

Inflation og stabiliseringspolitik i Argentina 1970-81

Niels Pultz

Udenrigsministeriet

SUMMARY: Argentina was one of the countries most haunted by inflation in the 1970's. On average, consumerprices rose by 133 pct. annually with a maximum in 1976 of 444 pct. price increase. Various stabilization efforts were initiated after March 1976, the most important instrument being a preannounced declining devaluation rate of the peso vis-à-vis the US dollar. The stabilization policy failed, however, to a large extent due to the fact that both monetary and fiscal policies were incompatible with the exchange rate policy. It led to a increasingly overvalued Argentine peso which together with high real rates of interest had a negative impact effect on real growth, the balance of payments, employment and the financial position of the business sector.

1. Indledning

Formålet med denne artikel er at beskrive de argentinske erfaringer fra sidste halvdel af 1970'erne, hvor en delvis lukket og dirigistisk økonomi søges åbnet for konkurrence udefra, og hvor restriktioner søges lempet eller fjernet med henblik på bekæmpelse af inflation og stabilisering af den økonomiske udvikling.

Først gives nogle karakteristika af den argentinske økonomi og skiftende økonomisk-politiske strategier. Dernæst diskuteres stabiliseringsbestrebelseerne i perioden 1978-81 og erfaringerne hermed.

2. Hovedtræk af udviklingen

Argentina var et af de lande, der var mest plaget af inflation i 1970'erne. I perioden 1970-81 steg forbrugerpriserne gennemsnitlig med 133 pct. om året med maksimum i 1976 på 444 pct. De tilsvarende størrelser for engros-priserne var 123 pct. henholdsvis 499 pct. Den største månedlige stigning i forbrugerpriserne fandt sted i marts 1976 – samtidig med militærets magtovertagelse efter den hidtil sidste civile administration – og var på 37,6 pct.

Den høje inflation var ikke ledsaget af en tilsvarende høj økonomisk vækst. Tværtimod var den pågældende periode karakteriseret af betydelige udsving i den reale vækstrate i bruttonationalproduktet. Der var typisk tale om en »stop-go

Inflation og stabiliseringspolitik i Argentina 1970-81

Niels Pultz

Udenrigsministeriet

SUMMARY: Argentina was one of the countries most haunted by inflation in the 1970's. On average, consumerprices rose by 133 pct. annually with a maximum in 1976 of 444 pct. price increase. Various stabilization efforts were initiated after March 1976, the most important instrument being a preannounced declining devaluation rate of the peso vis-à-vis the US dollar. The stabilization policy failed, however, to a large extent due to the fact that both monetary and fiscal policies were incompatible with the exchange rate policy. It led to a increasingly overvalued Argentine peso which together with high real rates of interest had a negative impact effect on real growth, the balance of payments, employment and the financial position of the business sector.

1. Indledning

Formålet med denne artikel er at beskrive de argentinske erfaringer fra sidste halvdel af 1970'erne, hvor en delvis lukket og dirigistisk økonomi søges åbnet for konkurrence udefra, og hvor restriktioner søges lempet eller fjernet med henblik på bekæmpelse af inflation og stabilisering af den økonomiske udvikling.

Først gives nogle karakteristika af den argentinske økonomi og skiftende økonomisk-politiske strategier. Dernæst diskuteres stabiliseringsbestrebelseerne i perioden 1978-81 og erfaringerne hermed.

2. Hovedtræk af udviklingen

Argentina var et af de lande, der var mest plaget af inflation i 1970'erne. I perioden 1970-81 steg forbrugerpriserne gennemsnitlig med 133 pct. om året med maksimum i 1976 på 444 pct. De tilsvarende størrelser for engros-priserne var 123 pct. henholdsvis 499 pct. Den største månedlige stigning i forbrugerpriserne fandt sted i marts 1976 – samtidig med militærets magtovertagelse efter den hidtil sidste civile administration – og var på 37,6 pct.

Den høje inflation var ikke ledsaget af en tilsvarende høj økonomisk vækst. Tværtimod var den pågældende periode karakteriseret af betydelige udsving i den reale vækstrate i bruttonationalproduktet. Der var typisk tale om en »stop-go

Tabel 1. Argentina: gennemsnitlige timelønninger, beskæftigelse og produktion i den forarbejdende industri 1974-80.

år	timeløn (1970 = 100)	realløn (1) deflateret med forbruger- prisindekset	industri- beskæfti- gelse (1970 = 100)	produk- tion
1974	496	100	114,8	122,7
1975	1415	102,2	119,2	118,4
1976	4952	67,1	115,3	114,9
1977	11784	58,5	108,2	121,4
1978	30256	54,5	97,7	108,1
1979	88291	61,3	95,6	125,1
1980	197292	68,2	88,1	122,2

Kilde: Informe Economico, 1981.

cycle« med positiv vækst i 3-5 kvartaler og en faldende eller negativ vækstrate i en periode af tilsvarende længde. I alt voksede produktionen i mængde med ca. 33 pct. fra 1970-80 svarende til en gennemsnitlig årlig vækst på ca. 2,5 pct., jfr. bilag 2.

Industriens produktion varierede også ganske betydeligt i den betragtede periode, jfr. tabel 1, men produktionsniveauet i 1980 var stort set det samme som i 1974. Sammenholdt med at industriens beskæftigelse i samme periode reduceredes med ca. 25 pct., tyder det på en betydelig stigning i produktiviteten.

Der eksisterer ikke pålidelige løn- og indkomststatistikker. På basis af de gennemsnitlige timelønninger i den forarbejdende industri kan det imidlertid skønnes, at reallønnen faldt med ca. 30 pct. i gennemsnit mellem 1974 og 1980, jfr. tabel 1.

Tilsvarende er det vanskeligt at få pålidelige tal for arbejdsløsheden. I almindelighed antages det, at der hersker omfattende underbeskæftigelse i bl.a. landbrug og mange serviceerhverv. Der kan imidlertid næppe herske megen tvivl om, at beskæftigelsen bedredes fra 1976 til 1979. Men der er heller ingen tvivl om, at arbejdsløsheden atter steg fra slutningen af 1980.

