

KIEL POLICY BRIEF

Angelica Dominguez-Cardoza und Christoph Trebesch

Und wieder Argentinien: Warum das Land vor dem neunten Staatsbankrott steht



Government Debt

Nr. 130 Oktober 2019

- Argentinien durchlebt erneut eine schwere Schulden- und Währungskrise, mitten in einem Wahlkampf, der die Amtszeit von Präsident Macri beenden könnte.
- Die Krise ist auf übermäßige Staatsausgaben und eine exzessive Verschuldung in Fremdwährungen zurückzuführen, gekoppelt mit hoher Inflation und Abwertungsdruck.
- Die Regierung Macri hat in nur zwei Jahren fast 45 Mrd. US-Dollar im Ausland geliehen. Diese Neuverschuldung und die Abwertung des Pesos hat die Schuldenquote auf 80 Prozent des BIP fast verdoppelt. Die daraus resultierende Schuldenlast ist nicht mehr tragfähig.
- Ein Rekord-Hilfspaket des IWF über 57 Mrd. US-Dollar konnte eine Verschärfung der Krise nicht verhindern. Die Regierung kann derzeit ihre Schulden nicht refinanzieren.
- Die angekündigte Restrukturierung der Staatsschulden ist ungenügend. Eine reine Streckung der Fälligkeiten wird nicht ausreichen, um das Land in die Solvenz zu führen. Die Märkte gehen daher von einem Zahlungsausfall mit hohem Schuldenschnitt aus.

ÜBERBLICK/OVERVIEW

- Argentinien durchlebt erneut eine schwere Schulden- und Währungskrise, mitten in einem Wahlkampf, der die Amtszeit von Präsident Macri beenden könnte.
- Die Krise ist auf übermäßige Staatsausgaben und eine exzessive Verschuldung in Fremdwährungen zurückzuführen, gekoppelt mit hoher Inflation und Abwertungsdruck.
- Die Regierung Macri hat in nur zwei Jahren fast 45 Mrd. US-Dollar im Ausland geliehen. Diese Neuverschuldung und die Abwertung des Pesos hat die Schuldenquote auf 80 Prozent des BIP fast verdoppelt. Die daraus resultierende Schuldenlast ist nicht mehr tragfähig.
- Ein Rekord-Hilfspaket des IWF über 57 Mrd. US-Dollar konnte eine Verschärfung der Krise nicht verhindern. Die Regierung kann derzeit ihre Schulden nicht refinanzieren.
- Die angekündigte Restrukturierung der Staatsschulden ist ungenügend. Eine reine Streckung der Fälligkeiten wird nicht ausreichen, um das Land in die Solvenz zu führen. Die Märkte gehen daher von einem Zahlungsausfall mit hohem Schuldenschnitt aus.

Schlüsselwörter: Argentinien, Währungskrise, Schuldenkrise, IWF

- Argentina is approaching the ninth sovereign default of its history—the result of fiscal overspending and excessive foreign-currency borrowing.
- In 2015, President Macri entered office facing high inflation rates, a weak currency, and high-budget deficits. These problems persist until today. In addition, the government borrowed almost US\$ 45bn from international capital markets in just 2 years.
- An IMF program of US\$ 57bn did not prevent the crisis from worsening, with escalating sovereign bond yields and the announcement of a debt restructuring in August 2019.
- The IMF took a big risk in granting the historically large agreement, as Argentina was already highly indebted. The announced “voluntary” debt rescheduling, with an extension of maturities, is not sufficient to restore debt sustainability. The crisis and debt overhang are therefore likely to continue, potentially with high creditor losses (haircut).

Keywords: Argentina, currency crisis, debt crisis, IMF

Angelica Dominguez-Cardoza

Institut für Weltwirtschaft
Kiellinie 66, 24105 Kiel
Tel.: +49-431-8814-293
E-Mail: angelica.dominguez@ifw-kiel.de



Prof. Dr. Christoph Trebesch

Institut für Weltwirtschaft
Kiellinie 66, D-24105 Kiel
Tel.: +49-431-8814-577
E-Mail: christoph.trebesch@ifw-kiel.de



UND WIEDER ARGENTINIEN: WARUM DAS LAND VOR DEM NEUNTEN STAATSBANKROTT STEHT

Angelica Dominguez-Cardoza und Christoph Trebesch

1 EINLEITUNG UND HINTERGRUND

Argentinien steckt derzeit wieder einmal in einer tiefen Schulden- und Währungskrise. Das Land steuert auf den neunten Staatsbankrott seiner Geschichte zu, nachdem die juristischen Folgen der letzten Schuldenkrise von 2001 bis 2005 erst vor drei Jahren bewältigt werden konnten. Gleichzeitig steht das Land kurz vor einer entscheidenden Wahl, die die Präsidentschaft des Mitte-rechts Politikers Mauricio Macri beenden könnte.

Präsident Macri kam 2015 an die Macht, nachdem das Land fast 15 Jahren von dem links-populistischen, peronistischen Präsidenten Kirchner und der Präsidentin Fernandez de Kirchner regiert wurde. Macri begann seine Präsidentschaft in einer schwierigen wirtschaftlichen Situation, die von einer hohen Inflationsrate, einer schwachen Währung und einem steigenden Haushaltsdefizit geprägt war. Seine neue Regierung versprach wirtschaftliche Reformen, Liberalisierungen und eine Stabilisierung der Wirtschaft. Die Inflationsrate sollte auf 5 Prozent begrenzt werden, das primäre Haushaltsdefizit sollte höchstens 2 Prozent betragen und als Wechselkursziel wurden 17 Pesos pro US-Dollar vorgegeben. Außerdem versprach die Regierung den jahrelang andauernden Rechtsstreit über die Schulden bei US-Hedgefonds („Holdouts“) beizulegen, der auf die Schuldenkrise und Umschuldung in den 2000er Jahren gefolgt war und es der argentinischen Regierung unmöglich machte, im Ausland Kredite aufzunehmen.

Im April 2016 schloss die Regierung einen Vergleich mit den internationalen „Holdout“-Gläubigern ab, in dem sie sich bereit erklärte, sämtliche Forderungen der Hedgefonds zuzüglich hoher Zinszahlungen zu begleichen. Insgesamt wurden fast 10 Mrd. US-Dollar überwiesen, was ein großer juristischer Erfolg für die „Holdouts“ war (der Hintergrund dieses Falls wird in Cruces und Samples (2016) sowie Schumacher et al. (2018) beschrieben).

Die Einigung ermöglichte der Regierung eine Rückkehr an den internationalen Kapitalmarkt, was sie intensiv nutzte. In nur 2 Jahren platzierte die Regierung Staatsanleihen in Höhe von fast 45 Mrd. US-Dollar im Ausland, das entspricht etwa 9 Prozent des BIP. Die neuen Anleihen weisen eine hohe Verzinsung zwischen 5 Prozent und 8 Prozent sowie oftmals lange Laufzeiten auf, was dazu führt, dass die Schuldenlast des Staates in den nächsten Jahren deutlich ansteigen wird.

