralstaat den Provinzen insgesamt überläßt, weil davon auszugehen ist, daß im Zuge der Bonitätssteigerung etwa (auch wieder) mehr ausländische Direktinvestitionen nach Argentinien fließen – so erhält man jetzt:

$$(44) \quad \alpha_i(q_i) = \frac{\partial T}{\partial q_i} : \left( p - \frac{\partial E_i}{\partial q_i} - \frac{\partial \alpha_i}{\partial q_i} T - \underbrace{\frac{\partial f(q_i)}{\partial q_i}}_{\text{Grenzprodukt}} * \underbrace{\sum_i MRS_i^{Zy}}_{\text{Summe der Grenzraten der Substitution zwischen internationaler Zahlungsfähigkeit und innerstaatlicher Infrastruktur}} \right).$$

Als positiver Bestimmungsgrund für den eigenen Steueranteil der Provinz kommt jetzt hinzu: Der Beitrag eigener entschuldungswirksamer Aktivitäten zur Vergrößerung jenes Teils des Steueraufkommens, das die Zentralregierung bereit ist, an alle Provinzen auszuschütten.

#### 4 WIRTSCHAFTSPOLITISCHE SCHLUßFOLGERUNGEN

Die Auflösung der Argentinien-Krise ist nicht nur für dieses Land selbst, sondern auch für wichtige Nachbarländer von großer Bedeutung. In einem Teil dieser Länder signalisierten die Spreads auf Anleihen, die Entwicklung der Aktienkurse und die des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar in den letzten anderthalb Jahren die Gefahr einer „Ansteckung“.<sup>11</sup> Insbesondere Brasilien (neben Venezuela, Ecuador und Uruguay, das sich mittlerweile zum „Floaten“ seiner Währung gezwungen sah) fürchtet den Sog der Argentinien-Krise. Es wäre allerdings fatal, wenn Argentinien seine Hoffnung ausgerechnet darauf setzen würde, daß eine von Buenos Aires aus sich ausbreitende Krise in ganz Südamerika den Zugang zu Hilfskrediten des IWF beschleunigen könnte. Eine solche, gänzlich neue Form des „benign neglect“, würde dem Zusammenhang von Ansteckung und IWF-Politik eine ganz neue Dimension geben. Es spricht aber einiges dafür, daß es nicht so kommt.

Man hat dem IWF nach der Mexiko- und insbesondere während der Asienkrise – wohl nicht ganz zu Unrecht – vorgeworfen, mit seiner Politik in den betroffenen Ländern „moral hazard“ ausgelöst, also dem Eingehen besonders großer Risiken, geradezu Vorschub geleistet zu haben. Gerade aus diesem Blickwinkel heraus erscheint die gegenwärtige Strategie des IWF gegenüber Argentinien,

<sup>11</sup> Vgl. zum Phänomen der „Ansteckung“ auch Sell 2001.

---

welche die Auszahlung von Krediten besonders an grundlegende Reformen in der Finanzpolitik (mit gesetzlichem Niederschlag) knüpft, vernünftig. Der vom IWF gewählte Anreizmechanismus gegenüber dem föderalen Argentinien – um so mehr Hilfe, je größer die eigenen Anstrengungen der Provinzen und der Zentralregierung, die zudem kooperativ ausfallen müssen – ist möglicherweise geeignet, die Übereinkünfte mit Argentinien zu einem sich selbst erfüllenden Vertrag (self-enforcing contract) zu machen.

Der IWF hat damit<sup>12</sup> den Stillstand überwunden, den der Report der Meltzer-Kommission eher ungewollt ausgelöst hatte und scheint auf eine von der Weltbank bereits lange erprobte Weisheit gestoßen zu sein: Hilfe zur Selbsthilfe. Wobei das „Selbst“ vor allem die Kooperation der inländischen Gebietskörperschaften untereinander betrifft.

---

<sup>12</sup> Neben der wichtigen, u. a. von Anne Krueger angestoßenen Diskussion um ein internationales Insolvenzrecht: vgl. Krueger 2002.