3. Økonomisk-politiske indgreb

Fra 1930'erne og især efter 2. Verdenskrig har den overordnede økonomiske politik været domineret af ønsket om at skabe »a process of import substitution«, se Canavese og Montuschi (1981). Det vil især sige beskyttelse af den indenlandske industri ved hjælp af høje toldbarrierer og andre beskyttelsesforanstaltninger, herunder eksportafgifter på landbrugsprodukter.

Hertil kommer, at industrien har nydt godt af diverse skattebegunstigelser, kreditsubventioner m.v. Der har eksisteret omfattende rente- og valutarestriktioner, og staten har spillet en betydningsfuld rolle, direkte såvel som indirekte, i forsøgene på at styrke industrisektoren. Et af resultaterne af denne politik var en massiv indkomstfordeling fra den traditionelle eksportsektor (landbruget) til industrien.

Tiden efter 2. Verdenskrig har været præget af hyppige og ofte ganske drastiske ændringer i den økonomiske politik.¹ Cavallo og Petrei (1981) har søgt at opdele 1970'erne i overensstemmelse med disse skift.

I perioden umiddelbart forud for 1970'erne havde myndighederne ganske stor succes m.h.t. inflationsbekæmpelse og vækststimulering – den såkaldte »Krieger Vasena – plan« (1967-69). Desværre førte planen til en betalingsbalancekrise, og i 1970-72 blev de strikte inflationsmål opgivet. Blandt andet gennemførtes en stor devaluering af pesoen, og der indførtes et dobbelt valutamarked.² Betalingsbalancen forbedredes gradvist, men på bekostning af aftagende vækst og tiltagende inflation. I 1973-74 søgte Peronistregeringen at hæve reallønningerne og øge væksten ved hjælp af pris- og valutakontrol, importrestriktioner m.v. Som en sideeffekt af denne politik opstod der sorte markeder for næsten alle goder. Årene 1975/76 var kendetegnet af en inflationær eksplosion, der efterfulgtes af en betalingsbalancekrise. Store devalueringer fulgtes af endnu stærkere nedgang i tilliden til pesoen, eftersom kursen på det sorte marked periodevis nærmede sig det dobbelte af den officielle valutakurs.

Fra den militære magtovertagelse i marts 1976 til marts 1981 blev inflationsbekæmpelsen atter det vigtigste erklærede mål. De væsentligste midler til at søge dette realiseret var åbning af økonomien for konkurrence udefra og forsøg på at lade markeds kræfterne overtage en del af statens hidtidige regulerende rolle. Efter en initial stor devaluering koncentreredes de økonomiske myndigheders indsats om ophævelse af eksisterende priskontrol-foranstaltninger og reduktion af det offentlige budgetunderskud m.v.

1. Ifølge Calvo (1981) s. 29 havde de skiftende økonomiske ministre i perioden 1946-76 en gennemsnitlig embedsperiode på kun 347 dage. Blot 11 ud af de 32 fungerede i mere end 1 år.

2. A. M. Martirena-Mantel (1980) har kaldt valutakurspolitikken fra april-august 1971 for »a timid crawling peg«; den, der gjaldt fra september 1971 til 3. kvartal 1973, såvel som den der var gældende fra august 1975 til 1. kvartal 1976 for »a mixed period of disguised and open crawling peg«. »Crawling peg« i den vanlige betydning af små, hyppige kursændringer i modsætning til store og sjældnere op- eller nedskrivninger af valutaen. I marts og juni 1975 gennemførtes to meget store devalueringer, på henholdsvis 100 og 160 pct.

I november 1976 genindførtes ét valutamarked, og frem til december 1978 tilpasses valutakursen over for den amerikanske dollar i overensstemmelse med forskellen på den internationale og den indenlandske inflation. I juni 1977 gennemførtes en finansiel reform, der indebar ophævelse af renterestriktioner, som havde ført til stærkt negative realrenter.

Reformerne på navnlig to områder gik imidlertid langsomt. For det første skete der ingen nævneværdig reduktion i eller forenkling af det meget omfattende og komplekse system af importrestriktioner, betalingsreguleringer osv. For det andet kom man ikke langt nok med hensyn til reduktion af det offentlige budgetunderskud, selvom dette faldt fra ca. 10 til ca. 5 pct. af BNP i 1980.

For at dæmpe inflationsforventningerne (og inflationen på 8-10 pct. om måneden) yderligere introducerede de økonomiske myndigheder en ny stabiliseringsplan den 20. december 1978, hvis vigtigste element var en plan indeholdende en forudannonceret, stadig aftagende devalueringstakt af pesoen overfor den amerikanske dollar. Typisk rakte de offentliggjorte kurser 5 måneder frem. Foruden dæmpning af inflationsforventningerne sigtede man også på at øge den udenlandske konkurrence for den indenlandske industri og derigennem tvinge den til modernisering af produktionsapparatet og større effektivitet. Stabiliseringsplanen byggede på en forventning om, at der ville gå en spredningseffekt til de øvrige sektorer, således at man i sidste instans kunne få opbygget en vækstorienteret, ikke-inflationær markedsøkonomi.

4. Perioden 1977-1981

a. Penge- og finanspolitik

Som det fremgår af tabel 2, var væksten i pengemængden i 1977-79 nogenlunde ligeligt fordelt på den indenlandske og udenlandske komponent. For den udenlandske komponents vedkommende reflekterede det en betydelig stigning i valutareserverne, jfr. bilag 2. I 1977-78 primært som følge af overskud på betalingsbalancens løbende poster, men i 1979 forårsaget af en exceptionel stor privat kapitalimport. Kapitalimporten var ligeledes betydelig i 1980, men den blev mere end opvejet af et stort underskud på de løbende poster.