In den Jahren 2017 und 2018 wertete der argentinische Peso immer weiter ab, auch weil die Inflation im Land weiterhin über 30 Prozent lag. Dadurch erhöhte sich die Schuldenlast

zunehmend, da das Gros der Rückzahlungen in US-Dollar geleistet werden muss, während die Steuereinnahmen in der einheimischen Währung – dem argentinischen Peso – erhoben werden. Im Frühsommer 2018 verschärfte sich die Situation, als die US-Zinsen stiegen und die Regierung erstmals Schwierigkeiten hatte, fällige Schulden zu refinanzieren.

Um einen Zahlungsausfall und damit einen Staatbankrott zu verhindern, wandte sich die Regierung von Macri im Mai 2019 öffentlich an den Internationalen Währungsfond (IWF) und unterzeichnete kurz darauf, im Juni 2018, ein IWF-Rettungspaket über 50 Mrd. US-Dollar (1 110 Prozent der IWF-Quote). Das IWF-Darlehen wurde im September 2018 auf 57 Mrd. US-Dollar erhöht und ist damit das größte jemals vereinbarte IWF-Abkommen der Geschichte. Die Rettungskredite führten zunächst zu einer Stabilisierung, konnten jedoch nicht verhindern, dass sich die Krise im Jahr 2019 weiter verschärfte, insbesondere seit politische Analysten davon ausgehen, dass Macri nicht wiedergewählt wird und es stattdessen zu einer neuen peronistischen Regierung kommen wird.

Der vorliegende Beitrag gibt einen Überblick über die Entstehung und das Ausmaß der aktuellen Wirtschaftskrise Argentiniens, wobei der Schwerpunkt auf die prekären Staatsfinanzen des Landes gelegt wird.¹ Nachfolgend wird in Kapitel 2 das Erbe der Präsidentin Fernández de Kirchner dargestellt, das von hoher Inflation, einer schwachen Währung und einem steigenden Haushaltsdefizit geprägt war. In Kapitel 3 wird der Schulden-Boom der Jahre von 2015 bis 2018 beschrieben, der zu Rekordwerten bei der Neuverschuldung und einer Verdoppelung der Schuldenquote führte. In Kapitel 4 wird auf die Konsequenzen der Schuldenentwicklung eingegangen, die in einem steigenden Schuldendienst, Refinanzierungsproblemen und der Notwendigkeit eines IWF-Rettungspakets bestanden. Kapitel 5 schließt mit einer Bewertung der argentinischen Schuldenkrise und einem Ausblick für die nächsten Jahre.

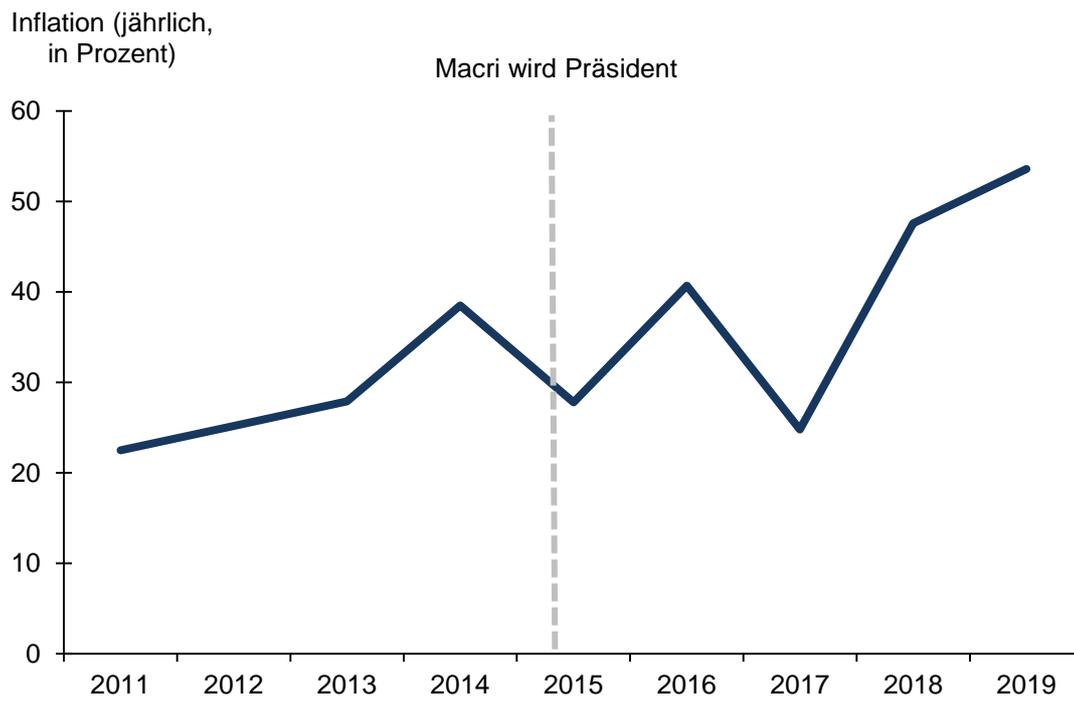
2 DAS ERBE DER PRÄSIDENTIN FERNANDEZ DE KIRCHNER: HOHE INFLATION, EINE SCHWACHE WÄHRUNG, UND EIN STEIGENDES HAUSHALTSDEFIZIT

2.1 JÄHRLICHE INFLATIONSRATE ÜBER 30 Prozent

In der Regierungszeit von Cristina Fernandez de Kirchner stieg die Inflationsrate von 8 Prozent im Jahr 2007 auf 28 Prozent im Jahr 2015, trotz umfassender Preis- und Wechselkurskontrollen. Es war daher ein zentrales Wahlversprechen von Macri, die Inflation unter Kontrolle zu bringen. In seinen ersten beiden Amtsjahren sanken die Inflationsraten jedoch kaum, mit jährlich Werten von über 20 Prozent. Im Zuge der Währungs- und Schuldenkrise nach 2018 stieg die Inflation dann weiter an und erreichte heute neue Spitzenwerte von 40 Prozent bzw. 50 Prozent jährlich (siehe Abbildung 1 unten).

¹ Eine tieferegehende Analyse und alternative Sichtweisen finden sich bei Sturzenegger (2019), Di Tella (2019), OECD (2019), Rogoff (2019) sowie Velasco (2019).

Abbildung 1:
Sehr hohe Inflationsraten 2011–2019



Hinweis: Die Abbildung zeigt die jährliche Inflationsrate von 2011–2018. Die Beobachtung für 2019 errechnet sich aus der Inflationsrate von August 2018 bis August 2019. Die durch das argentinische Bundesamt für Statistik (INDEC) veröffentlichten Inflationszahlen sind bis ins Jahr 2015 stark verzerrt und wenig glaubhaft. Wir nutzen daher für die Jahre 2011–2015 die Inflationszahlen des „IPC Congreso“, die von der Oppositionsfraktion im Kongress veröffentlicht werden. Die Zahlen seit 2016 sind vom INDEC. Die graue gestrichelte Linie markiert den Beginn von Macris Amtszeit.

