
Argentinas kriser

Morten Roed Sørensen, Internationalt Kontor

INDLEDNING

Argentina befinder sig i en recession, der har varet mere end 3 år. To gange i løbet af 2001 har IMF ydet lån til Argentina for at sikre, at renter og afdrag på den offentlige udlandsgæld kunne betales. En stigende gældsopbygning over 1990'erne har været medvirkende til den truende betalingsstandsning. Den offentlige udlandsgæld har efterhånden fået et sådant omfang, at bæredygtigheden af gælden gentagne gange er blevet betvivlet i det sidste år.

Desværre kan den nuværende krise ikke karakteriseres som værende en enkeltstående begivenhed i Argentinas økonomiske historie – landet er i realiteten gået fra den ene krise til den næste gennem det meste af det 20. århundrede.

Dette var næppe den udvikling, man havde forestillet sig i starten af 1900-tallet. På dette tidspunkt hørte Argentina til blandt de rigeste lande i verden, og den gode økonomiske situation virkede som en magnet på immigration og kapital. På flere måder mindede Argentina på dette tidspunkt om Danmark. Indkomstniveauet var på omtrent samme niveau, og begge landes velstand var baseret på eksport af landbrugsprodukter.

Gennem århundredet er denne sammenligning mellem Danmark og Argentina blevet mere og mere irrelevant. Perioden har for Argentinas vedkommende været kendetegnet ved en markant relativ økonomisk tilbagegang, der har ført landet fra at være blandt de ca. 15 rigeste nationer i 1913, på niveau med fx Italien, til at være den 56. rigeste i 1999 på niveau med bl.a. Ungarn og Tjekkiet (Maddison 1989 og World Development Report 2001).

Denne artikel gennemgår Argentinas usædvanlige økonomiske historie gennem de sidste hundrede år med vægt på de gentagne kriser, landet har oplevet i denne periode.

ØKONOMISK VÆKST I DET 20. ÅRHUNDREDE

Argentina havde en god udgangsposition ved indgangen til det 20. århundrede. Pampasen, en stor frodig slette, gav landbrugssektoren fordelagtige vilkår og skabte baggrunden for stærk eksportorienteret vækst

ARGENTINAS BNP PR. INDBYGGER RELATIVT TIL 16 OECD-LANDE¹

Tabel 1

Pct.	1900	1913	1929	1950	1973	1987	2000
Argentinas relative BNP pr. indbygger ..	71	80	75	65	47	32	45

Anm.: Korrigeret for forskelle i købekraft. For 2000 er der tale om BNI pr. indbygger. Den nuværende recession er endnu ikke slået fuldt igennem i tallene. Argentinas relative niveau må i 2001 således forventes at være blevet reduceret i forhold til 2000 niveauet.

Kilde: Maddison (1989, s. 19) og World Development Report 2002 for år 2000.

¹ Australien, Østrig, Belgien, Canada, Danmark, Finland, Frankrig, Tyskland, Italien, Japan, Holland, Norge, Sverige, Schweiz, Storbritannien og USA. Uvægtet gennemsnit.

af primærprodukter (fortrinsvis uld, hvede, majs og oksekød). Da landet samtidig havde knaphed på såvel mennesker som kapital, medførte de høje afkast på disse resurser en massiv immigration og høje investeringsrater. Befolkningen voksede fra 3,3 millioner i 1890 til 7,5 millioner i 1913 svarende til en gennemsnitlig årlig vækstrate på 3,5 pct. Kapitalapparatet voksede i samme periode med 4,8 pct. om året (Taylor 1992). Levestandarden var tilsvarende høj. Ved århundredeskiftet udgjorde Argentinas BNP pr. indbygger 71 pct. af gennemsnittet for 16 nuværende OECD-lande, jf. tabel 1. I 1913 var dette tal vokset til 80 pct.

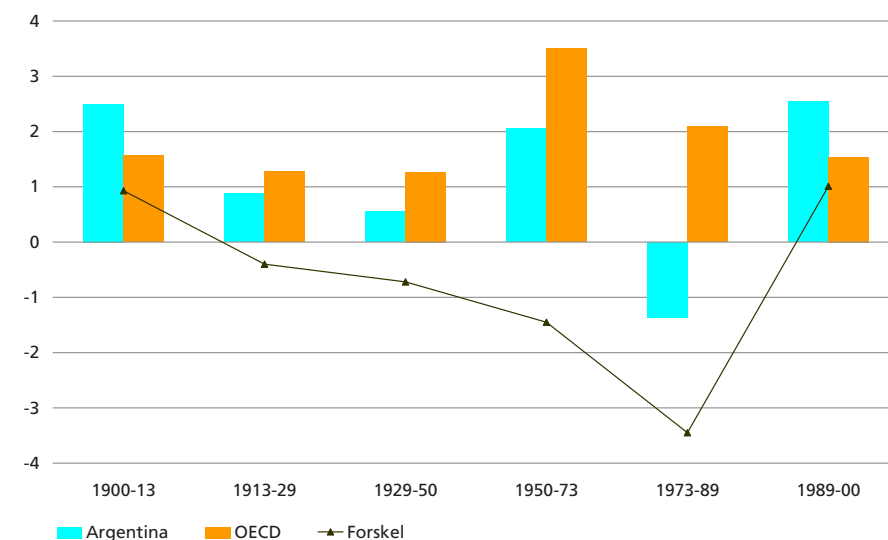
Fra 1913 begyndte den konvergerende trend mod de vestlige landes levestandard imidlertid at vende. I første omgang var der tale om en svag, men vedvarende, vigende tendens. I den anden halvdel af århundredet tog den divergerende trend fart, og i 1980'erne nåede Argentinas levestandard et lavpunkt i forhold til OECD-landene. På trods af den nuværende recession i Argentina har 1990'erne gennemsnitligt betragtet været præget af høj vækst, og levestandarden er gennem tiåret konvergeret mod OECD-landenes levestandard. I 2000 udgjorde landets BNI pr. indbygger således 45 pct. af gennemsnittet for OECD-landene.