Som nævnt ovenfor forstod de økonomiske myndigheder, der trådte til i marts 1976, at »the fiscal deficit and its subsequent monetary financing had attained uncontrollable limits and that they were the main factor behind price increases«.³ I 1978-79 lykkedes det at finansiere det offentlige budgetunderskud uden penge-skabelse, idet underskuddet hovedsageligt finansieredes gennem udstedelse af

3. Banco Central de la Republica Argentina. *Annual Report* 1976, pp. 13-14.

Tabel 2. Gennemsnitlige månedlige ændringer i pengemængden (m), devalueringstakt overfor US dollar (e) samt indenlandske (i_a) og amerikanske inflation (i_{us}) 1977-81.

år	m_2^{id} (1)	m_2^f (2)	m_2^t (1 + 2 = 3)	e (4)	i_{us} (5)	(4) + (5) = (6)	i_a (7)	(7) - (6) = (8)
1977	4,3	5,2	9,4 ^(a)	6,7	0,5	7,2	8,7	1,5
1978	5,0	4,1	9,1	4,4	0,6	5,0	8,8	3,8
1979	4,8	4,5	9,3	4,1	0,9	5,0	8,3	3,3
1980	9,8	-3,7	6,1	1,8	1,1	2,9	5,9	3,0
1981	8,5	-4,8	3,7 ^(b)	11,4	0,8	12,2	6,1	-6,1

Noter: ^(a) sidste 6 måneder, ^(b) første 6 måneder.

Ann.: m^{id} angiver indenlandske komponent af pengemængden, m^f angiver udenlandske komponent af pengemængden.

Kilder: Gaba (1981), *International Financial Statistics* samt bilag 1 og 2.

indekserede obligationer og skatkammer-beviser. Navnlig sidstnævnte blev ganske efterspurgt, da man indførte et auktionssystem, hvor myndighederne meddelte mængden, der skulle placeres, og markedet bestemte prisen.

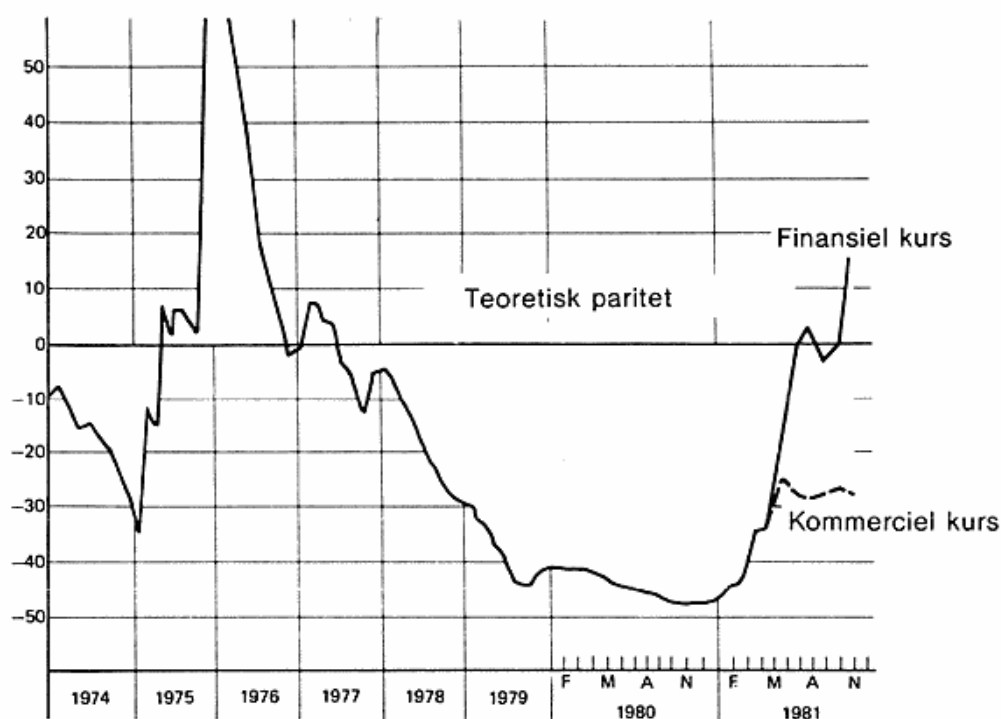
Her skal det lige indskydes, at i den betragtede periode var den mest relevante løbetid på de finansielle markeder 30 dage. Dette skyldes naturligvis især den fortsat høje og meget varierende takt for prisstigningerne. Heraf fremkom betydelige udsving i realrenten, også på kort sigt, jfr. bilag 4, med forvridninger og ressourcetab til følge.

Den betydelige stigning i den indenlandske pengemængdekomponent fra 1980 var forårsaget af et voksende offentligt budgetunderskud, der i høj grad blev finansieret via pengeskabelse. Dertil kom, at de finansielle institutioner søgte at reducere deres beholdninger af statspapirer, efter at myndighederne tøvede med at øge den effektive rente på disse papirer.

Som konsekvens heraf var stigningen i pengemængden høj i 1977-79, fordi stigningen i valutareserverne ikke søgtes neutraliseret i tilstrækkeligt omfang, og skønt der i 1980 udgik en negativ effekt fra den udenlandske komponent på den samlede stigning i pengemængden, var denne alligevel langt større end devalueringstakten. Dette betød finansiell destabilisering og hindrede inflationsforventningerne i at komme tilstrækkeligt ned.

b. Devalueringstakt, udenlandsk og indenlandsk prisstigning

Som det fremgår af de sidste 5 søjler i tabel 2, tilnærmede den argentinske prisstigning sig ikke summen af devalueringstakten og den internationale prisstigning.



Figur 1. Afvigelsen af kursen på US dollar for pesoen i forhold til den teoretiske paritet (gennemsnit af juli 1968 - juni 1969 = 0).