## LITERATURVERZEICHNIS

- Cornes, Richard/Sandler, Todd (1996): *The Theory of Externalities, Public Goods, and Club Goods*, Cambridge.
- De la Dehesa, Guillermo (2002): La Crisis Argentina y el Plan de Duhalde. Los Riesgos de la Devaluación del Peso, in: *El País* vom 13. Januar 2002, Nr. 845, S. 14.
- Hoffmann, Lutz (1999): Währungskrisen – Systemfehler der globalen Marktwirtschaft?, in: *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 48 (1999), Heft 1, S. 72-84.
- Krueger, Anne O. (2002): *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Washington, D. C.
- Krugman, Paul R./Obstfeld, Maurice. (2003): *International Economics*, sixth ed., Boston.
- Murdoch, James. C. (1995): Military Alliances: Theory and Empirics, in: Keith Hartley/Todd Sandler (Eds.): *Handbook of Defense Economics*, Vol. 1, Amsterdam, S. 90-108.
- Obstfeld, Maurice/Rogoff, Kenneth S. (1996): *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge.
- Rose, Klaus/Sauernheimer, Karlhans. (1999): *Theorie der Außenwirtschaft*, 13., überarb. Aufl., München.
- Samuelson, Paul (1954): The Pure Theory of Public Expenditure, in: *The Review of Economics and Statistics* 36 (1954), S. 387-389.
- Samuelson, Paul (1955): Diagrammatic Exposition of a Theory of Public Expenditure, in: *The Review of Economics and Statistics* 37 (1955), S. 350-356.
- Sandler, Todd (1977): Impurity of Defense: An Application to the Economics of Alliances, in: *Kyklos* 30 (1977), Fasc. 3, S. 443-460.
- Sandler, Todd (1993): The Economic Theory of Alliances: A Survey, in: *Journal of Conflict Resolution* 37 (1993), Heft 3, S. 446-483.
- Sell, Friedrich L. (1989): Zur ökonomischen Rationalität von Teilbauverträgen: Eine Bestandsaufnahme von Erklärungsansätzen, in: *Agrarwirtschaft* 38 (1989), Heft 3, S. 84-91.
- Sell, Friedrich L. (1993): *Ökonomik der Entwicklungsländer*, Frankfurt am Main.
- Sell, Friedrich L. (2001): *Contagion in Financial Markets*, Cheltenham.
- Sell, Friedrich L. (2003): Fiskalpolitik in der Währungsunion: Erste Erfahrungen mit dem Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt, in: Stefan Reitz (Hrsg.): *Aktuelle Probleme internationaler Wirtschaftsbeziehungen*, Berlin, S. 69-88.



## ANHANG

### Eine Chronik der Argentinischen Finanzmarktkrise (Juni 2001-Juni 2003)<sup>13</sup>

*April/Mai 2001:* Domingo Cavallo übernimmt das Amt des Finanzministers; Bekämpfung des Defizits durch Schecksteuer und Anhebung der Zölle für Konsumgüterimporte. Lockerung der Geldpolitik, private Bankeinlagen nehmen noch zu. Kongreß debattiert über Ersatz der Dollarbindung des Peso durch einen Währungskorb (50 % Euro, 50 % US-Dollar). Risikoprämien argentinischer Anleihen stehen bei 1000 Basispunkten.

*Juni 2001:* Neue Konvertibilität, vorerst aber nur für den Außenhandel (1 \$ zu 1,08 Pesos). Steuerbefreiungen für Agrar- und Transportsektor. Kursturz bei argentinischen Anleihen nach Wechselkursspaltung. Erfolgreicher Umtausch (Swap) von bald fälligen Schuldentiteln von fast 30 Mrd. US-Dollar in Bonds mit längerer Laufzeit.

*Juli 2001:* Lokale Zinssätze bei ca. 30 %. ***Cavallo verkündigt „deficit cero“ Politik (staatliche Ausgaben nur in Höhe der Einnahmen des Vormonats), Provinzen sollen in Sparbemühungen einbezogen werden. Gouverneure stimmen dem Plan zu, der Gehalts- und Pensions- bzw. Rentenkürzungen vorsieht.*** Risikoprämie steigt auf 1600 Basispunkte, am Parallelmarkt verliert der Peso 50 % seines Wertes gegenüber dem US-Dollar. Spareinlagen im Bankensystem beginnen zu sinken.

*August 2001:* Einführung einer Ersatzwährung in 14 der 23 Provinzen mit dem Namen „Lecop“ (Schuldscheine im Nennwert von 1 Mrd. Pesos und einer Laufzeit von maximal 5 Jahren). Währungsreserven sinken auf 17 Mrd. US-Dollar (geschätzter Schwellenwert für Aufgabe des Currency Board: 12 Mrd. US-Dollar). Vorgezogener IWF-Kredit von 1,2 Mrd. US-Dollar kommt nicht zustande. Allan Meltzer warnt vor weiteren Stützungskrediten an Argentinien („Kein gutes Geld dem schlechten hinterher werfen!“).

*September 2001:* ***Der IWF stellt einen Kredit von zunächst 5 Mrd. und dann weiteren 3 Mrd. US-Dollar in Aussicht, falls „deficit cero“ eingehalten wird. Diskussion über den föderalen Finanzausgleich (der ein Nulldefizit im Zentralstaat und auf Provinzebene ermöglichen würde) und die Steuerverteilung zwischen Zentralregierung und Provinzen führt zu keinem positiven Ergebnis.***

---

<sup>13</sup> Eine Finanzmarktkrise läßt sich als das Zusammentreffen einer Währungs- mit einer Banken- und einer Verschuldungskrise (Hoffmann 1999, Sell 2001) auffassen, zumindest aber als das Zusammenfallen von jeweils zwei der drei genannten Problemfälle. In Argentinien konnte man in den Jahren 2002 und 2003 ohne Zögern von einem umfassenden Krisenszenario mit allen drei genannten Elementen sprechen. Als Quellen für diese Chronik diente vor allem die aktuelle Berichterstattung über die Argentinien-Krise in den Zeitungen Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times Deutschland und El País.