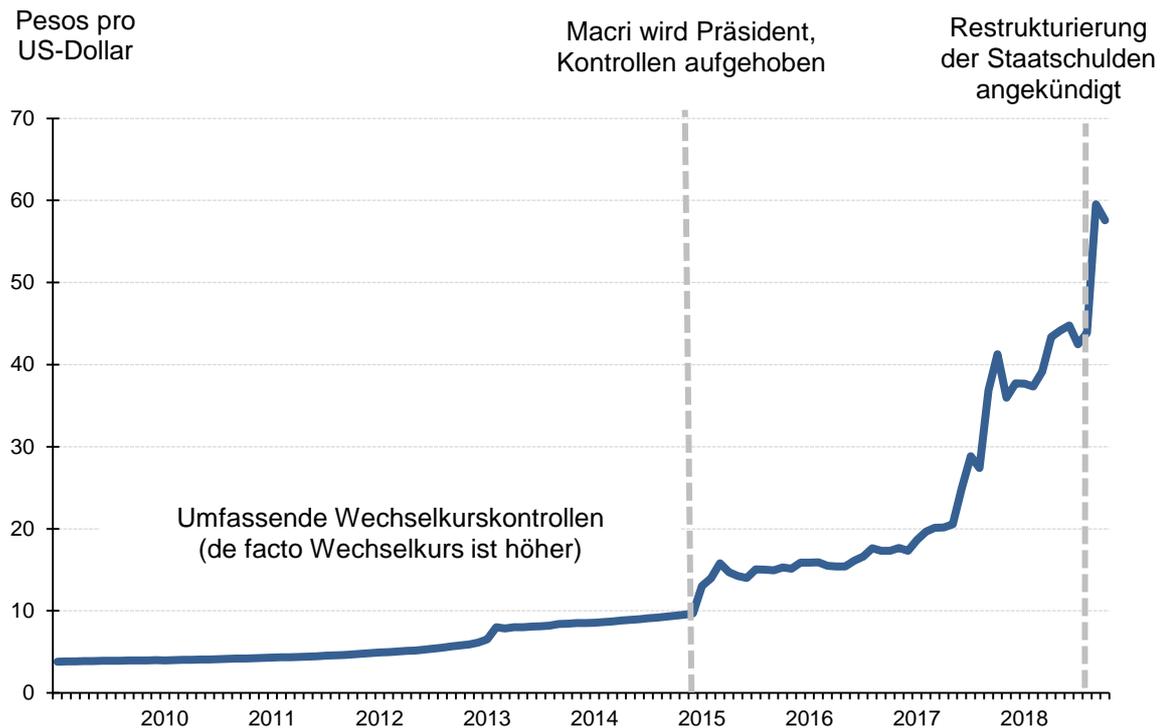
Datenquelle: INDEC (2019); CES (2018).

2.2 WECHSELKURS UNTER DRUCK

Die Regierung von Macri erbt auch eine fragile Währung, die in den Jahren der Regierung Kirchner und Fernandez de Kirchner starken Wechselkurs- und Kapitalkontrollen unterworfen war. Der offizielle Wechselkurs wich immer stärker von dem tatsächlichen Wechselkurs auf dem Schattenmarkt ab.

Im Dezember 2015 hob die neue Regierung unter Macri sämtliche Kontrollen auf und der argentinische Peso verlor innerhalb weniger Tage mehr als ein Viertel seines Wertes, wie in Abbildung 2 zu sehen ist. Seitdem wertet die Währung immer weiter ab. Ende 2017 stieg der Abwertungsdruck nochmal deutlich an. Das Land befindet sich heute in einer schweren Währungskrise, der den Wechselkurs von 20 Peso pro US-Dollar im Februar 2018 auf fast 60 Peso pro US-Dollar im August 2019 hochschnellen lies (Abbildung 2).

Abbildung 2:
Eine schwache Währung (Pesos pro US-Dollar) 2009–2019



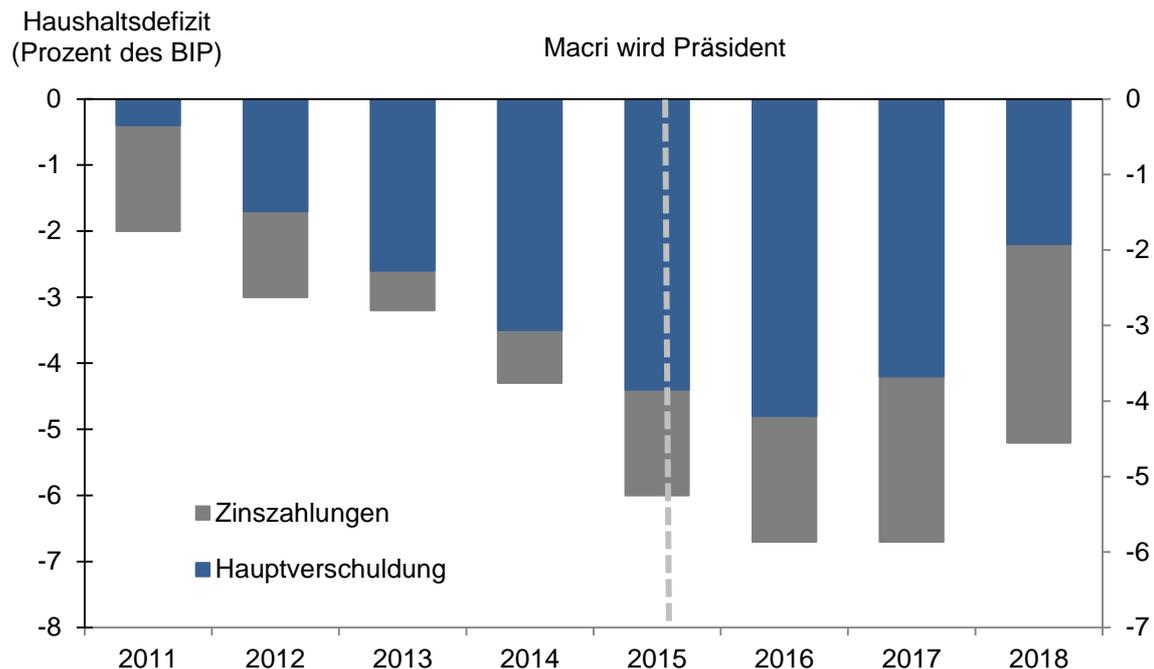
Hinweis: Die Abbildung zeigt den monatlichen Wechselkurs des argentinischen Pesos zum US-Dollar. Die graue gepunktete Linie markiert den Beginn von Macris Amtszeit im Dezember 2015.

Quelle: BCRA (2019); eigene Darstellung.

2.3 EIN HOHES DEFIZIT

Seit Amtsantritt versuchte die Regierung Macri das steigende Haushaltsdefizit unter Kontrolle zu bringen, das unter anderem auf die umfangreichen Subventionen und Sozialausgaben der Regierung Kirchner und Fernandez de Kirchner zurückzuführen ist. Während der ersten Regierungsjahre blieb das Haushaltsdefizit jedoch weiterhin hoch, mit jährlichen Werten von über 6 Prozent des BIP zwischen 2015 und 2017 (siehe Abbildung 3 unten). Im Zuge der Krise und des IWF-Programms im Jahr 2018 wurde das Primardefizit (ohne Zinsausgaben) deutlich reduziert, auf 2 Prozent des jährlichen BIP. Das Haushaltsdefizit inklusive Zinszahlungen lag 2018 jedoch immer noch bei über 4 Prozent des BIP, was vor allem auf die hohe Zinslast der neu aufgenommenen Schulden und den schwachen Wechselkurs zurückzuführen ist.