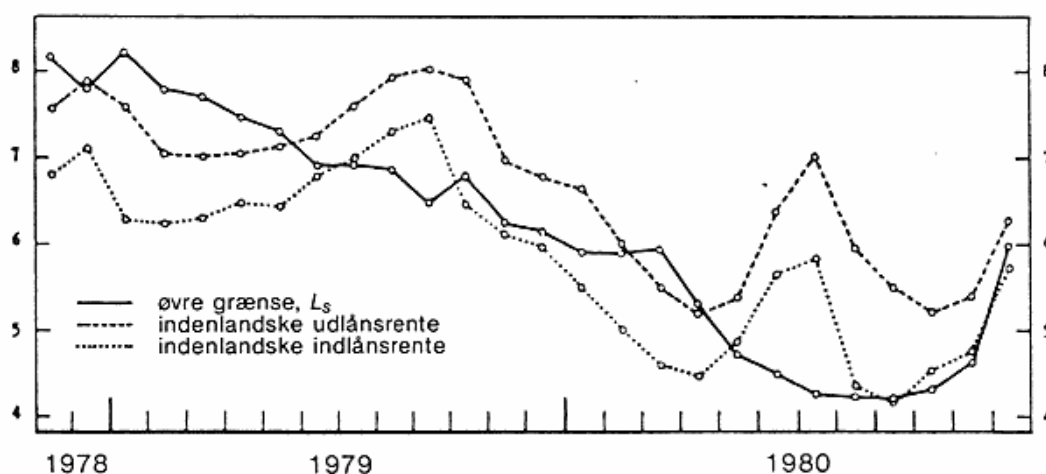
Note: Pariteten er beregnet ved at tilpasse den observerede kurs på dollaren med den relative udvikling i de argentinske og amerikanske engrospriser.

Kilde: FIDE (1981, diciembre, p. 40).

ning, således som de pengepolitiske myndigheder sigtede mod.⁴ Tværtimod udvidedes gabet fra ca. 1,5 pct. pr. måned i 1977 til mere end 3 pct. pr. måned i 1978-80. Da de argentinske prisstigninger var lavest, (anden halvdel af 1980 bortset fra oktober) lå de på 3-5 pct. om måneden.

Fra økonomisk teori er det velkendt, at priserne på varer i betalingsbalance-erhvervene (»tradeables«) i sidste instans tilnærmer sig den internationale pris på den samme vare plus devalueringstakten. Priserne på varer og tjenester i

4. Det kan ganske kort nævnes, at Rodriguez (1979) har udarbejdet en model, ifølge hvilken myndighederne kan »styre« inflationsudviklingen via valutakurspolitikken. Omvendt har Dornbusch i (1980) og (1982) analyseret tilfælde, hvor inflationsforventningerne kun nedbringes langsomt. Den valgte valutakursstrategi kan derfor føre til en massiv overvurdering af valutaen og voldsom stigning i pengemængden som følge af kortfristede, spekulativt betonedede kapitalbevægelser. Et sådant forløb kan i sig selv hindre inflationen i at komme tilstrækkeligt langt ned, nødvendiggøre betydelige devalueringer og på ny føre til destabilisering af priserne.



Figur 2. Indenlandske rente og øvre arbitragegrænse, L_s

Kilde: Gaba (1981) p. 14.

hjemmemarkedserhvervene (»non-tradeables«) reflekterer i langt højere grad de indenlandske udbuds- og efterspørgselsforhold. Prisudviklingen på disse varer vil derfor afvige fra prisudviklingen på »tradeables«, såfremt den generelle økonomiske politik ikke er i overensstemmelse med den fulgte valutakurs-politik.

Gaba (1981) har beregnet, at den relative pris på »tradeables« faldt brat fra medio 1979 til slutningen af 1980 - nemlig med mere end 20 pct.! (Dette bidrager også til at forklare, at anvendelsen af indeksering ikke blev mere udbredt i løbet af perioden. Hverken långivere, låntagere eller de finansielle institutioner ønskede at påtage sig risikoen ved relative prisændringer.) Betalingsbalancens løbende poster forringedes hastigt, og fra udgangen af 1980 blev den reale vækstrate i stigende grad negativ.

I figur 1 vises den akkumulerede overvurdering af den argentinske peso vis-a-vis den amerikanske dollar, der nåede sit maksimum ved årsskiftet 1980/81 (tæt ved 50 pct.).

I det omfang den indenlandske inflationstakt tilnærmer sig den internationale inflation og devalueringstakten tilsammen, skulle det indenlandske renteniveau reflektere de nominelle alternative ydelser, der kan opnås på det internationale kapitalmarked, udtrykt i den indenlandske valuta. Det vil sige, at renteparitets-teoremet skulle gælde.

En teoretisk øvre grænse for den indenlandske udlånsrente, L_s , kan således defineres som omkostningerne ved at optage et lån i f.eks. US dollars med en tilsvarende løbetid: dvs. summen af dollarrenten plus den forventede devalueringss-

takt plus arbitrageomkostninger. Af fig. 2 fremgår, at fra midten af 1979 og gennem 1980 lå den indenlandske udlånsrente gennemsnitligt godt 1 pct. over L_c .

Fra et teoretisk synspunkt skyldes denne indenlandske overrente en kursrisiko, som ikke på adækvat vis er reflekteret i den forventede devalueringstakt, og/eller markedsimperfektioner. Som ovenfor nævnt var der i den betragtede periode ikke tale om, at markedets valutakursforventninger kunne få lejlighed til at slå igennem. Tværtimod offentliggjorde myndighederne på forhånd en devalueringsplan for pesoen, som skulle påvirke inflationsforventningerne.

Cavallo og Petrei (1981) anfører, at denne ekstra rentekomkostning kunne have været undgået »if the uncertainties about the ability of the government to keep the devaluation within the announced schedule had been eliminated, but an important proportion of ... (the extra cost) ... is related to the attempts to reduce domestic credit expansion when the government deficit was not simultaneously cut down« (p. 23). Sjaastad (1982) giver udtryk for nøjagtig samme opfattelse. Han føjer til, at der var et helt åbenbart modsætningsforhold mellem devalueringstakt og budgetunderskud: »A fixed exchange rate against the American dollar would result in a rate of inflation no greater than 20 per cent, whereas the deficit required an inflation four times greater. While external finance of the fiscal deficit was feasible in the short run it was widely held that the inflation tax would be indispensable in the long run (p. 22).