***Der IWF fordert Prozentanteil der Provinzen (statt wie bisher eine feste Summe) an den Steuereinnahmen und dabei per Saldo Kürzungen in den Steuerzuteilungen.***

*Oktober 2001:* Die Zahlungsfähigkeit Argentiniens wird zunehmend in Zweifel gezogen, nachdem die Regierung lokalen Banken und Pensionsfonds einen Swap (Umfang: 14 Mrd. US-Dollar) mit Halbierung der Zinsen vorschlägt. Steuereinnahmen sollen als Garantie für die neuen Anleihen hinterlegt werden. Gerüchte einer bevorstehenden Dollarisierung machen die Runde. ***Der IWF macht Kreditauszahlung an Argentinien von Einigung im Länderfinanzausgleich abhängig. Provinzgouverneure lehnen Neuregelung bei der Steuerverteilung gemäß den IWF-Vorschlägen ab.***

*November 2001:* Zunehmender Abzug von Einlagen aus dem Bankensystem und entsprechende Abnahme der Devisenreserven. Der gesamtstaatliche Schuldenstand erreicht ein Niveau von 132 Mrd. US-Dollar. Präsident de la Rúa verkündet ein Programm, wonach für ein Jahr die Sozialabgaben von 11 auf 5 % sinken sollen. Einkäufe mit Kreditkarte oder Scheckkarte werden subventioniert (Rückzahlung von etwa einem Viertel der Mehrwertsteuer). Steueramnestie soll Fluchtkapital zurück bringen. ***Gouverneure verlangen vor einer Regelung des Länderfinanzausgleichs Begleichung von Schulden des Zentralstaats in Höhe von 900 Mill. US-Dollar.*** Besuch de la Rúas bei Präsident Bush in Washington, D. C. bringt nicht den erhofften Durchbruch in den Verhandlungen mit dem IWF. ***Die Bereitschaft des IWF, einen bereits zugesagten Kredit von 1,3 Mrd. US-Dollar auszuzahlen, wird an die Bedingung geknüpft, im Jahr 2001 ein Defizit von höchstens 6,5 Mrd. zu erreichen.*** Bedingung erscheint unerreichbar.

*Dezember 2001:* ***Zentralregierung einigt sich mit 19 von 24 Provinzen über den Finanzausgleich. Die meisten Provinzen stimmen einer Reduzierung ihres Anteils am Steueraufkommen um 13 % zu. Regierung wird ermächtigt, ab Januar 2002 40 % der eigenen Verbindlichkeiten gegenüber den Provinzen mit „Lecops“ zu begleichen und sagt zu, für eine Reduzierung der Zinsverpflichtungen der Provinzen im Umfang von 1 Mrd. US-Dollar zu sorgen.*** Die Schulden der Provinzen sollen in den Swap mit einbezogen werden. Regierung beschließt Einfrierung sämtlicher Sparguthaben, sowie beschränkten Zugriff auf Sichtkonten („corralito“) und Kapitalverkehrskontrollen. Devisenreserven sinken innerhalb von zwei Wochen um 3,5 Mrd. US-Dollar. Nach sozialen Unruhen verhängt Regierung am 19. Dezember den Ausnahmezustand. Domingo Cavallo reicht seinen Rücktritt ein. Am 20. Dezember tritt de la Rúa zurück.

*Januar 2002:* Eduarde Duhalde wird nach einem kurzen Zwischenspiel anderer Kandidaten (Senatspräsident Puerta, Übergangspräsident Rodriguez Saa, Parlamentspräsident Camano) neuer Präsident Argentiniens. Der IWF lehnt bis auf weiteres zusätzliche Kredite ab, nachdem die Zentralregierung erklärt, mit Ausnahme der bestehenden Verpflichtungen gegenüber IWF und Weltbank, die

Bedienung von Argentinien's Auslandsschulden (insgesamt 141 Mrd. US-Dollar) vorerst einzustellen (faktisch gerät das Land am 4. Januar 2002 erstmals in Zahlungsverzug als Zinsen in Höhe von 28 Mio. US-Dollar auf eine in italienische Lira notierte Anleihe nicht bezahlt werden). Der Peso-Kurs zum US-Dollar wird für den Außenhandel offiziell (im Rahmen eines Wirtschaftsprogramms des neuen Wirtschaftsministers Remes Lenicov) auf 1,40 neu festgelegt. Für interne Aktionen gilt ein floatender Wechselkurs (Marktkurs liegt bei 2,40). Mit der Einführung dieses dualen Wechselkurses wird das Currency Board System abgeschafft.

*Februar 2002:* Argentinien gibt die Peso-Kursbindung auch für den Außenhandel endgültig auf und kündigt ein „schmutziges Floaten“ an. Alle auf Dollar lautenden Einlagen und Kredite sollen zwangsweise in Pesos umgewandelt werden: Einlagen zum Kurs von 1,40, der Großteil der Kredite dagegen zum Kurs von 1:1 (sogenannte asymmetrische „Pesifizierung“, die einer gigantischen Kapitalvernichtung im Bankensektor gleichkommt). Regierung will für Bilanzdifferenzen bzw. -verluste aufkommen. Nach der Kursfreigabe am 11. Februar schnellte der zuvor leicht abgesunkene Wechselkurs auf 2,20 Pesos je US-Dollar hoch. ***Verhandlungen mit den Provinzen über Steueranteile und Finanzausgleich ziehen sich immer noch hin.***

*März 2002:* Exporte brechen nach Abwertung (allerdings weniger als Importe) des Pesos stark ein. Zentralregierung verhängt Exportsteuern nach Verabschiedung des Budgets im Parlament. Provinzen geben teilweise Schuldverschreibungen auf eigene Rechnung heraus. Der freie Kurs erreicht Werte über 4 Pesos je US-Dollar, nach Zentralbankinterventionen sinkt er auf rund 3 Pesos je US-Dollar. ***Eine IWF-Delegation besucht Argentinien und dringt auf Haushaltsausgleich***/billigt nur temporär Interventionen am Devisenmarkt. Präsident Duhalde erhöht Exportsteuern von 10 auf 20 %.