Abbildung 3:
Hohe Haushaltsdefizite 2011–2018



Hinweis: Die Abbildung zeigt das Haushaltsdefizit im Verhältnis zum BIP für die Jahre 2011–2018. Die blauen Balken repräsentiert die Hauptverschuldung, ohne Zinszahlungen und Gewinnabführung der Zentralbank in Prozent des BIP. Die grauen Balken entsprechen den jährlichen Zinszahlungen, ebenfalls in Prozent zum BIP.

Quelle: IMF (2019a); eigene Darstellung.

3 DER SCHULDEN-BOOM 2015–2018

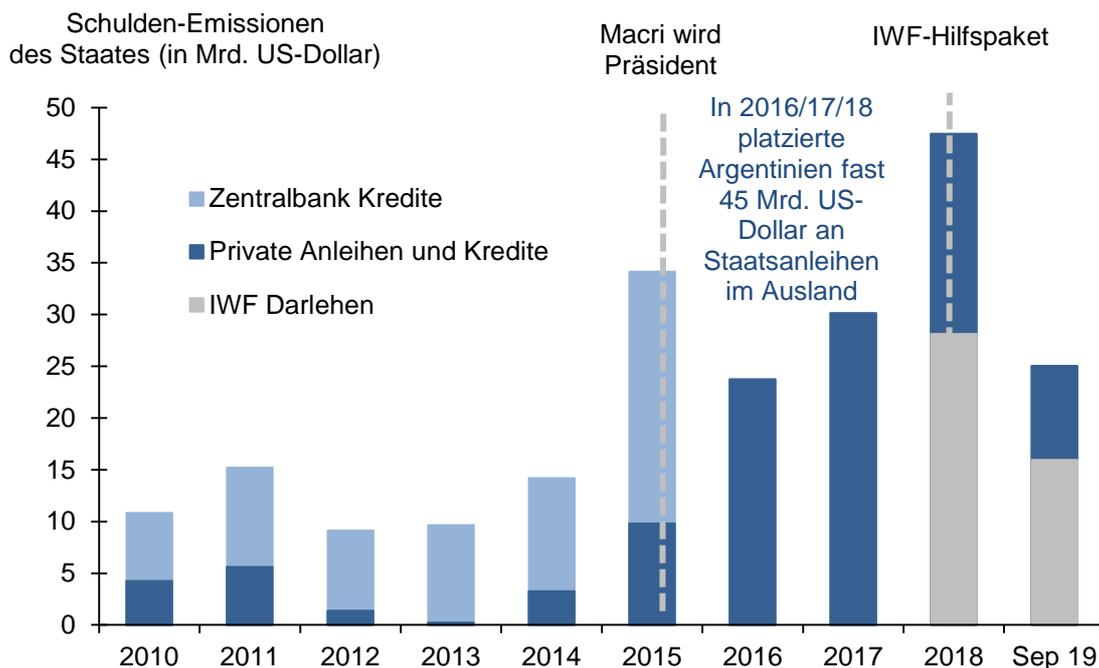
3.1 REKORDWERTE BEI DER NEUVERSCHULDUNG

Während der Amtszeit von Kirchner und Fernandez de Kirchner war Argentinien weitgehend von den internationalen Kapitalmärkten ausgeschlossen. Der Regierung war es nicht möglich, im Ausland Kredite aufzunehmen und Staatsanleihen zu platzieren. Der Grund hierfür war ein zehnjähriger Rechtsstreit in den Gerichten von New York. Dutzende US-Hedgefonds verklagten die argentinische Regierung nach der Insolvenz in 2001 und der anschließenden Umschuldung der Staatsanleihen in 2005 (für Details siehe Schumacher et al. 2018). Im Umkehrschluss nahm die Regierung Kredite hauptsächlich auf dem heimischen Kapitalmarkt auf sowie bei der argentinischen Zentralbank, die Devisen an die Regierung weiterleitete. Ende 2015 lagen 40 Prozent der Staatsschulden in Fremdwährung bei der Zentralbank, was den Inflationsdruck weiter erhöhte.

Nachdem die Rechtsstreitigkeiten mit den US Hedgefonds beigelegt wurden, kehrte Argentinien an die Kapitalmärkte zurück. In nur 2 Jahren emittierte Argentinien fast 45 Mrd. US-

Dollar Anleihen in Fremdwährungen, mit einem durchschnittlichen Zins von über 7 Prozent pro Jahr (siehe Abbildung 4). Etwa die Hälfte dieser Anleihen hat langfristige Laufzeiten von über 10 Jahren.

Abbildung 4:
Neue Staatsschulden (nur Fremdwährungsschulden) 2010–Sept. 2019



Hinweis: Die Abbildung zeigt emittierte Staatsanleihen und Kredite in Fremdwährungen pro Jahr, für 2010–2018, in Mrd. US-Dollar. Die hellblauen Balken entsprechen Schulden in US-Dollar die von der argentinischen Zentralbank (BCRA) gekauft wurden. Die dunkelblauen Balken entsprechen Schulden die bei privaten Investoren platziert wurden. Die Auszahlungen des IWF-Darlehens sind in grau dargestellt.

Quelle: IMF (2019b); Ministerio de Hacienda Argentina, Secretaría de Finanzas, Colocaciones de Deuda Pública (2019); eigene Darstellung.

Im Juni 2017 sorgte Argentinien international für Schlagzeilen, als es der Regierung Macri gelang, Anleihen mit einer Laufzeit von 100 (!) Jahren mit einem Volumen von 2,75 Mrd. US-Dollar im Ausland zu platzieren. Diese Emission markiert wohl den Höhepunkt der optimistischen Markteinschätzung zur Präsidentschaft Macri und der Zukunft Argentiniens. Seitdem hat die Anleihe mehr als 50 Prozent ihres Wertes verloren.

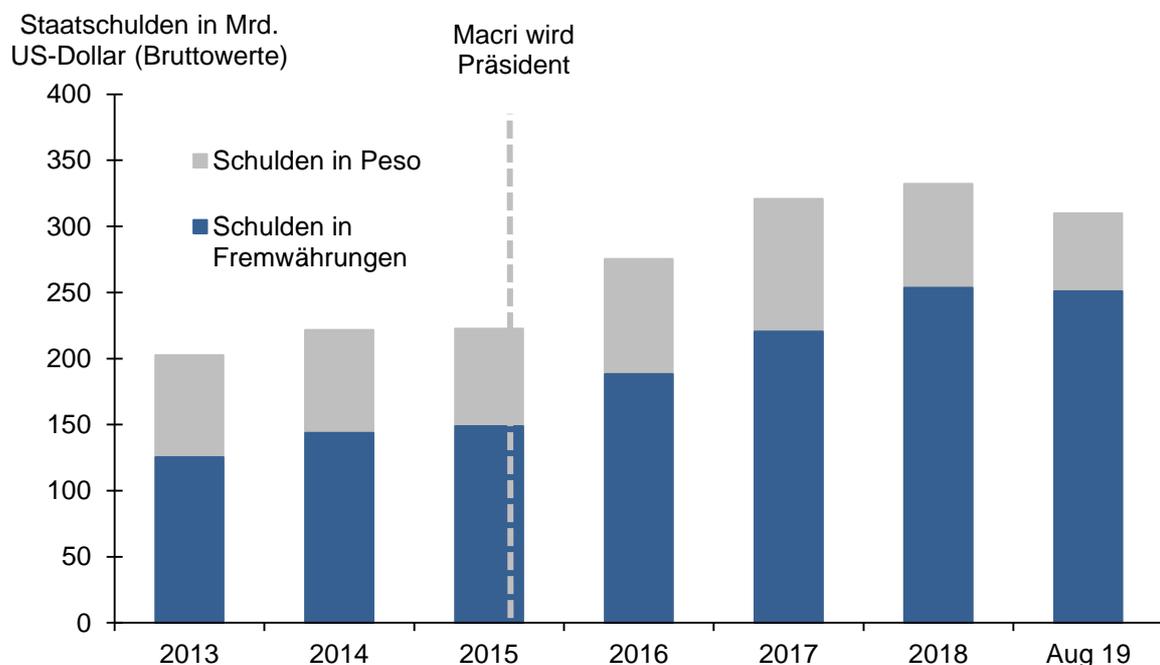
Seit 2018 hat die Regierung wieder erhebliche Schwierigkeiten, Kredite auf dem internationalen Kapitalmarkt zu bekommen, so dass die fälligen Schulden in Fremdwährung nicht mehr im Ausland refinanziert werden können. Die Regierung platzierte zunächst neue US-Dollar-Schuldtitel im Inland, aber auch diese Finanzierungsquelle versiegte zunehmend, so dass es Mitte des Jahres zu dem IWF-Abkommen kam. Darüber hinaus nehmen der Staat und die Zentralbank weiterhin Kredite in der lokalen Währung auf. Insgesamt hat die Regierung Macri in nur vier Jahren Fremdwährungs-Kredite in Höhe von 81,6 Mrd. US-Dollar aufgenommen,