Den almindelige usikkerhed vedrørende valutakurspolitikken voksede yderligere fra december 1980, da den annoncerede devalueringstakt ikke rakte ud over 31. marts 1981. Dette gav følgelig anledning til omfattende tvivl om den kommende valutakurs-strategi. (I bilag 3 er gengivet de forskellige officielle meddelelser vedrørende kursændringer).

c. Den private virksomhedssektor

Cavallo og Petrei (1981) analyserer, i hvilket omfang og på hvilken måde anti-inflationspolitikken påvirkede den private virksomhedssektor i perioden 1976-80. Baseret på statusopgørelser fra 78 aktieselskaber konkluderer de, at der på aktivsiden ikke foregik større ændringer i andelen af fysisk henholdsvis finansiell kapital, men at der fra 1977 skete et signifikant fald i lagerbeholdningernes relative betydning. Passiv-siden derimod undergik væsentlige ændringer. Der var en stigning i gældsposterne, navnlig de langfristede, og en tilsvarende nedgang i egenkapitalen, forårsaget af et drastisk fald i profitabiliteten.

Ovenfor er det kort blevet nævnt, at det høje niveau for og den store variabilitet i rentesatserne førte til gennemsnitligt korte løbetider for indskud og lån. Denne afkortning af løbetider blev accentueret af forskellige institutionelle arrangemen-

ter. F.eks. modtog bankerne en kompensation fra centralbanken for den del af tidsindskuddene, der skulle indgå som reserver.⁵ Den pågældende kompensations-sats ændredes månedligt og var ikke kendt på forhånd. Ved langfristede udlån risikerede bankerne derfor ikke kun rentevariationer men tillige ændringer i denne sats.

Når virksomhedernes langfristede passiver alligevel steg i den pågældende periode, skyldtes det dels udenlandsk lånoptagelse, dels særlige kreditfaciliteter for langsigtede investeringer gennem de statsejede banker. Hertil kom forskellige genfinansieringsordninger, som centralbanken gennemførte m.h.p. at transformere kortfristet gæld til langfristet for at dæmme op for den finansielle krise, der fra slutningen af 1979 blev mere og mere tydelig.

Forfatterne peger på, at det drastiske fald i profitabilitet fra 1978 navnlig skyldtes den betydelige stigning i finansieringsomkostninger, mens et tilsvarende fald i profitten i 1980 skyldtes en betydelig nedgang i indtjeningen. Sagt på en anden måde afspejler denne undersøgelse, at myndighederne i 1977-78 søgte at presse inflationen ned gennem en signifikant forøgelse af realrenten, mens valutakurspolitikken var det vigtigste instrument i 1979-80.

d. Den senere udvikling

Mod slutningen af 1980 blev det klart, at den nye militærregering, der skulle overtage magten pr. 31. marts 1981, også ville inkludere et nyt økonomisk team. Som nævnt ovenfor øgede dette usikkerheden omkring valutakurspolitikken efter denne dato, da der ikke offentliggjordes kurser, der gik ud over regeringsskiftet. Derimod blev det sagt, at den økonomiske filosofi blev videreført, men med »visse justeringer«. Usikkerheden steg yderligere, da den argentinske peso blev devalueret med 10 pct. overfor dollaren den 2. februar 1981. Samtidig ophørte forhåndsannonceringen af valutakurser. En ny devaluering af pesoen på 30 pct. den 2. april indvarslede en fuldstændig reorientering af valutakurspolitikken.

Den 2. juni 1981 gennemførtes på ny en 30 pct. devaluering og 3 uger senere blev valutamarkedet delt i to, hvorefter centralbanken dagligt fastsatte kursen for kommercielle transaktioner, mens kursen på finansielle transaktioner blev bestemt af udbud og efterspørgsel.

Dette førte hurtigt til inflationær ustabilitet. Mod slutningen af 1981 fluktuerede de månedlige prisstigninger atter omkring 7-9 pct.

5. Reservekravet reduceredes fra 45 pct. i juni 1977 til 10 pct. ved udgangen af 1980. At reservebinding genindførtes med den finansielle reform i 1977 bidrog formentlig også til at øge det indenlandske renteniveau relativt til det internationale niveau.

Tabel 3. Argentina 1976-80: Status og driftsresultat for et udsnit af 78 virksomheder.

	1976	1977	1978	1979	1980
<i>Status</i>					
<i>Aktiver</i>	<i>100.0</i>	<i>100.0</i>	<i>100.0</i>	<i>100.0</i>	<i>100.0</i>
Kassebeholdning	1,9	2,9	1,9	1,5	1,8
Kortfristede investeringer	2,5	2,6	1,8	2,4	3,3
Kreditter	14,2	17,8	16,5	15,3	14,5
Lagerbeholdning	21,8	20,4	16,7	16,3	16,4
Langfristede aktiver	59,6	56,4	63,1	64,5	64,0
<i>Passiver</i>					
<i>Kortfristet gæld</i>	<i>30,2</i>	<i>36,5</i>	<i>31,7</i>	<i>31,1</i>	<i>31,7</i>
Kommerciel	14,1	12,1	9,6	8,8	8,4
Udenlandsk	8,3	6,1	7,7	6,5	8,3
Banker m.v.	3,4	13,5	10,2	11,8	10,6
Andre	6,0	4,9	4,2	4,0	4,4
<i>Langfristet gæld</i>	<i>10,2</i>	<i>9,5</i>	<i>18,2</i>	<i>20,1</i>	<i>19,8</i>
Udenlandsk	6,7	5,6	8,3	9,0	8,8
Banker m.v.	0,0	0,0	6,4	7,7	7,8
Andre	3,5	3,9	3,5	3,4	3,2
<i>Egenkapital netto</i>	<i>59,6</i>	<i>54,0</i>	<i>50,1</i>	<i>48,8</i>	<i>48,5</i>
<i>Driftsresultat</i>					
<i>Omsætning</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Samlede omkostninger	68,6	72,9	71,4	73,8	78,8
Bruttofortjeneste	31,4	27,1	28,6	26,2	21,2
Finansielle omkostninger	9,3	10,4	13,0	9,8	8,5
Andre omkostninger	18,0	15,1	18,6	17,3	18,0
Nettofortjeneste	4,1	1,6	-3,0	-0,9	-5,3

Kilde: Cavallo og Petrei (1981) s. 28.

