

Hefeker, Carsten

Working Paper

Vermeidung und Bewältigung von Verschuldungskrisen: Die Rolle privater und öffentlicher Institutionen

HWWA Discussion Paper, No. 340

Provided in Cooperation with:

Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA)

Suggested Citation: Hefeker, Carsten (2006) : Vermeidung und Bewältigung von Verschuldungskrisen: Die Rolle privater und öffentlicher Institutionen, HWWA Discussion Paper, No. 340, Hamburg Institute of International Economics (HWWA), Hamburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/19368>

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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



DISCUSSION PAPER

**Vermeidung und Bewältigung von Verschuldungskrisen:
Die Rolle privater und öffentlicher Institutionen**

Carsten Hefeker

HWWA DISCUSSION PAPER

340

Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA)
Hamburg Institute of International Economics

2006

ISSN 1616-4814

Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA)
Hamburg Institute of International Economics
Neuer Jungfernstieg 21 - 20347 Hamburg, Germany
Telefon: 040/428 34 355
Telefax: 040/428 34 451
e-mail: hwwa@hwwa.de
Internet: <http://www.hwwa.de>

The HWWA is a member of:

- Wissenschaftsgemeinschaft Gottfried Wilhelm Leibniz (WGL)
- Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute (ARGE)
- Association d'Instituts Européens de Conjoncture Economique (AIECE)

HWWA Discussion Paper

Vermeidung und Bewältigung von Verschuldungskrisen: Die Rolle privater und öffentlicher Institutionen*

Carsten Hefeker **

HWWA Discussion Paper 340

<http://www.hwwa.de>

Hamburg Institute of International Economics (HWWA)
Neuer Jungfernstieg 21 - 20347 Hamburg, Germany
e-mail: hwwa@hwwa.de

University of Siegen, und HWWA-Hamburg **

Vorbereitet für die Tagung „Entschuldung von Entwicklungsländern – Möglichkeiten und Grenzen“ der LIST-Gesellschaft und des HWWA in Hamburg, 27. Januar 2006.*

Februar, 2006

Edited by the Department World Economy
Head: Dr. Katharina Michaelowa

Vermeidung und Bewältigung von Verschuldungskrisen: Die Rolle privater und öffentlicher Institutionen

Zusammenfassung

Das Papier diskutiert die relative Aufgabenteilung von privaten und öffentlichen Institutionen bei der Vermeidung und Bewältigung von Verschuldungskrisen souveräner Staaten. Anders als häufig in der Debatte dargestellt, sind Änderungen sowohl auf Seiten der Anleger gefragt wie auch Änderungen in der Politik und Rolle der Internationalen Finanzinstitutionen. Trotz der Erfahrungen der letzten Jahre sind die nötigen Änderungen bislang ausgeblieben.

Abstract

The paper discusses the relative role of private and public institutions in avoiding and dealing with the consequences of sovereign debt crises. Changes are required in the private sector as well as in the role and policy of the International Financial Institutions. Despite recent experiences with debt crises, necessary changes have not been implemented so far.

JEL-Klassifikation: F 33, F 34.

Schlüsselwörter: Verschuldungskrisen, Internationale Finanzinstitutionen, Internationale Finanzarchitektur

Keywords: debt crises, international financial institutions, international financial architecture.

Address for correspondence:

Carsten Hefeker
University of Siegen
Hölderlinstraße 3
57068 Siegen, Germany
Tel: +49-271-740 3184
Fax: +49-271-740 4042
Email: carsten.hefeker@uni-siegen.de

1. Einleitung

Integration in die internationalen Finanzmärkte ist ein zweischneidiges Schwert für Entwicklungs- und Schwellenländer (Prasad et al. 2003). Während durch die Marktöffnung Mittel zur Verfügung gestellt werden, die es erlauben mehr Investitionen als sonst möglich zu tätigen und damit die wirtschaftliche Entwicklung voranzutreiben, macht sie auch anfällig. Innerhalb kürzester Zeit fließen große Summen ins Land, die bisweilen ebenso rasch wieder abgezogen werden. Die Umkehr der Finanzströme ist entsprechend oft mit einer Abwertung der Währung, Zahlungsbilanzproblemen und Zahlungsunfähigkeit verbunden.¹