eine enorme Summe für ein Schwellenland mit einem BIP von etwas über 500 Mrd. US-Dollar. Die Zinsen auf diese Schuldtitel sind zudem sehr hoch, bis zu 8,75 Prozent im Jahr, was in Zeiten von negativen Zinsen in Europa beeindruckende Werte sind.

3.2 DIE MEISTEN STAATSSCHULDEN BELAUFEN SICH AUF US-DOLLAR

Abbildung 5 verdeutlicht, wie umfangreich die Regierung von Macri Kredite in Fremdwährungen aufgenommen hat. Der Bruttobetrag in US-Dollar stieg seit dem Amtsantritt Macris um fast 70 Prozent an, so dass Fremdwährungsschulden im August 2019 mehr als 80 Prozent der gesamten Schuldenlast ausmachten. Etwa die Hälfte der heutigen Fremdwährungs-Schulden des Staates wurde bei privaten Investoren aufgenommen. Der restliche Betrag der Fremdwährungsschulden entfällt auf institutionelle Gläubiger, insbesondere auf den IWF, die Weltbank, die Inter-American Development Bank (IADB) und die argentinische Zentralbank.

Abbildung 5:
Ein Großteil der Schulden ist in Fremdwährung (insb. US-Dollar) 2013–Aug. 2019



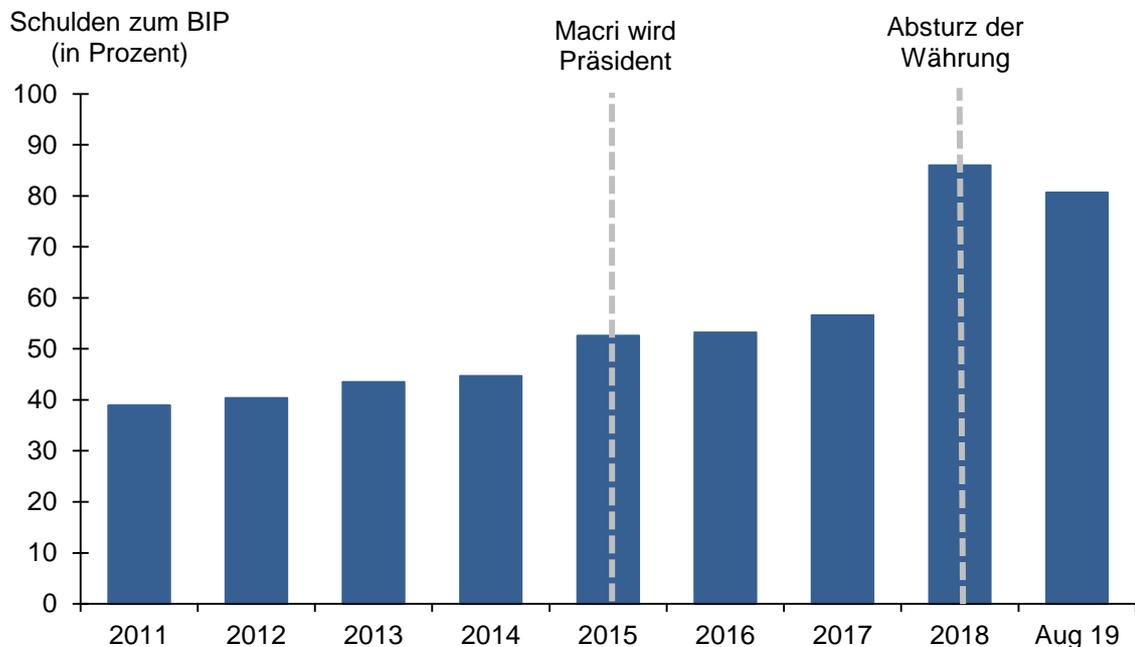
Hinweis: Die Abbildung zeigt die absolute Höhe der Staatsverschuldung in Mrd. US-Dollar. Die blauen Balken entsprechen der Staatsverschuldung in Fremdwährung. Die grauen Balken repräsentieren die Summe der Staatsschulden in argentinischen Peso.

Quelle: Ministerio de Hacienda, Argentina, Secretaría de Finanzas, Datos de la Deuda Pública, Informes Trimestrales de la Deuda e Informes Mensuales de la Deuda (2019); eigene Darstellung.

3.3 DIE SCHULDENQUOTE HAT SICH FAST VERDOPPELT

Die hohe Neuverschuldung der Regierung und der fallende Wechselkurs führten zu einem drastischen Anstieg der Schuldenquote in den letzten Jahren. Die Staatsschulden in Prozent des BIP stiegen von etwas über 40 Prozent Anfang 2015 auf 81 Prozent im August 2019 (siehe Abbildung 6). In den Jahren 2016 und 2017 war es vor allem die Neuverschuldung, die die Quote in die Höhe trieb. Der drastische Anstieg seit 2018 ist jedoch vor allem auf den Absturz der Währung zurückzuführen, da der Schuldendienst in US-Dollar durch Steuereinnahmen in Peso geleistet werden muss. Im Vergleich zum Beginn der Amtszeit von Macri in 2015 benötigt die Regierung heute viermal höhere Steuereinnahmen, um den gleichen Betrag in US-Dollar zurückzuzahlen. Die Abwertung des Pesos führt zudem zu einem sinkenden BIP in US-Dollar-Werten, so dass die Quote von (Fremdwährungs-)Schulden zu BIP automatisch steigt.

Abbildung 6:
Die Staatsschuldenquote hat sich fast verdoppelt (in Prozent des BIP) 2011–Aug. 2019



Hinweis: Die Abbildung zeigt das Verhältnis von Staatsschulden zu BIP pro Jahr, 2011–2018.