Figur 1 illustrerer også Argentinas relative nedgang. Det ses af figuren, at perioden 1950-73, hvor Argentina opnåede en meget ringe udvikling relativt til de vestlige lande, faktisk var karakteriseret ved en forholdsvis høj årlig vækst i BNP pr. indbygger på omkring 2 pct. Dette var imidlertid en gylden periode for de vestlige lande (og for de østasiatiske tigerøkonomier¹), en gylden periode, som Argentina kun i lille omfang fik del i. Perioden 1973-89 fremtræder endvidere som en exceptionel dårlig periode med gennemsnitlige årlig fald i BNP pr. indbygger på omkring 1 pct. Set i forhold til disse senere perioder i det 20. århundrede springer Argentinas relative nedgang i første halvdel af århundredet mindre i øjnene. Men nedgang var der, og nedgangen havde nogle realøkonomiske såvel som økonomisk-politiske konsekvenser, der senere i århundredet skulle føre til den endnu mere markante nedgang.

¹ Hongkong, Singapore, Sydkorea og Taiwan.

VÆKST I BNP PR. INDBYGGER I ARGENTINA OG 16 OECD-LANDE

Figur 1



Anm.: De 16 OECD-lande er nævnt i tabel 1. For perioden 1973-2000 indgår Tyskland ikke i beregningerne på grund af statistiske problemer som følge af genforeningen.

Kilde: Maddison (1989, s. 19), IMF og egne beregninger.

PROBLEMER FOR EN ÅBEN ØKONOMI, 1914-34

Med 1. verdenskrigs udbrud kom Argentina i problemer. Den internationale handel skrumpede ind i krigsårene, hvilket ramte landbrugseksporten. Med krigens afslutning åbnedes markederne dog atter, og Argentina fik igen mulighed for at afsætte sine produkter. Væksten nåede dog ikke samme høje niveau i 1920'erne som i perioden før 1. verdenskrig.

Gennem 1920'erne afslørede, med stigende intensitet, sårbarheden af Argentinas åbne økonomi. Specielt to problemer skilte sig ud. For det første vil en økonomi bygget op omkring eksporten af blot et halvt dusin forskellige landbrugsprodukter være særdeles afhængig af udviklingen i verdensmarkedspriserne på disse produkter. Konjunkturcyklerne i 1920'ernes Argentina var således primært drevet af udviklingen i bytteforholdet, der specielt påvirkedes af udviklingen i en række landbrugsprodukters priser.

For det andet var Argentina afhængig af udenlandske kapitaltilførsler, da den indenlandske opsparring havde et begrænset omfang.¹ Før 1. ver-

¹ Argentinas lave indenlandske opsparingsrate kan skyldes landets daværende befolkningssammensætning. Befolkningen var således meget "ung" – unge under 15 år udgjorde ca. 36 pct. af hele befolkningen i årene 1914-29. En høj andel af unge vil tendere til at mindske opsparringen i samfundet og øge forbruget (Taylor 1992).

denskrig havde det været relativt uproblematisk for Argentina at skaffe sig adgang til udenlandsk kapital, men det blev sværere efter krigen.¹ Dette viste sig bl.a. i udviklingen i den udenlandske ejerandel af Argentinas kapitalapparat. I 1913 var 48 pct. af Argentinas kapitalapparat udenlandsk ejet; i 1929 var andelen faldet til 32 pct. (Taylor 1992). Som en konsekvens af de manglende udenlandske kapitaltilførsler faldt investeringsraten. Hvor kapitalapparatet i perioden 1890-1913 voksede med 4,8 pct. årligt, voksede det blot med 2,2 pct. i perioden 1913-29, og mulighederne for skabelsen af økonomisk vækst indsnævredes tilsvarende.