Während massive Kredite von Seiten des Internationalen Währungsfonds (IWF), der Weltbank und den regionalen Entwicklungsbanken darauf verwendet werden, die betroffene Währung—meist vergebens—zu verteidigen, münden starke Abwertungen oft in Verschuldungskrisen, da die betroffenen Länder einen großen Teil ihrer Schulden in ausländischer Währung aufgenommen haben oder Kredite in heimischer Währung an den Dollar indexiert sind. Jede Abwertung führt zu einer entsprechenden Erhöhung der Verschuldung in heimischer Währung. Unternehmen, die sich im Ausland verschuldet haben werden insolvent; Banken, die ausländische Kredite weitergegeben haben geraten unter Druck; und Regierungen sehen sich einer inländischen Rezession gegenüber, die es ihnen schwer macht, ihre Schulden zu bedienen. Eine tiefe und oft langwierige wirtschaftliche und politische Krise ist die Folge.

Trotz intensiver Diskussion in Folge der Mexiko-Krise und trotz Vorlage verschiedener Initiativen hochkarätig besetzter Gremien sind die Bemühungen um eine Reform der so genannten Internationalen Finanzarchitektur, die Krisen weniger häufiger und besser beherrschbar machen, bislang kaum vorangekommen. Reformbemühungen sind aufgrund

¹ Eine Chronologie von Verschuldungskrisen findet sich in Eichengreen (2002), Roubini und Setser (2004) und Sturzenegger und Zettelmeyer (2006).

unterschiedlicher Zielvorstellungen nicht ernsthaft verfolgt worden. Neben akademischen Vorschlägen stehen sich insbesondere bei der Bewältigung von Krisen zwei offizielle Positionen gegenüber. Während die amerikanische Regierung darauf setzt, dass die Finanzmärkte selbst zu einer Lösung finden, steht dem ein Vorschlag des IWF gegenüber, der sehr viel weitergehende Reformen und die Schaffung eines institutionellen Rahmens zur Bewältigung von Schuldenkrisen vorsieht. Die Haltung der US-amerikanischen Regierung, vor allem auf die Marktkräfte zu vertrauen hat sich durchgesetzt und weit reichende institutionelle Änderungen wurden vorerst zurückgestellt.

Dabei braucht man keine hellseherischen Fähigkeiten um vorherzusehen, dass die Diskussion spätestens mit der nächsten großen Krise erneut beginnen wird. Die Erfahrungen mit der Bewältigung der argentinischen Krise zeigen zumindest, dass Mechanismen für ein effizientes Verfahren der Bewältigung souveräner Verschuldungskrisen noch immer fehlen. Insbesondere die Bewältigung von Krisen könnte weniger schmerzhaft ablaufen, gäbe es eine Möglichkeit in einem geordneten Prozess und im Einvernehmen mit den Gläubigern eine Umstrukturierung der Schuld zu erreichen, die einen längeren Zeitraum für die Bedienung und eventuell sogar eine teilweise Entschuldung vorsieht.

Waren es in den 1980er Jahren noch mehrheitlich Bankkredite, die Not leidend wurden und nicht mehr bedient werden konnten, so findet heute ein großer Teil der Kreditvergabe in Form von Anleihen und Schuldverschreibungen statt, was die Koordination zwischen den Gläubigern und eine Einigung mit den Schuldnern erschwert.² Entsprechend wird der Bedarf an einem Koordinationsmechanismus heute als zunehmend dringend angesehen.

² Damals fanden die Umstrukturierungsverhandlungen im Rahmen der so genannten Paris- und London-Clubs statt. Im London-Club kamen die Schuldner mit ihren privaten Bank-Gläubigern zusammen während sie im Paris-Club auf souveräne Gläubiger trafen. Beide existieren noch heute.