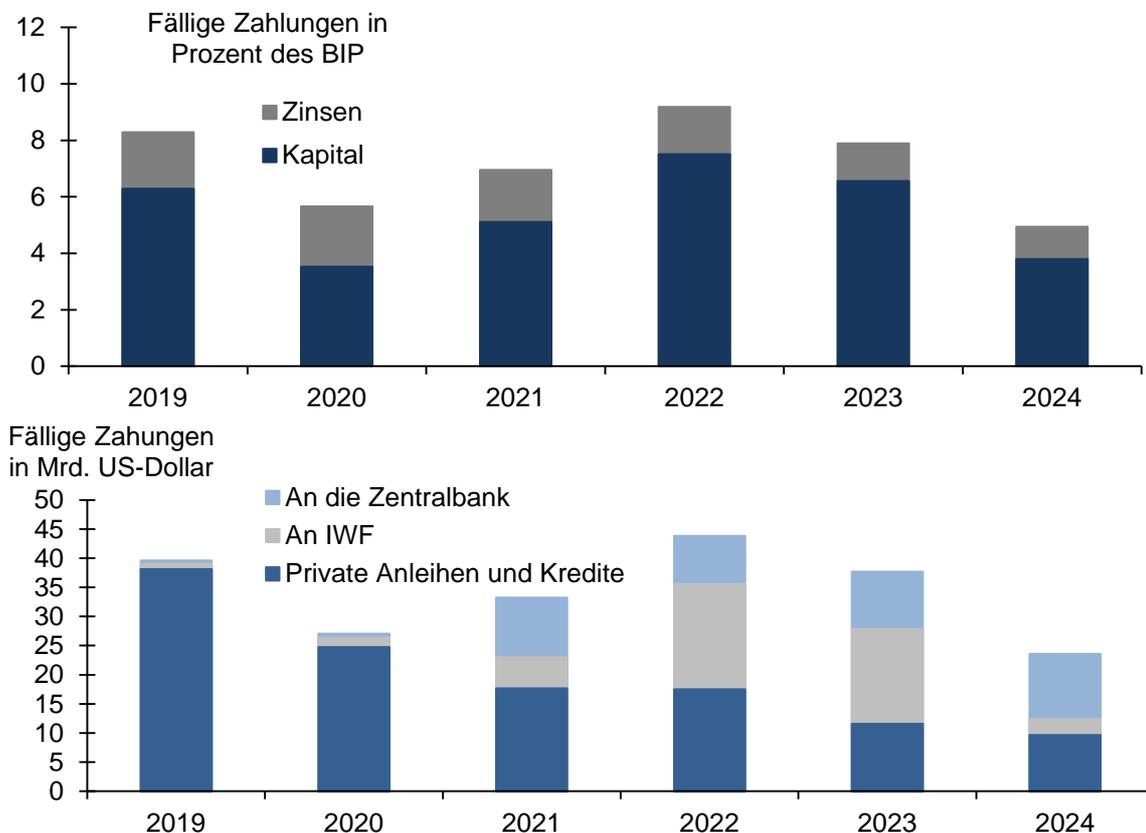
Quelle: Ministerio de Hacienda, Argentina, Secretaría de Finanzas, Datos de Deuda Pública, Informes Trimestrales de la Deuda e Informes Mensuales de la Deuda (2019); eigene Darstellung.

4 DIE KONSEQUENZEN: HOHER SCHULDENDIENST, REFINANZIERUNGSKRISE UND IWF-RETTUNGSPAKET

4.1 EIN ERDRÜCKENDER SCHULDENDIENST (2019–2024)

Die hohe Neuverschuldung führt zu hohen Zins- und Amortisationszahlungen in den nächsten Jahren (siehe Abbildung 7). Der jährliche Schuldendienst in Fremdwährung wird bis ins Jahr 2024 bei 25–45 Mrd. US-Dollar jährlich liegen, also bei deutlich über 5 Prozent des BIP (geschätztes BIP von 2019 nach IWF-Zahlen). Nach heutigem Stand werden die Zahlungen im Jahr 2022 mit 45 Mrd. US-Dollar ihren Höhepunkt erreichen. Das entspricht 10 Prozent des BIP von 2019, was eine erhebliche Belastung für ein Schwellenland wie Argentinien darstellt.

Abbildung 7:
Schuldendienst (Fremdwährungs-Schulden) 2019–2024



Hinweis: Die Abbildung zeigt die zukünftige Schuldenlast für jedes Jahr bis 2024 (fällige Tilgungen und Zinsen) auf Fremdwährungsschulden unter Berücksichtigung der ausstehenden Schulden Stand Sept. 2019. Die obere Grafik zeigt die Höhe der Zahlungen in Prozent des BIP von 2019 (BIP-Schätzung des IWF). Die untere Grafik zeigt die absoluten Werte der fälligen Zahlungen in Mrd. US-Dollar, unterteilt nach Gläubigern. Zahlungen an die argentinische Zentralbank sind hellblau markiert; Zahlungen an den IWF sind in grau dargestellt; Zahlungen an private Investoren (überwiegend Anleihen) in dunkelblau.

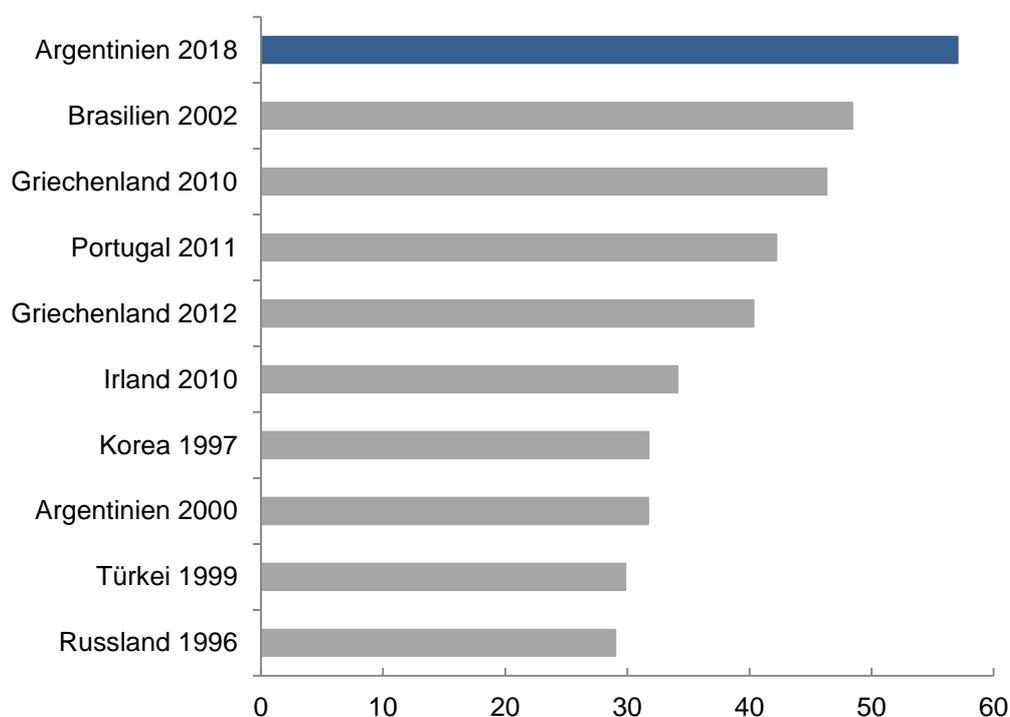
Quelle: Ministerio de Hacienda Argentina, Secretaría de Finanzas, Datos de Deuda Pública, Informes Trimestrales de la Deuda (2019); IMF (2019a); eigene Darstellung.