Mod slutningen af 1920'erne udviklede de to følsomme variable – bytteforholdet og udenlandske kapitaltilførsler – sig samtidig i uheldig retning, hvilket bragte Argentina på randen af recession allerede i 1928 (dvs. før Wall Street-krakket i oktober 1929). Priserne på Argentinas landbrugsvarer faldt på baggrund af såvel stigende produktion som stigende protektionisme i den vestlige verden. De udenlandske kapitalbevægelser søgte i højere grad mod det på tidspunktet boomende Wall Street, hvilket gjorde det vanskeligere at betale renter og afdrag på udlandsgælden. Året efter forværredes situationen, da det meste af verden havnede i recession, og Argentina endvidere havde en dårlig høst. Også opsvinget, da det endelig kom i 1933-34, skyldtes eksterne faktorer. Finanspolitikken var konjunkturmedløbende i recessionens værste år, og pengepolitikken var kun moderat ekspansiv (men dog i stand til i nogen grad at modvirke de deflationære tendenser via devaluering (della Paolera et al. 1998)). I stedet var det tørke i USA, Canada og Australien, der – via stigende landbrugspriser og bedre bytteforhold – førte Argentina ud af recessionen.

RECESSIONENS KONSEKVENSER, 1930'ERNE

En recession så dyb som den Argentina oplevede i slutningen af 1920'erne og starten af 1930'erne måtte nødvendigvis sætte sig længelevende spor. Økonomiens struktur ændredes. Mindre international samhandel førte til mindre betydning af landbrugssektoren og eksporten. Eksportens andel af BNP faldt således fra 24 pct. i årene 1925-29 til 19 pct. i årene 1935-39. Og betydningen af udenlandske kapitaltilførsler mindskedes yderligere, hvilket i kombination med lavere vækst og indkomster førte til et lavere investeringsniveau.

Politisk havde recessionen også sine konsekvenser. Statslig intervention afløste *laissez-faire* på det økonomisk-politiske område. Intervention var ikke til at komme udenom i en verden, der i stigende grad gik væk

¹ Med krigens afslutning havde Storbritannien mistet sin dominerende position på de internationale finansmarkeder, og den nye økonomiske stormagt, USA, var ikke i samme omfang som Storbritannien villig til (eller i stand til) at fungere som långiver til resten af verden (Taylor 1992).

fra frihandel og over mod bilaterale handelsaftaler. Men med stigende statslig intervention blev grobunden også lagt for gennemførelsen senere hen af en protektionistisk økonomisk politik (imports substitution), der med tiden skulle blive drevet for vidt.

Pengepolitisk skete der også ændringer. Som mange andre lande på dette tidspunkt havde Argentina et guldfodssystem, hvor sedlernes indløselighed mod guld dog i lange perioder var suspenderet (fra 1914 til 1927 og igen, endegyldigt, fra 1929). I 1931 skete et afgørende brud med guldfodssystemet, da pengemængden fra det tidspunkt øgedes uafhængigt af bevægelser i centralbankens guldbeholdning. Bruddet var, set med nutidens øjne, fornuftigt, eftersom recessionen krævede en lempelig pengepolitik. Regeringen og centralbankens pengepolitiske tiltag i 1935 var derimod mere tvivlsomme, om end sikkert uomgængelige. På dette tidspunkt overtog staten alle de "dårlige lån", den uregulerede banksektor havde akkumuleret i løbet af 1920'erne og 1930'erne. Overtagelsen finansieredes i realiteten ved monetær finansiering og beløb sig til i alt ca. 4 pct. af BNP (della Paolera et al. 1999). Herved blev grobunden lagt for senere perioders ekstreme og inflationsskabende pengepolitik.

Med recessionen kom også politisk ustabilitet. I september 1930 tog militæret magten for første gang i det 20. århundrede, og herefter styredes Argentina skiftevis af militæret og civile regeringer (ofte valgt på et tvivlsomt grundlag). Først i 1989 skulle det igen lykkes en civil regering at afløse en anden civil regering.

DEN ÅBNE ØKONOMI LUKKER, 1933-76

Den økonomiske nedgangsperiode i Argentina og i resten af verden i starten af 1930'erne satte gang i en proces, der i løbet af en 20-årig periode ændrede Argentina fra en meget åben økonomi til en meget lukket. Eksportens andel af BNP faldt fra 24 pct. i 1925-29 til 7 pct. i 1950-54. Den dag i dag udgør eksporten fortsat ikke mere end ca. 11 pct. af BNP.

I første omgang var udviklingen primært forårsaget af eksterne forhold. Et stærkt faldende bytteforhold i starten af 1930'erne resulterede i en mangel på udenlandsk valuta i Argentina, en nettodebitor. Som en konsekvens heraf introduceredes i 1933 et dualt valutakurssystem, hvor betalinger af gæld og udvalgte importvarer skete til en fordelagtigere kurs end andre betalinger. Toldsatser blev også sat op i løbet af 1930'erne i et forsøg på at skærme den hjemlige industrisektor under opbygning.

Industrisektoren opnåede da også pæn vækst i løbet af 1930'erne. Fra 1928 til 1939 steg industriproduktionen årligt med 3,2 pct. (de Paiva

Abreu 1982). Hvor meget, der skyldtes den statslige intervention, er dog et åbent spørgsmål. Det duale valutakurssystem og todsatserne virkede nemlig i nogen henseender imod den hjemlige industrialisering, da systemet i højere grad endte med at blive brugt til at subsidiere britiske importvarer frem for importvarer, der var vigtige for industrialiseringen (O'Connell 1984).