*April 2002:* Neue IWF-Delegation fordert sofortigen Emissionsstopp von geldähnlichen Anleihen durch Provinzen (Quasigeld macht inzwischen über 50 % des Peso-Umlaufs aus). Vorübergehende Schließung von Banken (Liquiditätsprobleme wegen der häufigen gerichtlichen Aussetzung der Sparkontensperrung vom Dezember 2001) und Wechselstuben. ***Provinzgouverneure weigern sich, das Haushaltsdefizit um 60 % herunterzufahren. Daraufhin lehnt die Frühjahrstagung von IWF und Weltbank neue Kredite ab.*** Gesetz zur obligatorischen Umwandlung aller Festgelder in drei verschiedene Staatsanleihen in Vorbereitung. Neue Staatspapiere sollen mit staatlichen Krediten bei den Banken aufgerechnet werden, damit sich öffentliche Verschuldung durch Bondemission nicht erhöht. Nach Rücktritt des Cavallo-Nachfolgers Remes Lenicov verabschiedet Duhalde mit Provinzregierungen ein 14-Punkte-Programm. Neuerliche Peso-Anbindung an den US-Dollar wird erwogen.

*Mai 2002:* Als erste der Auslandsbanken bietet die kanadische Scotiabank – nach vorübergehender Schließung – ihre 100 Filialen zum Verkauf an. Die im Januar von Dollar in Peso zum Kurs von 1:1,4 getauschten Einlagen sollen erneut zum Kurs von 1:1,4 gegen zehnjährige Dollaranleihen eingewechselt werden. Banken dürfen die Beschränkungen der Kontoinhaber, über ihre Guthaben verfügen zu können, schrittweise in vier Monaten lockern und werden dabei gleichzeitig von der Zentralbank mit Liquidität versorgt. Um die Inflation in Griff zu halten, soll Zentralbank gleichzeitig mit kurzfristigen Anleihen Liquidität wieder abschöpfen. Kredit der Weltbank wird mit Devisenreserven getilgt. Neues Gesetz zur Reform des Konkursrechts ermöglicht es Gläubigern, bankrotte Firmen zu übernehmen. **7 von 24 Provinzen schließen Sparpakt mit der Regierung. IWF gewährt Zahlungsaufschub.**

*Juni 2002:* Der neue Wirtschaftsminister Roberto Lavagna bietet den Sparern für bestimmte Transaktionen nutzbare Zertifikate oder drei verschiedene Dollar- und Peso-Anleihen im Tausch gegen die bislang eingefrorenen Bankguthaben (Sicht- und Spareinlagen) auf freiwilliger Basis an. Das Angebot gilt bis Mitte Juli. Neue Anleihen sollen gegen alte Bonds in den Portfolios der Banken getauscht werden. Somit würden die Sparer die Gläubigerrolle der Banken gegenüber dem Staat übernehmen und die Banken von Staatsanleihen in ihren Portfolios befreit. Sparer haben 30 Tage Zeit, um zwischen den verschiedenen Optionen zu wählen. Neu in Banken eingezahlte Gelder sind künftig frei verfügbar. **Gouverneur von Buenos Aires stimmt einer Reduktion seines Defizits um 50 % zu.** Erste Kontaktaufnahme zwischen einem argentinischen Regierungsvertreter und 19 Vertretern der internationalen Gläubigergemeinschaft. Ende des Monats tritt der angesehene Zentralbankchef Mario Blejer zurück.

*Juli 2002:* Nachfolger wird der Duhalde nahe stehende Aldo Pignanelli, gleichzeitig besetzt die Regierung fünf der acht Direktorenposten mit eigenen Leuten und schränkt damit faktisch die Unabhängigkeit der Zentralbank weiter ein. Lavagna lehnt eine Änderung des geldpolitischen Kurses der Zentralbank gegenüber dem IWF ab. Als bisher siebte Bank wird die Banco Velox SA von der Zentralbank (für zunächst 30 Tage) geschlossen. Präsident Duhalde kündigt vorgezogene Neuwahlen an. Der frühere Präsident Menem kündigt seine Kandidatur für das Amt des Staatsoberhauptes im Jahr 2003 an. Der IWF gewährt Zahlungsaufschub für einen am 17. Juli fälligen Kredit von 985 Mrd. Dollar (Stundung um ein Jahr). Dadurch kann Argentinien – nach der Zahlung von 559 fälligen Mio. US-Dollar (aus den Devisenreserven) an die Interamerikanische Entwicklungsbank – die Zahlungsunfähigkeit gegenüber internationalen Finanzorganisationen vermeiden. Swap-Angebot läuft am 16. Juli aus (nur 15 % der Einlagen wurden getauscht). Allein in der ersten Juli-Hälfte wurden Einlagen aus dem Bankensystem per Verfassungsklage im Umfang von 200 Mio. US-Dollar abgezogen. IWF-Direktor Horst Köhler veröffentlicht den **Bericht „unabhängiger Berater**