5. Konklusioner

De argentinske myndigheders stabiliseringsbestrebelse i perioden 1976-81 som svar på den voldsomme inflation, som landet oplevede gennem størsteparten af 1970'erne, mislykkedes, navnlig af følgende grunde:

(1) Myndighederne var ikke tilstrækkeligt opmærksomme på den ekspansive effekt på pengemængden og dermed det inflationære potentiale af valutakurspolitikken; (2) underskuddet på de offentlige budgetter blev ikke reduceret tilstrækkeligt, hvorfor både penge- og finanspolitikken i det lange løb var uforenelig med valutapolitikken; (3) eftersom det forhåndsannoncerede devalueringsskema i

almindelighed af offentligheden blev opfattet som værende for kortsigtet til at være overbevisende, førte alle 3 forhold til en betydelig risikopræmie på det indenlandske renteniveau. Hvilket er en anden måde at tilkendegive, at inflationsforventningerne aldrig blev brudt efter prisekspllosionen i 1975/76. Navnlig i periodens sidste år var der snarere tale om undertrykkelse end reduktion af inflationen.

Dette førte til stadig større overvurdering af den argentinske peso, hvilket sammen med en høj real (udlåns)rente havde en negativ indvirkning på vækstraten, betalingsbalancens løbende poster og de private virksomheders profitabilitet.

Da også arbejdsløsheden begyndte at vokse, mindskedes tilliden til den økonomiske strategi yderligere, og myndighederne så sig nødsaget til at gennemføre betydelige devalueringer i løbet af 1981. Således blussede inflationen atter op.

Til slut bør man måske lige have i erindring, at siden 1949 har horisonten for økonomisk planlægning og beslutningstagning været yderst kort, bl.a. som følge af hyppige skift blandt de økonomiske ministre og således i den økonomiske politik. Under sådanne betingelser er det vanskeligt at komme til at producere under »economies of scale«. ⁶ Og det vil være vanskeligt – samt en langsommelig proces – at overbevise markedet om, at *denne* gang er der indledt en langsigtet økonomisk strategi.

Litteratur

- Banco Central de la Republica Argentina. 1981. *Estimaciones Trimestrales sobre Oferta y Demanda Global*. Buenos Aires.
- Blackhurst, Richard and Jan Tumlrir. 1980. *Trade Relations under Flexible Exchange Rates*. GATT Studies in International Trade, No. 8. Geneve.
- Cagan, Philip. 1956. The Theory of Hyperinflation. Optrøkt som kapitel 7 i Ball, R. J. and Peter Doyle (eds.): *Inflation, Selected Readings*. Penguin 1969.
- Calvo, Guillermo A. 1980. Apertura Financiera, Paridad Movil y Tipo de Cambio Real. *Ensayos Economicos* No. 16, Diciembre, Buenos Aires.
- Calvo Guillermo A. 1981. Trying to Stabilize: Some Theoretical Reflections based on the Case of Argentina. *National Bureau of Economic Research*. Conference Paper No. 134.
- Cavallo Domingo F. and Petrei, Humberto A. 1981. Financing Private Business in an

6. Dette kan næppe udtrykkes meget bedre end gjort af Blackhurst og Tumlrir (1980): »Once a currency's purchasing power begins to erode, it becomes increasingly inefficient at carrying out its crucial functions in the domestic economy (standard of value, medium of exchange, standard of deferred payments and store of value) with the result that the efficiency of all economic activity begins to decline.«

almindelighed af offentligheden blev opfattet som værende for kortsigtet til at være overbevisende, førte alle 3 forhold til en betydelig risikopræmie på det indenlandske renteniveau. Hvilket er en anden måde at tilkendegive, at inflationsforventningerne aldrig blev brudt efter priskekspllosionen i 1975/76. Navnlig i periodens sidste år var der snarere tale om undertrykkelse end reduktion af inflationen.

Dette førte til stadig større overvurdering af den argentinske peso, hvilket sammen med en høj real (udlåns)rente havde en negativ indvirkning på vækstraten, betalingsbalancens løbende poster og de private virksomheders profitabilitet.

Da også arbejdsløsheden begyndte at vokse, mindskedes tilliden til den økonomiske strategi yderligere, og myndighederne så sig nødsaget til at gennemføre betydelige devalueringer i løbet af 1981. Således blussede inflationen atter op.

Til slut bør man måske lige have i erindring, at siden 1949 har horisonten for økonomisk planlægning og beslutningstagning været yderst kort, bl.a. som følge af hyppige skift blandt de økonomiske ministre og således i den økonomiske politik. Under sådanne betingelser er det vanskeligt at komme til at producere under »economies of scale«. ⁶ Og det vil være vanskeligt – samt en langsommelig proces – at overbevise markedet om, at *denne* gang er der indledt en langsigtet økonomisk strategi.