Argentinas favorisering af Storbritannien havde sin baggrund i Roca-Runciman konventionen underskrevet af de to lande i 1933. Med aftalen lykkedes det for Storbritannien at skaffe sig adgang til det argentinske marked på fordelagtige vilkår, jf. ovenfor, mens Argentina blot fastholdt de eksisterende vilkår for adgangen til det britiske marked (de Paiva Abreu 1982). Storbritanniens forhandlingsmagt stammede primært fra landets store handelsunderskud over for Argentina, og resultatet af forhandlingerne endte med at skabe stærke anti-britiske følelser i Argentina.

I løbet af få måneder efter 2. verdenskrigs udbrud forsvandt de europæiske eksportmarkeder med svære følger for den argentinske landbrugssektor. De handelsmæssige stridigheder med Storbritannien i løbet af 1930'erne førte, i sammenhæng med diplomatiske stridigheder med USA, til en splittet nation med sympatier over for både de allierede og Tyskland.

Spændingerne endte med at bringe general Juan Perón til magten i 1943 ved et militærkup, hvilket endeligt beseglede Argentinas importsstitutionsstrategi. Flere forhold havde betydning for, at denne indadskuende strategi blev valgt. Perón havde sin popularitetsbase blandt arbejdere i byerne, der ville have fordele af en industriel udvikling, og den kollektive hukommelse om 1930'ernes krise, der blev drevet af udviklingen i eksterne forhold, spillede sikkert også en rolle. Dertil kom, at der efter 2. verdenskrig herskede mistro mellem Argentina og de allierede sejrherre (det hjalp ikke synderligt, at Argentina erklærede Tyskland krig i marts 1945). Set med nutidens øjne virker strategien sikkert mere hovedløs, end tilfældet var dengang. På det tidspunkt var det ikke klart, at verdenshandlen i efterkrigstiden atter skulle opleve et boom til fordel for de mere åbne økonomier.

Importsstitutionsstrategien bevirkede, at i det næste tiår blev alle kræfter sat ind på at opbygge en hjemlig industri på bekostning af eksportsektoren. Der var dog ikke tale om nogen videre gennemtænkt plan – eksisterende industrivirksomheder blev, uden hensyn til deres effektivitet, beskyttet via valuta- og importkontrol og eksportsektoren stort set negligeret. Landbrugssektoren havde store problemer med at skaffe sig importerede produktionsfaktorer (fx traktorer og kunstgødning), ligesom staten negligerede forskning i forbedringer af landbrugsproduktio-

nen. Til gengæld opbyggedes eksempelvis en stor bilindustri på trods af den begrænsede størrelse af Argentinas hjemmemarked.

Ud over at strategien var dårligt implementeret, havde den også et tvivlsomt teoretisk grundlag. For det første forudsætter industrialisering løbende valutaindtægter til import af centrale varer (fx maskiner). En mere eksportvenlig politik ville kunne have lettet adgangen til udenlandsk valuta. For det andet forvrider toldsatsen og valutarestriktioner de relative priser, og skaber grobund for misallokering af de investerede resurser. Givet de urolige eksterne forhold i 1930'erne kan det ikke udelukkes, at sådanne forvriddinger – i en kortere industrietableringsperiode – havde sine fordele. Men at bibeholde forvriddingerne, og endda styrke dem, efter at industrisektoren var kommet over sin første etableringsfase, var uhensigtsmæssigt. Dels førte det til fortsat misallokering, dels gav det ikke de beskyttede virksomheder incitament til at effektivisere produktionen.

I starten af 1950'erne blev det klart, også for Perón, at strategien havde spillet fallit. Eksporten blev ved med at falde, og i 1952 – et tørkeår – kom det så vidt, at Argentina måtte importere hvede. Der kom igen fokus på landbrug og eksport i den økonomiske politik, men de etablerede forvriddinger i de relative priser var ikke lige til at komme af med. Interesserne i industrien var vægtige (bl.a. repræsenteret ved militæret og peronistpartiet), mens landbruget efterhånden beskæftigede under 20 pct. af arbejdsstyrken. På trods af de besværlige forhold formåede Argentina frem til starten af 1970'erne at opnå en årlig vækst i BNP pr. indbygger på omkring 2,2 pct., jf. figur 1. Sammenlignet med resten af verden i denne periode var dette dog et pauvert resultat.

GÆLD SKRIS E OG HYPERINFLATION, 1976-91

Den endelige afslutning på importsstitutionsstrategien i midten af 1970'erne førte ikke til fornyet vækst i Argentina. Tværtimod blev situationen endnu mere ustabil – politisk såvel som økonomisk. Den politiske ustabilitet udviklede sig i en blodig retning. I 1976 tog militæret magten endnu engang, og i den følgende periode blev der slået hårdt ned på politiske dissidenter. I 1982 kulminerede denne udvikling med krigen mellem Argentina og Storbritannien om Falklandsøerne.

En konsekvens af den politiske ustabilitet var, at der heller ikke blev nogen stabilitet i den økonomiske politik. De forskellige regimer, for ikke at tale om de forskellige økonomiministre, fik kort tid ved magten, og landet gik fra den ene krise til den næste (og fra den ene stabiliseringsplan til den næste). På sådan en baggrund kan det ikke undre, at

væksten i BNP pr. indbygger blev negativ mellem 1973 og 1989, som vist i figur 1.