*des IWF*“. **Diese empfehlen** eine Sanierung des Bankensystems – die eingefrorenen Spareinlagen dürften nicht angerührt werden –, die Aufstockung der Devisenreserven, die Sicherstellung der Unabhängigkeit der Zentralbank, **eine stärkere Kontrolle der Provinzen** und keine weitere Ausgabe von Quasigeld. Der IWF fordert darüber hinaus, den „corralito“ ganz zu beseitigen und wirksame Kapitalverkehrskontrollen einzuführen, um die Kapitalflucht aus dem Bankensystem einzudämmen.

*August 2002*: Bei einem Besuch Brasiliens, Uruguays und Argentiniens schlägt US-Finanzminister O’Neill überraschend milde Töne an: er betont das US-Interesse an einer amerikanischen Freihandelszone zum Jahr 2005 und sagt Stundung der bis 2003 fällig werdenden Zins- und Tilgungszahlungen gegenüber multilateralen Organisationen im Umfang von 15 Mrd. US-Dollar zu. **Präsident Duhalde kündigt** nach der Bekanntgabe eines IWF-Kredits an Brasilien im Umfang von insgesamt 30 Mrd. US-Dollar **eine baldige Aufnahme von Verhandlungen mit den ausländischen privaten Gläubigern Argentiniens an** und daß die Regierung „mindestens zwei rückzahlungsfreie Jahre verlangen werde“. Wirtschaftsminister Lavagna verkündet in der Presse erste Erholung der Wirtschaft nach 16 Trimestern Rezession. Parlament verabschiedet problematische Bankengesetze, wonach die Indexierung von Krediten suspendiert, die von Einlagen fortgeführt werden muß. Den Banken wird die Vollstreckung bei säumigen Kunden für weitere drei Monate untersagt. Das Verfassungsgericht erklärt rückwirkend die Lohnkürzungen von Angestellten im öffentlichen Dienst aus dem Mai 2002 für gesetzwidrig. Zentralbankpräsident Pignanelli bietet seinen Rücktritt nach Streit mit Lavagna über die Aufhebung des „corralito“ an. Nobelpreisträger Stiglitz kritisiert öffentlich in Argentinien die Forderungen des IWF und mahnt Argentinien, sich auf seine natürlichen und menschlichen Ressourcen zu konzentrieren. Der IWF schiebt eine Einigung mit der argentinischen Regierung auf, insbesondere wegen der ungelösten Konflikte mit dem Verfassungsgericht.

*September 2002*: Die Regierung beantragt formell beim IWF einen Zahlungsaufschub für einen im September fälligen Milliardenbetrag. Der IWF gewährt darauf hin einen einjährigen Zahlungsaufschub für die Rückzahlung von 2,8 Mrd. US-Dollar. IWF-Direktor Köhler kritisiert das Ausbleiben eines überzeugenden und umfassenden Wirtschaftsprogramms, das die sozialen und wirtschaftlichen Probleme des Landes angeht. Argentinien bittet Gläubiger in Deutschland und Italien wegen der säumigen Rückzahlung öffentlicher Schulden keine rechtlichen Schritte einzulegen. Lavagna kündigt an, einen Teil der eingefrorenen Bankguthaben (bis 7.000 Pesos für die Banken verpflichtend, bis 10.000 optional) ab Oktober wieder frei zu geben. Die Ausgabe von auf US-Dollar lautenden Anleihen mit Bankgarantien und Laufzeit bis zum Jahr 2013 wird angekündigt. Der IWF betont, daß neue Kredite einen „hohen Grad an politischer Unterstützung im Land“ bedürften. Die bisherigen Kandidaten für die Nachfolge Duhaldes (Rodríguez Saá und Elisa Carrió) äußern sich zurückhaltend zur Akzeptanz zukünftiger IWF-Auflagen. **IWF-Direktor Horst Köhler stellt kurz-**

***fristiges Stabilisierungsprogramm in Aussicht; Bedingungen sind:*** ein monetären Anker zur Vermeidung von Hyperinflation, ***ein fiskalischer Rahmen, der die Provinzen einschließt*** und ein praktikables Insolvenzrecht. Duhalde droht, die im Oktober fälligen Zahlungen an den IWF, die Weltbank und die Interamerikanische Entwicklungsbank einzustellen und nicht auf noch vorhandene Währungsreserven (von ca. 9,5 Mrd. US-Dollar) zurückzugreifen.