Abbildung 7 macht auch deutlich, warum die Regierung ein Rettungspaket vom IWF angefordert und eine Restrukturierung der Staatsschulden angekündigt hat. Bei anhaltend hohen Zinsen und ohne Zugang zu internationalen Kreditmärkten wird es der Regierung nicht möglich sein, die hohen fälligen US-Dollar-Zahlungen zu refinanzieren.

4.2 DAS GRÖSSTE IWF-PAKET DER GESCHICHTE

In 2018 erhielt Argentinien das größte Rettungspaket in der Geschichte des IWF (siehe Abbildung 8). Das Darlehen wurde im Juni 2018 über 50 Mrd. US-Dollar (1 110% der IWF-Quote) vereinbart, jedoch im folgenden September auf 57 Mrd. US-Dollar (1 277% der IWF-Quote) erhöht. Das Hilfspaket bricht damit Rekorde und macht heute fast die Hälfte aller ausstehenden Kredite des IWF aus (IMF 2019c).

Abbildung 8:
Die größten IWF-Programme der Geschichte (Mrd. US-Dollar)



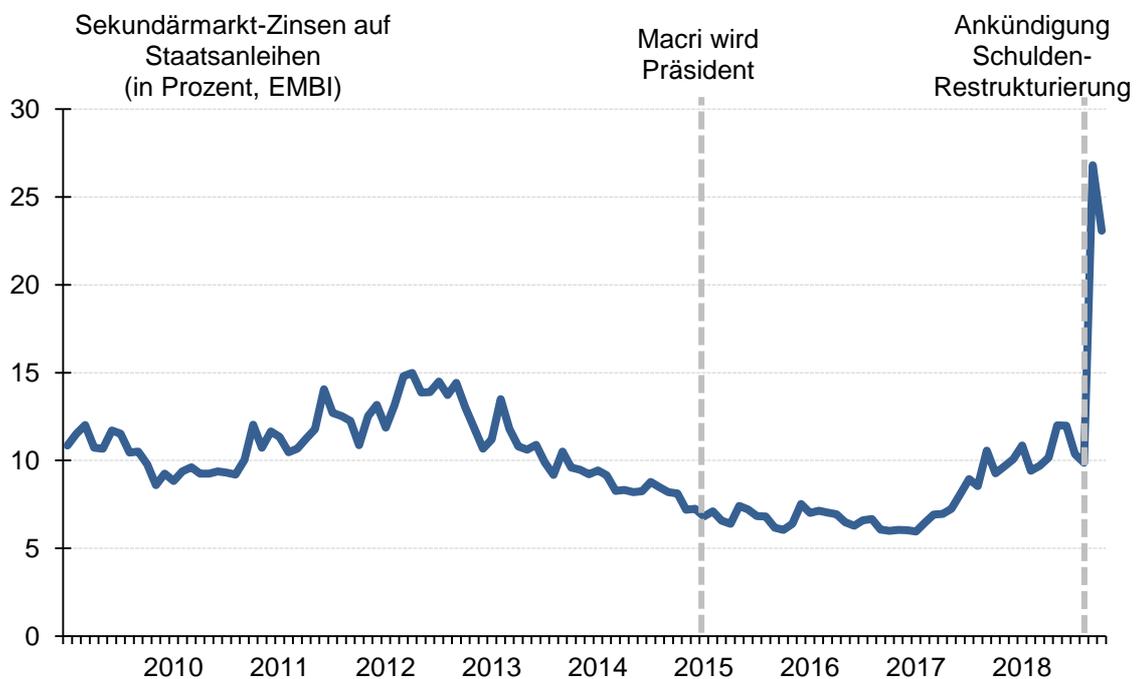
Hinweis: Die Abbildung zeigt das Gesamtvolumen der 10 größten IWF-Programme in Mrd. US-Dollar nach Inflationsbereinigung (alle Werte wurden in 2018 US-Dollar umgerechnet).

Quelle: IMF, *Monitoring of Fund Arrangements Database*; Reinhart und Trebesch (2016a); eigene Darstellung.

4.3 DIE ANLEIHE-ZINSEN SCHIESSEN IN DIE HÖHE

Während der Amtszeit von Macri erreichten die Anleiherenditen auf dem Sekundärmarkt ihren tiefsten Wert der letzten 10 Jahren (3,4 Prozent im Dezember 2017), aber auch ihren höchsten Wert in den letzten Monaten (siehe Abbildung 9). Unmittelbar nach den Vorwahlen am 11. August, bei denen Macri deutlich verlor, verdoppelten sich die Renditen von 10,5 auf 19,1 Prozent. Zudem kündigte die Regierung am 29. August eine Restrukturierung aller Staatsschulden an, woraufhin die Ratingagenturen das Land auf „Zahlungsausfall“ herabstufen und die Rendite auf 27 Prozent stieg.

Abbildung 9:
Zinsen auf Staatsanleihen (auf US-Dollar-Anleihen, in Prozent) 2010–Sept. 2019



Hinweis: Die Abbildung zeigt die Zinsen auf internationale Staatsanleihen Argentiniens in Prozent.

Quelle: JP Morgan EMBI+ blended yield to maturity, *Datastream*; eigene Darstellung.

5 BEWERTUNG UND AUSBLICK

Dieser Abschnitt bietet eine kurze Einschätzung zu den Politikimplikationen der argentinischen Krise sowie einen Ausblick für die nächsten Jahre:

- Die Krise ist im Kern das Resultat exzessiver Budgetdefizite und einer jahrelangen Schuldenpolitik. Die Entwicklung verdeutlicht insbesondere die Gefahr einer übermäßigen Verschuldung in Fremdwährung, die bei einem fallenden Wechselkurs schnell in den Staatsbankrott führen kann (siehe Reinhart und Trebesch 2015).