Selv om den økonomiske udvikling ændrede sig til det værre i denne periode, fulgte økonomien stadig samme såkaldte "stop-go" konjunkturcykler, som Argentina havde gennemlevet siden slutningen af 1940'erne. Et opsving ville hurtigt forplante sig til stigende underskud på handels- og betalingsbalancen, hvilket i sidste ende ville resultere i valutakrise og recession. For at genskabe ligevægt ville en devaluering herefter blive gennemført af den annoncerede faste valutakurs. Den højere inflation, der følger af en devaluering, ville få et yderligere skub opad, da stærke fagforeninger forhandlede kompenserende lønstigninger hjem. Endvidere gjorde staten i denne periode stor brug af monetær finansiering til dækning af budgetunderskuddene, hvilket resulterede i yderligere inflation (som så igen førte til kompenserende lønstigninger).¹

Efter en ekstraordinær kraftig cyklus i midten af 1970'erne overtog militæret styringen af landet og anlagde en økonomisk politik, der kan ses som det endelige opgør med importsstitutionsstrategien. Liberaliseringer af priser, udenrigshandel og kapitalbevægelser blev gennemført og banksektoren dereguleret. Budgetunderskuddene blev formindsket, men ikke elimineret. Hvor underskuddene i 1975 og 1976 var på henholdsvis 15,6 og 10,6 pct. af BNP, var det i 1977 på 5,0 pct. – et niveau underskuddene holdt sig omkring i de næste par år. Inflationsraten blev relativt hurtigt bragt ned fra over 300 pct. til under 200. For at dæmpe inflationen yderligere introduceredes i 1979 et crawling-peg arrangement, hvor den forudannoncerede deprecieringsrate formindskedes over tid. Den gradvist reducerede nedskrivningsrate ville med tiden mindske den direkte inflationseffekt af deprecieringen, og det var håbet, at forudannonceringen kunne øge troværdigheden af regeringens disinflationspolitik.

Inflationen blev med valutakursarrangementets indførelse reduceret til under 100 pct., men inflationen forblev større end den løbende depreciering af valutakursen med en stadig dårligere konkurrenceevne til følge. I starten af regimets levetid – mens der stadig var tiltro til det – skete der en stor valutaindstømning, da renterne i Argentina lå væsentligt over verdensniveauet.

Konkurrenceevnen blev imidlertid dårligere og dårligere, og efterhånden mistede valutakursarrangementet sin troværdighed med en massiv kapitalflugt til følge – en kapitalflugt, der i øvrigt kunne ske uhindret,

¹ Eksempelvis var budgetunderskuddet i 1975 på 16 pct. af BNP, hvilket i høj grad finansieredes ved monetær finansiering. Inflationsraten var således også høj: 335 pct.

da kapitalbevægelserne netop var blevet fuldt liberaliseret. Centralbanken og regeringen opgav ikke valutakursregimet med det samme, men lånte i stedet store beløb i udlandet, som de herefter solgte for at opretholde regimet. Dette udskød dog kun det uundgåelige sammenbrud, og i 1981 devalueredes valutaen 3 gange med henholdsvis 10, 20 og 20 pct.

Med devalueringerne fulgte store problemer for realøkonomien. Virksomheder og banker, der som under 1930'ernes bankkrise i det store hele var uregulerede, kollapsede, og regeringen endte med at overtage store dele af den private sektors gæld. Hvor den offentlige sektor i 1980 stod for ca. halvdelen af den eksterne gæld, var andelen steget til 82 pct. i 1985.

Endnu en ekstrem konjunkturcykel i Argentina var gennemlevet; endnu en stabiliseringsplan mislykket. Inflationsraten var atter trecifret, budgetunderskuddet i pct. af BNP tocifret og den eksterne gæld vokset fra ca. 20 pct. af BNP i 1977 til 60 pct. i 1982.

De følgende år skulle byde på endnu et par mislykkede stabiliseringsplaner bygget op omkring brugen af valutakursen som nominelt anker (Austral-planen og Primavera-planen i henholdsvis 1985 og 1988). Ingen af disse planer, denne gang udformet af demokratisk valgte regeringer, formåede dog at få styr på de offentlige finanser, hvilket lagde grunden for efterfølgende valutakriser og endnu højere inflationsrater. Primavera-planens kollaps førte til decideret hyperinflation i 1989-90.