***Oktober 2002:*** Nach der teilweisen Freigabe eingefrorener Bankkonten kommt es überraschenderweise nicht zu dem befürchteten massiven Abzug von Geldern durch Bankkunden: Die Geschäftsbanken hatten Anfang des Monats alle Festanlagen bis zu 7000 Pesos (ca. 1.880 US-Dollar) freigegeben (insgesamt ca. 1,7 Mrd. Pesos). Seitdem wurde etwa ein Viertel (bis zum 09. Oktober 2002) abgehoben. Als eine Erklärung wird das attraktive Zinsniveau von bis zu 60 % p. a. angeführt. Auch der für den Umtausch ungünstige Wechselkurs scheint, wenigstens für die „kleinen Leute“, dabei eine Rolle zu spielen. Eine am 15. des Monats fällig werdende Staatsanleihe kann nicht bedient werden; diese gehört zu einer Serie von insgesamt 6 Anleihen, für welche die Weltbank 1999 eine Garantie übernommen hatte. Argentinien hat nun 60 Tage Zeit, die Schulden bei der Weltbank zu tilgen. Tilgt Argentinien die Schuld gegenüber der Weltbank innerhalb der genannten Frist, so gilt die Garantie der Weltbank automatisch für die nächste Anleihe. Wenn nicht, dann würde das Land zum ersten Mal gegenüber einer internationalen Organisation säumig und die Weltbank würde bei den restlichen Papieren nicht für Argentinien einspringen. Der IWF fordert eine Erhöhung der Preise für Strom, Wasser und Gas um 20 bis 30 Prozent wegen der erforderlichen Kostendeckung. Außerdem solle die Zentralbank ihre Interventionen und Regulierungen des Devisenmarktes unterlassen. ***Es werden, wenn ein Abkommen zustande kommt, Vorgaben für die Haushalte der Zentral- und der Provinzregierungen für 2002 und 2003 erwartet*** und ein Zeitrahmen für die Abschaffung der geldähnlichen Anleihen in den Provinzen.

***November 2002:*** Duhalde erklärt (nach Zahlung von 180 Mio. US-Dollar an IWF und Interamerikanische Entwicklungsbank), daß ein weiterer Rückgriff auf die Zentralbankreserven, um Fälligkeiten zu begleichen, für Argentinien nicht in Frage komme. Eine am 14. November fällige Rate gegenüber der Weltbank von 805 Mio. US-Dollar werde nur dann gezahlt, wenn bis dahin ein IWF-Abkommen vorliege. Der argentinische Finanzstaatssekretär Nielsen wirbt bei einer Deutschlandreise bei den Besitzern von Argentinien-Anleihen für eine Verhandlungslösung. Verhandlungen über die Schuldenrestrukturierung könnten beginnen, sobald Argentinien ein Abkommen mit dem IWF unterzeichnet habe. ***Auf dem Sekundärmarkt werden Mitte November 2002 argentinische Bonds zu etwa 20 % des Nominalwerts gehandelt.*** Argentinien fordert Banken auf, sich um das Mandat für die Umschuldung von Bonds im Volumen von 95 Mrd. US-Dollar zu bewerben. Am 14. November zahlt Argentinien nur 77 Mio. US-Dollar Zinsen an die Weltbank (statt einer Rückzah-



lung von 805 Mio.), um, wie Kabinettschef Atanasof verlauten läßt, die Devisenreserven nicht unter das vom IWF empfohlene Niveau von 9 Mrd. US-Dollar sinken zu lassen. Damit kann Argentinien vorläufig keine weiteren Weltbankkredite bekommen. Duhalde düpiert den Fonds am gleichen Tag, indem er die Mehrwertsteuer von 21 auf 19 % senkt; der IWF lehnt Steuersenkungen für Argentinien ab. IWF-Vize Anne Krueger kündigt an, dem Land eine am 22. November fällige Rate von 141 Mio. US-Dollar zu stunden, um einen Zahlungsausfall beim IWF vorerst zu verhindern. Duhalde verschiebt die Präsidentschaftswahlen auf den 27. April 2003, wegen parteiinterner Auseinandersetzungen bei den Peronisten. Der IWF gewährt Argentinien einen einjährigen Zahlungsaufschub für die o. a. Rate. Seit dem 25. November sind Einlagen aus dem Bankensystem im Umfang 5,7 Mrd. US-Dollar, die unter anderem auf Sparkonten eingefroren waren, wieder frei verfügbar. Weitere Guthaben in Höhe von 4,3 Mrd. US-Dollar bleiben weiter gesperrt.