Litteratur

- Banco Central de la Republica Argentina. 1981. *Estimaciones Trimestrales sobre Oferta y Demanda Global*. Buenos Aires.
- Blackhurst, Richard and Jan Tumlrir. 1980. *Trade Relations under Flexible Exchange Rates*. GATT Studies in International Trade, No. 8. Geneve.
- Cagan, Philip. 1956. The Theory of Hyperinflation. Optrøkt som kapitel 7 i Ball, R. J. and Peter Doyle (eds.): *Inflation, Selected Readings*. Penguin 1969.
- Calvo, Guillermo A. 1980. Apertura Financiera, Paridad Movil y Tipo de Cambio Real. *Ensayos Economicos* No. 16, Diciembre, Buenos Aires.
- Calvo Guillermo A. 1981. Trying to Stabilize: Some Theoretical Reflections based on the Case of Argentina. *National Bureau of Economic Research*. Conference Paper No. 134.
- Cavallo Domingo F. and Petrei, Humberto A. 1981. Financing Private Business in an

6. Dette kan næppe udtrykkes meget bedre end gjort af Blackhurst og Tumlrir (1980): »Once a currency's purchasing power begins to erode, it becomes increasingly inefficient at carrying out its crucial functions in the domestic economy (standard of value, medium of exchange, standard of deferred payments and store of value) with the result that the efficiency of all economic activity begins to decline.«

- Inflationary Context. The Experience of Argentina between 1976 and 1980. *National Bureau of Economic Research*, Conference Paper No. 134.
- Canavese, A. J. and Montuschi, Louise. 1981. Inflation and the Financing of Alternative Development Strategies. Mimeographed. *Universidad de Buenos Aires*, Facultad de Ciencias Economicas.
- Canitrot, Adolfo. 1981. Teoria y Practica del Liberalismo. Politica Antiinflationaria y Apertura Economica en la Argentina, 1976-1981. *Desarrollo Economico*, vol. 21 No. 82, Buenos Aires.
- Dornbusch, Rudiger. 1980. *Open Economy Macroeconomics*. Basic Books, New York.
- Dornbusch, Rudiger. 1982. Stabilization Policies in the Developing Countries: What have we learned? *World Development*, vol. 13, No. 9, p. 701-8.
- Fernandez, Roque B. and Yohai, Victor J. 1980. Analisis Causal entre Dinero y Precios: Un Enfoque Robusto. *Centro de Estudios Macroeconomicos de Argentina*. (CEMA), Documentos de Trabajo, No. 16.
- FIDE. 1981. *Coyuntura y Desarrollo*, No. 40, Diciembre, Buenos Aires.
- Gaba, Ernesto. 1981. The Argentine Financial Reform. *Paper for the Central Bank Technicians' Meeting*, Dominican Republic, November.
- Herrou-Aragon, Alberto. 1981. Inflacion y Balanzas de Pagos en la Economia Argentina 1966-79: Un Enfoque Monetario. *CEMA Documentos de Trabajo* No. 26.
- INDEC. *Indice de Precios al Consumidor*. Div. udgaver, Buenos Aires.
- International Monetary Fund. *International Financial Statistics*, div. udgaver.
- Martirena-Mantel, Ana Maria. 1980. Mini-devaluaciones y Estabilidad Macroeconomica. El Caso Argentino 1971-78. *Serie Economica Instituto Torcuato di Tella*, Cuaderno No. 104, Buenos Aires.
- Ministerio de Economia. 1981. *Informe Economico, Resena Estadistica 1970-1980*, Buenos Aires.
- McKinnon, R. I. 1981. *How to manage a Repressed Economy*. Mimeographed.
- Rodriguez, Carlos. 1979. El Plan Argentino de Estabilization del 20 de Diciembre. *CEMA Documentos de Trabajo*, No. 5.
- Sjaastad, Larry A. 1983. Failure of Economic Liberalism in the Cone of Latin America. *The World Economy*, vol. 6, No. 1.

Bilag 1

Udvikling i pengemængde og forbrugerpriser i Argentina 1970-80.

år	$M_2^{(a)}$	ændring i pct.	forbruger- priser (1974 = 100)	ændring i pct.
1970	24,8		22,5	
1971	33,3	34,3	30,3	34,7
1972	49,5	48,7	48,1	58,5
1973	95,7	93,3	77,0	60,3
1974	148,5	55,2	100,0	29,9
1975	337,9	127,5	279,1	179,1
1976	1.457,1	331,2	1.489,0	433,5
1977	5.000,4	243,2	4.062,2	172,8
1978	14.314,7	186,3	11.195,8	175,6
1979	42.977,0	200,2	29.054,3	159,5
1980	80.172,0	86,6	58.330,9	100,8

Note: (a) i milliarder pesos.

Kilder: Ministerio de Economia, 1981. FIDE 1981.

Bilag 2

år	real vækst i BNP (1970-priser)	Betalingsbalancen i mio. US dollars:				ændring i valutakurs i pct.	afvigelse ⁽⁴⁾ fra paritet (- over- vurdering af peso).
		handels- balance (1)	løbende poster (2)	kapital- poster (3)	heraf private		
1970	+5.4	79.1	158.9	338.8	328.8	185.0	
1971	+3.6	-127.7	-388.7	-13.7	331.5	-384.6	
1972	+1.6	36.4	-222.9	337.3	44.7	167.1	
1973	+3.4	1.036.4	720.7	204.8	155.3	921.0	
1974	+6.5	295.8	127.2	-199.7	111.8	-51.3	
1975	-0.9	-985.2	1.284.6	494.5	116.8	-791.1	
1976	-0.2	883.6	650.1	551.3	-281.9	1.192.4	+39.3
1977	+6.0	1.490.3	1.289.9	1.034.0	1.135.6	2.226.5	-1.9
1978	-3.9	2.565.8	1.833.6	132.5	713.8	1.998.4	-13.5
1979	+6.8	1.098.4	-550.1	4.790.6	4.222.5	4.442.4	-39.2
1980	+1.1	-2.425.0	-4.855.1	2.198.4	1.921.6	-2.796.1	-45.2
1981 I ^(*)	-0.5	-175.0	-2.483.0	-138.0	-2.140.0	-2.614.0	-21.2
1981 II ^(*)	-2.5						

Noter: ^(*) kursen på peso overfor US dollar justeret med de to respektive engrospris-indeks. ^(b) januar-oktober 1981. ^(c) henholdsvis første og andet kvartal.