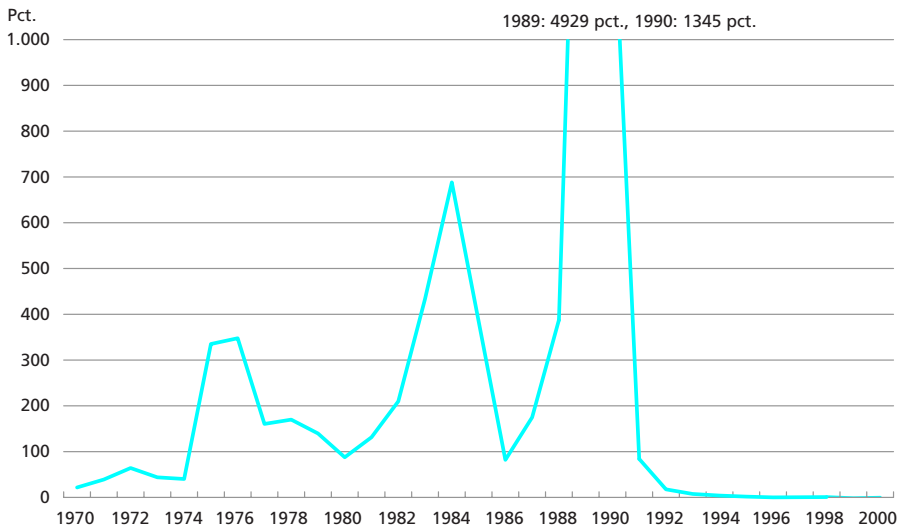
Hyperinflationen var kulminationen på 1970'ernes og 1980'ernes fejlslagne økonomiske politik, der førte til mere og mere volatile "stop-go" konjunkturcykler. Den stigende volatilitet afspejledes i inflationsraterne, idet inflationen "toppede" på højere og højere niveauer over perioden, jf. figur 2. En konsekvens af den høje inflation var jævnlige pengeombytninger, som for hver gennemførelse reducerede antallet af nuller på de cirkulerende pengesedler, jf. tabel 2. Siden 1970 er i alt 13 nuller blevet elimineret på pengesedlerne via disse pengeombytninger.

ARGENTINAS PENGEOMBYTNINGER		Tabel 2	
Valuta	Indførelsestidspunkt	Kurs i forhold til tidligere valuta	
Peso Moneda Nacional	1881	-	
Peso Ley	1970	1 Ley	= 100 Moneda Nacionales
Peso Argentino	1983	1 Argentino	= 10.000 Leyes
Austral	1985	1 Austral	= 1.000 Argentinos
Peso	1992	1 Peso	= 10.000 Australes

Kilde: Argentinas centralbank.

INFLATION

Figur 2



Kilde: IMF.

STABILISERING (... NÆSTEN), 1991-2001

Hyperinflationen gav anledning til, at den i 1989 nyvalgte præsident, Carlos Menem fra Peronistpartiet, overtog embedet tidligere end planlagt. Hans første 18 måneder på præsidentposten ændrede dog ikke på nogen måde afgørende ved situationen. Der var fortsat hyperinflation. Men så gennemførtes i 1991 et disinflationsprogram, der endeligt skulle formå at stoppe Argentinas kronisk høje inflationstal og kroniske "stop-go" konjunkturcykler.

Hjørnестenen i disinflationsprogrammet var introduktionen af et currency board i april 1991, der bandt den argentinske peso fast i forholdet 1 til 1 over for dollaren.¹ Til forskel fra tidligere stabiliseringsplaner blev dette forhold nedskrevet i en lov, der forpligtede centralbanken til at udveksle dollars mod pesos til den fastlagte kurs. Derudover krævede loven, at centralbanken var i besiddelse af likvide internationale reserver, der (næsten) dækkede 100 pct. af pengebasen.² Dette centrale element i loven forhindrede monetær finansiering af budgetunderskuddet. Den monetære finansiering havde ofte tidligere ført til vedvarende høj inflation i Argentina.

¹ For en nærmere beskrivelse af currency boards henvises til Bie og Hahnemann (2000).

² Centralbanken har dog stadig en smule manøvrerum. Fx er det tilladt for centralbanken at købe argentinske statsobligationer denomineret i dollars, så længe andelen af internationale reserver (ekskl. statsobligationerne) ikke falder under 2/3 af pengebasen. Derudover kan centralbanken ændre på bankernes reservekrav.

Nedfældelsen i lov gør det i princippet nærmest umuligt at gennemføre en devaluering, hvilket dermed øger regimets troværdighed. Devalueringen vil nemlig skulle gennemføres via kongressens vedtagelse af en ny lov, men i det tidsrum, det tager for kongressen at behandle lovforslaget, vil centralbankens reserver hurtigt forsvinde på grund af kapitalflugt. Behandles lovforslaget i stedet over en bankferie, vil der derimod være åbnet for private søgsmål af regeringen.

Gennemførelsen af loven må ses på baggrund af den netop overståede hyperinflation, der efterlod den argentinske befolkning med et stærkt ønske om stabilitet. Udviklingen i starten af 1990'erne har sandsynligvis styrket opbakningen til currency boardet. Inflation blev praktisk taget elimineret, jf. figur 2, og flere og flere lån blev i starten af 1990'erne denomineret i dollars. En devaluering vil således ramme husholdninger, virksomheder og den offentlige sektor hårdt.