*Dezember 2002:* Einzelne Richter des obersten argentinischen Verfassungsgerichts äußern die Absicht, die noch gesperrten Bankguthaben zu dollarisieren. Das BIP schrumpft in 2002 um rund 16 Prozent. Prognosen der Regierung sehen für 2003 ein Wachstum von 3 Prozent voraus. Am 9. Dezember tritt der bisherige Zentralbankchef Aldo Pignanelli wegen Differenzen mit Roberto Lavagna über die Unabhängigkeit der Zentralbank zurück. Am darauf folgenden 10. Dezember ernennt Präsident Duhalde den 37jährigen Alfonso Prat Gray, einen ehemaligen Investmentbanker bei JP Morgan, zum Nachfolger. Die Regierung erklärt, den am 14. Dezember fällig werdenden Kredit an die Weltbank nicht tilgen zu wollen und verweist auf das bisher nicht zustande gekommene Abkommen mit dem IWF. Die Preise für Strom und für Gas werden um 10 bzw. 7 % erhöht. Dies entspricht grundsätzlich (wenn auch nicht in der geforderten Höhe) den Vorstellungen des IWF. Die Entscheidung des Verfassungsgerichts über die Rechtmäßigkeit der „Pesifizierung“ von Termineinlagen auf US-Dollar wird auf das Jahr 2003 verschoben. Der IWF und die Weltbank gewähren am 20. Dezember Argentinien einen Zahlungsaufschub für alle bis zum 30. Juni 2003 fällig werdenden Zahlungen an IWF, Weltbank und Interamerikanische Entwicklungsbank (ca. 8,850 Mrd. US-Dollar). In den Zahlungsaufschub eingeschlossen sind die 700 Mio. US-Dollar, die im Oktober 2002 nicht an die Weltbank zurück gezahlt wurden. Das Abkommen soll bis Mitte Januar vom IWF auch formell gebilligt werden.

*Januar 2003: Der IWF stellt für die Stundung fälliger Zahlung Bedingungen: Es soll ein Haushaltsüberschuß (Primärsaldo) von 2,5 % des BIP in 2003 erwirtschaftet werden,* die geldpolitischen Anker seien vorläufig zu erhalten. Eine IWF-Delegation reist nach Buenos Aires, um die Einzelheiten eines Übergangsprogramms zur Umschuldung Argentiniens fest zu klopfen. CEPAL schätzt ein Wirtschaftswachstum Argentiniens für 2003 von 2 %. Roberto Lavagna unterzeichnet Absichtserklärung gegenüber dem IWF. Der IWF soll in den nächsten sechs Monaten gerade so viel

ausleihen, wie Argentinien braucht, um seine IWF-Schulden zurückzuzahlen. Argentinien erklärt sich gegenüber der Interamerikanischen Entwicklungsbank (IADB) für zahlungsunfähig. Den am 17. Januar fällig werdenden Kredit gegenüber dem IWF will das Land nicht tilgen, solange der Abschluß des Überbrückungsabkommens mit dem IWF nicht perfekt ist. Lavagna kündigt die Gründung eines argentinisch-brasilianischen Währungsinstituts zur Vorbereitung einer zukünftigen gemeinsamen Währung an. Der fällige Kredit an den IWF wird am 17. Januar gleichwohl überwiesen; ***der IWF stimmt einer Stundung von Schulden in Höhe von 6,6 Mrd. US-Dollar zu, die bis August 2003 fällig wären und gewährt einen Stand-by-Kredit in Höhe von 11 Mrd. US-Dollar. Bedingungen des Abkommens sind eine Jahresinflationsrate von 35 %, eine Erneuerung der bilateralen Abkommen zwischen Zentralregierung und Provinzen zur Eindämmung provinzieller Haushaltsdefizite und die Eliminierung der Quasi-Gelder in den Provinzen sowie die Erzielung eines Primärüberschusses von 2,5 % des BIP im Jahr 2003. Überweisung von 860 Mio. US-Dollar an die Weltbank (Teil des seit Oktober fälligen Betrages) und von 700 Mio. US-Dollar an die IADB.***

*Februar 2003:* Nach richterlichem Entscheid werden drei Peronisten und zwei Unabhängige als Kandidaten für die Präsidentschaftswahlen (27. April; Stichwahl am 19. Mai) zugelassen. Eine Gläubigervereinigung in den USA droht, eine Klage gegen den argentinischen Staat vor dem New Yorker Gerichtshof zu präsentieren.

*März 2003:* Argentinien's Oberster Gerichtshof erklärt die Beschlagnahme der Dollarguthaben und deren zwangsweise Umwechslung in Pesos („pesificación“) für verfassungswidrig. Die Entscheidung betrifft zunächst die Klage der Provinz San Luis, die nun die Auszahlung von 247 Mio. US-Dollar verlangen kann. Das Urteil könnte auch für private Sparer richtungsweisend sein, glauben Experten. Das Landgericht Frankfurt gab in erster Instanz zwei Klägern aus Deutschland, die im Besitz von argentinischen Anleihen sind, Recht. Danach müsse die Republik Argentinien ausstehende Anleihebeträge auszahlen. Strittig ist, selbst wenn das Urteil nach einer Berufung Argentinien's bestätigt würde, wie es sich vollstrecken ließe. In letzter Instanz entscheidet der Bundesgerichtshof. Auf der Jahrestagung der Interamerikanischen Entwicklungsbank üben Vertreter der privaten Gläubiger Argentinien's scharfe Kritik an der „bevorzugten Behandlung“ staatlicher Kreditgeber durch Argentinien und daß auf Anraten des IWF! Roberto Lavagna kündigt Ende des Monats die Aufhebung (die argentinischen Banken müssen innerhalb von vier Monaten alle eingefrorenen Konten frei geben) des „corralóns“ vom Februar 2002 an; die Kosten – im Februar 2002 galt ein Wechselkurs von 1,40 Pesos je Dollar, jetzt einer von 2,88 Pesos je Dollar – sollen sich Staat (1/3) und Banken (2/3) teilen. Am 28.03. unterschreibt Duhalde das entsprechende Dekret. Zum Aus-

gleich der eigenen Verluste hatten die Banken vom Staat bereits früher Staatspapiere für ihr Portefeuille erhalten. Deren Marktwert ist mittlerweile aber auf die Hälfte des Nominalwertes gesunken.