Kilder: Banco Central de la Republica Argentina. 1981; Ministerio de Economia. 1981; International Financial Statistics, Sept. 1981 - Dec. 1982; FIDE. 1981.

Bilag 3 *Kursreguleringer*

Dato	Cirkulære nr.	Indhold	Periode
21.12.78	RC 807	Køberkursen for US dollars på spotmarkedet fastsættes dagligt fra 21.12.78 til 31.8.79.	21.12.78-31.8.79
9.4.79	RC 832	Cirkulære RC 807 udvides med daglig fastsættelse af dollar-kursen på spotmarkedet til 31.12.79.	1.9.79-31.12.79
1.10.79	RC 853	Cirkulære RC 832 udvides med for januar 1980 at fastsætte en devalueringssats på 2,80% overfor dollarkursen d. 31.12.79. I de følgende måneder vil devalueringen være 2/10 procentpoint lavere end i den foregående måned.	Fra 1.1.80 er der ikke fastsat nogen tidsfrist.
16.9.80	RC 907	Der fastsættes en devalueringssats på 1% for spot køberkursen på US dollars pr. 1.9.80. For de følgende måneder anvendes samme devalueringssats.	Fra 1.10.80 er der ikke fastsat nogen tidsfrist.
10.12.80	RC 916	Der fastsættes en devalueringssats på 1% for spot køberkursen på US dollars for december. Devalueringssatsen for januar, februar og marts 1981 for både køber- og sælgerkurser fastsættes til 2% i forhold til den sats, der var gældende den 30.12.80.	1.1.81-31.3.81
2.2.81	RC 929	10% devaluering, hvorefter BCRA dagligt fastsætter sælger- og køberkurser på dollaren frem til 31.8.81.	3.2.81-31.8.81
2.4.81	A-16	30% devaluering. BCRA fastsætter dagligt sælger- og køberkurser på dollaren.	Fra 2.4.81 er der ikke fastsat nogen tidsfrist.
2.6.81		BCRA fastsætter en kurs, som indebar en 30% devaluering i forhold til kursen d. 29.5.81.	
22.6.81	A-38	Valutamarkedet opdelt i kommercielle og finansielle transaktioner: BCRA fastsætter dagligt kursen på kommercielle valuta-transaktioner, mens kursen på finansielle transaktioner dannes ved udbud og efterspørgsel.	Fra 22.6.81 er der ikke fastsat nogen tidsfrist.

Bilag 4 Månedlige rentesatser, 1977-81.

	Jan.	Feb.	Mar.	Apr.	Maj	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.
1977	-	-	6.63	6.36	5.99	6.13	6.64	7.35	8.02	9.38	10.29	10.54
1978	10.33	8.27	7.07	6.73	6.89	7.17	6.89	6.76	6.24	6.45	6.72	6.99
1979	6.82	6.37	6.36	6.42	6.51	6.67	6.99	7.30	7.38	7.16	6.22	5.92
1980	5.78	5.20	4.84	4.48	4.53	5.37	6.04	5.00	4.33	4.32	4.61	5.41
1981	5.61	6.60	8.08	7.48	8.08	10.11	10.82					
								<i>nominelle indlånsrente, 30 dage = r^i</i>				
1977	-	-	-	-	-	7.43	7.17	8.20	9.17	12.33	13.66	13.58
1978	13.42	11.14	9.30	8.34	8.17	8.30	8.02	7.79	7.35	7.38	7.58	7.87
1979	7.59	7.06	7.03	7.06	7.14	7.26	7.61	7.94	8.03	7.90	6.98	6.78
1980	6.65	6.00	5.56	5.20	5.37	6.37	7.00	5.95	5.49	5.20	5.39	6.27
1981	6.57	8.29	11.06	9.33	9.72	12.72	13.16					
								<i>nominelle udlånsrente, 30 dage = r^u</i>				
1977	-	-	5.75	6.31	6.64	5.70	12.57	7.28	13.53	7.90	4.19	10.24
1978	5.28	9.07	9.08	8.99	4.79	4.92	8.64	6.68	9.93	8.51	6.37	10.04
1979	7.96	8.06	6.45	9.01	10.48	7.52	14.66	5.25	1.05	3.44	2.52	4.27
1980	4.15	3.86	3.86	5.37	7.34	2.93	2.91	2.88	5.41	2.64	0.79	2.46
1981	5.16	4.82	12.36	8.01	18.69	12.73						
								<i>inflation (engrospriser)$_{t+1} = I_{t+1}$</i>				
1977	-	-	0.83	0.01	-0.61	0.41	-5.27	0.07	-4.85	1.37	5.85	0.27
1978	4.80	-0.73	-1.84	-2.07	2.00	2.14	-1.61	0.07	-3.36	-1.90	0.33	-2.77
1979	-1.06	-1.56	-0.08	-2.38	-3.59	-0.79	-6.69	1.95	6.26	3.60	3.61	1.58
1980	1.57	1.29	0.94	-0.84	-2.62	2.37	3.04	2.06	-1.02	1.64	3.79	2.88
1981	0.43	1.70	-3.81	-0.49	-8.94	-2.32						
								<i>reale indlånsrente: r^i/I_{t+1}</i>				
1977	-	-	-	-	-	1.64	-4.80	0.86	-3.84	4.01	9.09	3.03
1978	7.73	1.90	0.20	-0.60	3.23	3.22	-0.57	1.04	-2.35	-1.04	1.14	-1.97
1979	-0.34	-0.93	0.54	-1.79	-3.02	-0.24	-6.15	2.56	6.91	4.31	4.35	2.41
1980	2.40	2.06	1.64	-0.16	-1.84	3.34	3.97	2.98	0.08	2.49	4.56	3.72
1981	1.34	3.31	-1.16	1.22	-7.56	-0.01						
								<i>reale udlånsrente: r^u/I_{t+1}</i>				

Kilde: Gaba, 1981, bilag 1.