Præsident Menem påbegyndte andre reformer i starten af 1990'erne. Økonomien blev gradvist forsøgt åbnet igen, bl.a. via deltagelse i frihandelsamarbejdet MERCOSUR sammen med Brasilien, Paraguay og Uruguay. Økonomien forblev dog fortsat relativt lukket. Banksektoren blev liberaliseret (endnu engang), men til forskel fra tidligere opbyggedes samtidig hermed et effektivt banktilsyn.¹ Det lykkedes også for Menem at minimere budgetunderskuddet kraftigt frem til 1993, men der var ikke tale om nogen decideret reformering af de offentlige finanser. I stedet fremkom budgetforbedringen bl.a. via privatiseringsgevinster og et faldende internationalt renteniveau, der lempede Argentinas gældsbyrde.²

Reformtiltagene i starten af 1990'erne ledte til en usædvanlig makroøkonomisk stabilitet og pæn vækst i perioden 1991-94. Den dramatiske stabilisering af økonomien er illustreret i tabel 3. Mest bemærkelsesværdig var reduktionen af inflationen og budgetunderskuddet, mens arbejdsløsheden til gengæld steg på baggrund af omfattende struktur-reformer.

Med stabiliteten vendte de udenlandske kapitaltilførsler atter tilbage til Argentina, hvilket resulterede i stærkt ekspanderende kreditgivning. Men tilbageslag i både 1995 og 1998 viste, at situationen fortsat var følsom. Begge tilbageslag skyldtes pludselige vendinger i de internationale kapitalstrømme foranlediget af kriser opstået i andre nye vækstøkonomier. I 1995 opstod krisen i Mexico ("Tequila-krisen"); i 1998 i Rusland ("Ruslandskrisen"). Kriserne resulterede i et markant højere

¹ Argentinas banktilsyn blev sidst i 1990'erne vurderet til at være blandt de nye vækstøkonomiers bedste (Calomiris et al. 2000).

² Gældsbyrden lempedes endvidere også ved en gældsftale med Argentinas kreditorer gennemført i 1992 under den såkaldte Brady-plan.

MAKROØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 3

Pct.	1989	1994	2000
Real BNP-vækst	-6,2	5,8	-0,5
Inflation	4.928,6	3,9	-0,7
Betalingsbalancens løbende poster ¹	-1,8	-3,7	-3,2
Den offentlige sektors budgetbalance ¹	-21,8	-2,3	-3,6
Arbejdsløshed ²	7,1	12,2	14,7

Kilde: IMF.

¹ I pct. af BNP.² I pct. af arbejdsstyrken.

renteniveau, der dæmpede investeringsniveauet og førte til negativ vækst. Den indenlandske finansielle sektor var ikke udviklet nok til at kunne kompensere for faldet i udenlandske kapitaltilførsler, snarere tværtimod. Under begge kriser har stigende usikkerhed ført til et fald i bankindskud med mindre indenlandsk privat långivning til følge.¹

De negative effekter af kriserne har været større i Argentina end i de fleste andre nye vækstøkonomier. Argentina var et af de få lande bortset fra Mexico, der blev ramt af Tequila-krisen, og Ruslandskrisen førte Argentina ind i den aktuelle 3 år lange recession. En årsag til den større sårbarhed er, at Argentina har stået alene med fastkurspolitik (currency board), mens de omgivende landes flydende valutaer er deprecieret kraftigt.² Dette har forringet Argentinas konkurrenceevne betydeligt og dermed vanskeliggjort et opsving.

Den langvarige nedgang i kølvandet på Ruslandskrisen har ført til en stærk belastning af de offentlige finanser. Skatteindtægterne har været for nedadgående på grund af den negative indkomstudvikling, og det har vist sig vanskeligt at skære i udgifterne (dog reduceredes statslønninger på over 500 pesos om måneden med 13 pct. i juli 2001). Resultatet har været stigende budgetunderskud og offentlig gæld.

Mod slutningen af år 2000 førte Argentinas fortsatte økonomiske problemer til stigende usikkerhed om bæredygtigheden af Argentinas gældsbyrde. Investorer viste sig mindre tilbøjelige til at holde argentinske statsobligationer, da de tilsyneladende vurderede, at risikoen for, at Argentina gik i betalingsstandsning, var øget betydeligt. Argentinas problemer førte til, at IMF i januar 2001 tildelte et lån på 14 mia.dollar³, hvilket – for en kortere periode – genskabte roen på de finansielle mar-

¹ Usikkerheden kan fx dreje sig om currency boardets overlevelse, men også om frygt for, at regeringen ville kunne finde på at beskatte bankindeståender (en måde det offentlige tidligere har inddrevet skatter på i Argentina). Derudover kan frygt for bankernes solvens også spille en rolle, selv om banksektoren i dag generelt er velfunderet. Enkelte banker kollapsede dog i forbindelse med Tequila-krisen.

² Dette gælder i høj grad for Brasiliens valuta oven på Ruslandskrisen.

³ Inkl. et IMF-lån givet i 2000, som Argentina imidlertid ikke havde benyttet sig af på tidspunktet for tildelingen af det nye lån.

ARGENTINAS NYERE IMF-LÅN

Tabel 4

Mio.SDR ¹	Beløb	Pct. af kvote ²
1984	1.183	106
1987	948	85
1989	736	66
1991	780	70
1992	2.149	193
1993 ³	334	162
1995 ³	1.537	262
1996	720	47
1998	2.080	135
2000	5.399	255
2001, januar ³	5.187	500
2001, september ³	6.351	800

Kilde: IMF.