- Es ist unwahrscheinlich, dass die Krise schnell und nachhaltig gelöst werden kann, da die Probleme der hohen Inflation und Haushaltsdefizite sowie die Schwäche der Währung nach wie vor bestehen. Zudem gibt es erhebliche politische Unsicherheit, insbesondere was die Wirtschaftspolitik einer möglichen Regierung unter Präsident Fernandez angeht. Von Anfang an wird das Verhältnis zum IWF und die Restrukturierung der Staatsschulden die Geschäfte der neuen Regierung prägen.
- Die im August 2019 angekündigte Restrukturierung der Staatsschulden wird nicht reichen, um das Land wieder in die Solvenz und an den internationalen Kapitalmarkt zurückzuführen. Derzeit geplant ist es, die Laufzeit der ausstehenden Staatsschulden durch eine Umschuldung, die für die Gläubiger optional sein soll, zu strecken. Konkret soll die Laufzeit der ca. 50 Mrd. US-Dollar Schuldentitel in privater Hand gestreckt werden, so wie auch die Rückzahlung der 44 Mrd. US-Dollar Schulden gegenüber dem IWF. Eine freiwillige Umschuldung mit geringen Verlusten für die Gläubiger wird das Land jedoch nur kurzfristig entlasten und kaum dazu beitragen, die fundamentalen wirtschaftlichen Probleme des Landes zu lösen. Gleichzeitig erscheinen die Prognosen des IWF aus dem aktuellen Bericht zur Schuldentragfähigkeit Argentiniens zu optimistisch. Es ist angesichts der schweren Krise und der politischen Unsicherheit wenig realistisch, dass Argentinien bereits 2020 einen primären Haushaltsüberschuss von 1,4 Prozent erreicht und in der nahen Zukunft deutlich sinkende Zinsen und jährliche Wachstumsraten von 1 bis 3 Prozent verzeichnet (IMF 2019a). Die Schuldentragfähigkeit des Landes ist nicht mehr gegeben.
- Eine umfassendere Restrukturierung der Staatsschulden mit einem höheren Schuldenschnitt ist daher sehr wahrscheinlich und auch zu empfehlen, da reine Fristenstreckungen meist nicht ausreichen, um ein überschuldetes Land aus der Krise zu führen (siehe die Evidenz in Reinhart und Trebesch 2016b). Die Finanzmärkte gehen dementsprechend zurzeit von einem deutlichen Schuldenschnitt aus. Aktuell werden argentinische Anleihen bei gerade mal 40 Prozent ihres Nennwerts gehandelt.
- Das riesige IWF-Programm für Argentinien war riskant. Es setzte den Trend der letzten Jahrzehnte fort, große Rettungspakete auch an hochverschuldete Länder zu gewähren (siehe Reinhart und Trebesch 2016a). Anders als etwa Griechenland in der Euro-Krise ist Argentinien jedoch heute kein systemisch relevantes Land, von dem globale Risiken und Ansteckungseffekte ausgehen. Die Krise ist weitgehend auf das Land selber beschränkt und ein Staatsbankrott würde das internationale Finanzsystem und die Wirtschaft der Region (Lateinamerikas) wohl nur begrenzt erschüttern. Die Beweggründe für ein derart großes Programm sind in diesem Kontext fraglich. Das Programm hat auch hohe Risiken für den IWF selbst. So erscheint es nicht unmöglich, dass eine neue peronistische Regierung sich weigert, den IWF-Kredit in voller Höhe und wie vereinbart zurückzuzahlen. Ein Zahlungsausfall auf IWF-Kredite wäre sehr schädlich für die Reputation Argentiniens – aber auch für die des IWF.

LITERATUR

- BCRA (Banco Central de la República de Argentina) (2019). Estadísticas. Cambiarias. Tipos de cambio. Evolución de una moneda. Via Internet (19. September 2019): <https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Evolucion_moneda.asp>.
- Cruces, J.J., und T.R. Samples (2016). Settling Sovereign Debt's Trial of the Century. 31 *Emory International Law Review* 5.
- CES (Centro de Estudios y Servicios) (2018). Inflación en Argentina: periodo 2007–2017. March, 2018. San Martín.
- Di Tella, R. (2019). Comments on Macri's Macro by Federico Sturzenegger. Harvard Business School, Working Paper 20-025. Boston, Mass.
- IMF (International Monetary Fund) (2019a). Argentina: Fourth Review under the Stand-by Arrangement, Request for Waivers of Applicability and Modification of Performance Criteria, and Financing Assurances Review-Press Release; Staff Report; and Staff Supplement. IMF Staff Country Report, No. 19/232(2019). Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (2019b), Argentina: Transactions with the Fund from May 01, 1984 to September 30, 2019. Via Internet (10. Oktober 2019): <<https://www.imf.org/external/np/fin/tad/extrans1.aspx?memberKey1=30&endDate=2019-09-30>>.
- IMF (International Monetary Fund) (2019c). Weekly Report on Key Financial Statistics. Financial Reports. Financial Activities Weekly October 3rd, 2019. Washington, D.C.
- INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos) (2019), Series históricas, Índice de precios al consumidor con cobertura nacional. Via Internet (23. September 2019): <<https://www.indec.gov.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-5-31>>.
- Ministerio de Hacienda Argentina, Secretaría de Finanzas, Colocaciones de Deuda Pública (2019). Via Internet (14. Oktober 2019) <<https://www.argentina.gob.ar/hacienda/finanzas/deudapublica/colocacionesdedeuda>>.
- Ministerio de Hacienda Argentina, Secretaría de Finanzas, Datos de Deuda Pública, Informes Trimestrales de la Deuda e Informes Mensuales de la Deuda (2019). Via Internet (1. Oktober 2019) <<https://www.argentina.gob.ar/hacienda/finanzas/deudapublica/informes-trimestrales-de-la-deuda>> und <<https://www.argentina.gob.ar/hacienda/finanzas/deudapublica/informes-mensuales-de-la-deuda>>.
- OECD (Organisation of Economic Co-operation and Development) (2019). Argentina. OECD Economic Surveys. March 2019. Paris.
- Reinhart, C.M., und C. Trebesch (2015). The Pitfalls of External Dependence: Greece, 1829–2015. *Brookings Papers on Economic Activity* 2015 (2): 307–328.
- Reinhart, C.M., und C. Trebesch (2016a). The International Monetary Fund: 70 years of reinvention. *Journal of Economic Perspectives* 30 (1): 3–28.
- Reinhart, C.M., und C. Trebesch (2016b), Sovereign Debt Relief and Its Aftermath. *Journal of the European Economic Association* 14 (1): 215–251.
- Rogoff, R. (2019). The IMF after Argentina. Project Syndicate, October 2nd, 2019. Via Internet (14. Oktober 2019) <<https://www.project-syndicate.org/commentary/lessons-from-latest-argentina-meltdown-by-kenneth-roff-2019-10>>.
- Schumacher, J., C. Trebesch und H. Enderlein (2018). Sovereign Defaults in Court. ECB Working Paper No. 2135. Frankfurt am Main.
- Sturzenegger, F. (2019). Macri's Macro: The meandering road to stability and growth. BPEA Conference Drafts, Fall 2019. Brookings Papers on Economic Activity, Washington, D.C.
- Velasco, A. (2019). Argentina's Recurring Nightmare. Project Syndicate, September 27th, 2019. Via Internet (14. Oktober 2019) <<https://www.project-syndicate.org/commentary/argentina-recurring-nightmare-by-andres-velasco-2019-09>>.

IMPRESSUM

DR. KLAUS SCHRADER
Leiter Bereich Schwerpunktanalysen
Head of Area Special Topics

> klaus.schrader@ifw-kiel.de

Herausgeber:

Institut für Weltwirtschaft (IfW)
Kiellinie 66, D-24105 Kiel
Tel.: +49-431-8814-1
Fax: +49-431-8814-500

Redaktionsteam:

Dr. Klaus Schrader (Schriftleitung, v.i.S.d.
§ 6 MDStV), Ilse Büxenstein-Gaspar, M.A.,
Margitta Führmann.
Das Institut für Weltwirtschaft ist eine rechtlich
selbständige Stiftung des öffentlichen Rechts des
Landes Schleswig-Holstein.

Umsatzsteuer ID:

DE 251899169

Das Institut wird vertreten durch:

Prof. Gabriel Felbermayr, Ph.D. (Präsident)

Cover Foto:

© MCCAIG – iStockphoto

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Ministerium für Bildung, Wissenschaft und
Kultur des Landes Schleswig-Holstein



© 2019 Institut für Weltwirtschaft.
Alle Rechte vorbehalten.

> <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kiel-policy-briefs/>