*April 2003:* Alle Einlagen, die vor Abwertung und Umwandlung von Dollar in Peso („pesificación“) bis zu 30.000 US-Dollar wert waren, werden sofort freigegeben. Die restlichen Einlagen werden in Festanlagen umgewandelt und innerhalb der nächsten vier Monate freigegeben. Die Auszahlung erfolgt dann zum künstlichen Kurs von 2,05 Peso je US-Dollar. Rückkauf von Anleihen argentinischer Provinzen (Quasigeld) im Umfang von 4,5 Mrd. Pesos. Am 27. des Monats erste Runde der Präsidentschaftswahlen. Diese wird mit einem Stimmenanteil von knapp 24 % von Carlos Menem gewonnen. Zweiter ist Nestor Kirchner, der mit einem Anteil von 22 % in die Stichwahl gegen Menem zieht. Beide gehören verschiedenen Strömungen der peronistischen Partei an.

*Mai 2003:* Rund 20 Banken gründen eine Initiative zur Bündelung der Interessen von Eigentümern argentinischer Staatstitel. Eine neu gegründete Zweckgesellschaft (*ABRA= Argentine Bond Restructuring Agency*) will entsprechende Anleihen einsammeln und nach den Umschuldungsverhandlungen gegen neue Papiere aus Argentinien eintauschen. Menem zieht am 14. Mai seine Kandidatur für die zweite Runde der Präsidentschaftswahlen zurück, als die Umfragen ihm nur einen Wähleranteil von 30 % in Aussicht stellen. Nestor Kirchner erklärt sich darauf hin zum Gewinner der Präsidentschaftswahlen. Die argentinische Börse reagiert auf diese Nachricht negativ, die Zinsaufschläge argentinischer Anleihen steigen an. Am 25. Mai wird Nestor Kirchner zum neuen Präsidenten Argentiniens ernannt. Kirchner betont gleich zu Beginn seiner Amtszeit, daß Argentinien auch ohne IWF-Abkommen zurecht kommen könne (das Übergangsabkommen läuft bis August 2003).

*Juni 2003:* Der argentinische Aktienindex (Merval) erlebt einen Höhenflug (Anstieg um 40 % in den letzten sechs Monaten), das Gesetz zur Kompensation der Banken für die während der Abwertung des Pesos erlittenen Verluste und **die Haushaltssanierung lassen aber weiter auf sich warten**. Am Devisenmarkt gewinnt der Peso gegenüber dem US-Dollar. Regierung äußert Wunschvorstellungen über den Modus für die Umschuldung: Danach könnte der Schuldendienst – vergleichbar mit Dividendenzahlungen – an das Wirtschaftswachstum gekoppelt werden, erklärte Wirtschaftsminister Lavagna. Guillermo Nielsen, Finanzstaatssekretär Argentiniens, kündigt an, daß bei den Umschuldungsverhandlungen die privaten Gläubiger (Anteil ca. ein Viertel) gegenüber den institutionellen Gläubigern nicht benachteiligt werden sollen. Bislang werden allerdings Anleihen in den Händen von institutionellen Anlegern an der Börse höher notiert (bei Gleichbehandlung aller Investoren müssen sich die Notierungen angleichen). Als Teil des Beistandskredits von 3,1 Mrd. US-Dollar (zur Bedienung frühere Schulden beim IWF) zahlt der IWF eine Tranche von 320 Mio. aus.

***Strukturreformen im Bereich der Steuerpolitik und der Finanzaufteilung zwischen Zentralregierung und Provinzen sowie die Aufstellung eines mittelfristigen Haushaltsplans stehen allerdings weiter noch aus.*** Diese werden vom IWF weiter gefordert, sind aber nicht vor den Kongreß- und Provinzwahlen in 2004 zu erwarten. Das Erwirtschaften eines Haushaltsüberschusses wird dagegen als vergleichsweise „einfach“ eingestuft, solange die Umstrukturierung der externen Verschuldung nicht wirklich angegangen wird. Wirtschaftsminister Lavagna verfügt vor dem Hintergrund der seit Monaten anhaltenden Aufwertung des Peso eine „Residenzpflicht“ ausländischer Finanzanlagen von mindestens 180 Tagen, also kurzfristige Kapitalverkehrskontrollen. Nach Angaben von Alfonso Prat Gay, dem Zentralbankpräsidenten Argentiniens, handelt es sich um eine vorübergehende Maßnahme vor dem Hintergrund der hohen spekulativen Kapitalzuflüsse (ca. 950 Mio. US-Dollar) im Monat Juni. Konkrete Verhandlungen zwischen der ABRA und Argentinien sollen im September beginnen. Den Anlegern wird der argentinische Vorschlag vorgelegt werden, in Zukunft die Verzinsung der Bonds an das künftige BIP-Wachstum Argentiniens zu koppeln.