¹ Special Drawing Rights (SDR) er en international reserveenhed skabt af IMF som supplement til eksisterende reserver. Værdien af SDR er fastlagt ud fra en kurv af hovedvalutaer. I 2000 var den gennemsnitlige værdi af SDR 1,32 dollar.

² Pct. af kvote angiver lånets størrelse i forhold til Argentinas kapitalindskud i IMF – Argentinas såkaldte kvote.

³ Der var tale om en forøgelse af et tidligere lån. Tallet i beløbskolonnen angiver låneforøgelsen, mens tallet i sidste kolonne angiver det samlede låns størrelse relativt til Argentinas IMF-kvote. I 1993 faldt den relative størrelse af lånet i forhold til kvoten på trods af låneforøgelsen, hvilket skyldtes en kvoterevision gennemført i 1992.

keder. Vedvarende dårlige økonomiske nøgletal for Argentinas økonomi og politisk ustabilitet førte dog til en fornyet tillidskrise i juli og et nyt IMF-lån på 8 mia.dollar i september.

De to IMF-lån givet i 2001 kan ikke siges at have været exceptionelle begivenheder. Argentina har historisk gjort god brug af lånemulighederne hos IMF, jf. tabel 4, der giver en oversigt over Argentinas nyere IMF-lån. Størrelsen af Argentinas seneste lån har således været betydelige – både i forhold til Argentinas tidligere lån og i forhold til Argentinas kapitalindskud i IMF.

AFSLUTNING

Argentinas kriser i det 20. århundrede har været forskelligartede. I første tredjedel af århundredet blev Argentina ramt af sin åbenhed, da verdenshandlen skrumpede ind. Efter 2. verdenskrig rammes landet af sin lukkethed i en verden, der atter begyndte at åbne op. Timingen kan ikke siges at have været på Argentinas side.

I den sidste tredjedel af århundredet har ustabilitet, politisk såvel som økonomisk, skabt særdeles vanskelige vilkår for det hårdt prøvede land. Udviklingen i starten af 1990'erne gav anledning til forhåbninger. Politisk havde demokratiet endelig fået rodfæste, og økonomiske reformer bibragte den nødvendige stabilitet. Men tilbageslag senere hen i årtiet har vist, at situationen fortsat er skrøbelig.

REFERENCER

Bie, Ulrik og Niels Peter Hahnemann (2000), Currency boards, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2000.

Caballero, Ricardo J. (2000), Macroeconomic Volatility in Latin America: a View and Three Case Studies, *NBER Working Paper 7782*.

Calomiris, Charles W. og Andrew Powell (2000), Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina, 1992-1999, *NBER Working Paper 7715*.

della Paolera, Gerardo og Alan M. Taylor (1997), Finance and Development in an Emerging Market: Argentina in the Interwar Period, *NBER Working Paper 6236*.

della Paolera, Gerardo og Alan M. Taylor (1998), Economic Recovery from the Argentine Great Depression: Institutions, Expectations and the Change of Macroeconomic Regime, *NBER Working Paper 6767*.

della Paolera, Gerardo og Alan M. Taylor (1999), Internal versus external convertibility and developing-country financial crises: Lessons from the Argentine Bank Bailout of the 1930s, *NBER Working Paper 7386*.

de Paiva Abreu, Marcelo (1982), Argentina and Brazil during the 1930s: The Impact of British and American International Economic Policies, i *Latin America in the 1930s*, ed. Rosemary Thorp, St Anthony's College: Oxford.

Díaz-Alejandro, Carlos (1970), *Essays on the Economic History of the Argentine Republic*, Yale University Press: New Haven.

Díaz-Alejandro, Carlos (1984), No Less than One Hundred Years of Argentine Economic History plus Some Comparisons, i *Trade, Development and the World Economy*, ed. Andrés Velasco, Basil Blackwell Ltd: Oxford.

Díaz Bonilla, Eugenio og Hector E. Schamis (1999), The Political Economy of Exchange Rate Policies in Argentina 1950-1998, *Inter-American Development Bank Working Paper R-379*.

Dornbusch, Rudiger og Juan Carlos de Pablo (1987), Argentina: Debt and Macroeconomic Instability, *NBER Working Paper 2378*.

Maddison, Angus (1989), *The World Economy in the 20th Century*, OECD: Paris.

O'Connell, Arturo (1984), Argentina into the Depression: Problems of an Open Economy, i *Latin America in the 1930s*, ed. Rosemary Thorp, St Anthony's College: Oxford.

Taylor, Alan M. (1992), External Dependence, Demographic Burdens, and Argentine Economic Decline After the Belle Époque, *The Journal of Economic History*, Vol. 52, No. 4.

Taylor, Alan M. (1994), Three Phases of Argentine Economic Growth, *NBER Historical Paper* 60.

Taylor, Alan M. (1997), Argentina and the World Capital Market: Saving, Investment, and International Capital Mobility in the Twentieth Century, *NBER Working Paper* 6302.

The World Bank (2000), *World Development Report 2000/2001*, Oxford University Press: New York.

The World Bank (2001), *World Development Report 2002*, Oxford University Press: New York.