Ziel dieses Aufsatzes ist es, die Interaktion zwischen privaten und öffentlichen Geldgebern näher zu betrachten und ihre jeweilige Rolle bei der Krisenvermeidung und Krisenbewältigung zu diskutieren. Die häufig als Gegensätze dargestellten Lösungsvorschläge sind keineswegs so gegensätzlich, sondern sollten vielmehr als sich ergänzend betrachtet werden. Der Gegensatz von Markt und Bürokratie ist überzeichnet und lenkt davon ab, dass ohne die gemeinsamen Bemühungen von privaten Geldgebern und die Einbindung von Internationalen Finanzinstitutionen kaum Fortschritte erzielt werden können. Nötig ist eine Arbeitsteilung, in der beide Seiten wichtige und notwendige Rollen spielen. Ohne eine Beteiligung der Privaten können die internationalen Finanzinstitutionen (IFIs) kaum Krisen vermeiden und bewältigen. Und ohne eine koordinierende und lenkende Rolle der IFIs werden die Märkte kaum zu einer effizienten Lösung gelangen. Realistisch sind allerdings nur Änderungen, die das existierende System nicht zu sehr verlassen. Revolutionäre Änderungen haben kaum Aussicht auf politischen Erfolg (Aizenman 2003).

Dabei konzentriert sich der Aufsatz auf jene Länder, die bereits Zugang zu den internationalen Finanzmärkten haben (die „Schwellenländer“). Sie sind der klassischen Entwicklungshilfe bereits entwachsen und haben über die internationalen Finanzmärkte Zugang zu privaten Geldgebern. Aus dieser Einbindung in die internationalen Finanzmärkte, die grundsätzlich gewollt ist, entstehen allerdings Probleme, die spezifisch für Schwellenländer und das Hauptaugenmerk dieses Aufsatzes sind.³ Eine weitere Beschränkung ist, dass, obwohl der Aufsatz auf der vorhandenen Literatur aufbaut, kein umfassender Literaturüberblick intendiert ist. Dies wäre angesichts der Fülle an Arbeiten kaum zu leisten und ist angesichts der verschiedenen vorhandenen Überblicksartikel auch nicht nötig (Eichengreen 2002, Roubini und Setser 2004).

³ Der Versuch Kapitalströme zu verhindern, ist keine realistische Alternative. Handelsintegration impliziert früher oder später auch Integration der Finanzmärkte. Dies ist weniger eine Frage des „ob“, sondern vielmehr des „wann und wie“ (Aizenman 2003).

Im nächsten Abschnitt werden kurz die wesentlichen Merkmale der Finanzintegration der betrachteten Länder dokumentiert. Hierbei geht es im Wesentlichen um die Zusammensetzung der Ströme bezüglich ihres Herkommens und ihrer Fristigkeit. Daraus leitet sich direkt die Anfälligkeit der Empfängerländer ab. Der folgende Abschnitt beschreibt diese Probleme, die vorwiegend im Politikversagen der Empfänger und im Versagen der Finanzmärkte zu sehen sind. Abschnitt 4 geht auf die Rolle der IFIs bei der Vermeidung und Bewältigung von Schuldenkrisen ein, während Abschnitt 5 sich mit der Aufgabenteilung zwischen Privaten und IFIs beschäftigt.

2. Kapitalströme in Entwicklungs- und Schwellenländer

Vergleicht man die Kapitalströme in Entwicklungs- und Schwellenländer in der nahen Vergangenheit mit früheren Perioden, so sind die Finanzquellen heute sehr viel breiter gestreut, als dies noch in den 1980er Jahren der Fall war. In den 1970 und 1980er Jahren fand der meiste Teil der Mittelvergabe unter dem Einsatz von Geschäftsbanken statt, die auf diese Art die bei ihnen angelegten Gewinne der ölexportierenden Länder weitergaben. In der Globalisierungswelle der internationalen Finanzmärkte seit den 1990er Jahren hingegen stehen eher Anleihen (bonds) im Vordergrund (Tabelle 1).

Tabelle 1 vergleicht die Nettokapitalströme in alle Entwicklungs- und Schwellenländer nach der Quelle der Mittel. Hier wird unterschieden zwischen Entwicklungshilfe (ohne Rückzahlungsverpflichtung) und Krediten und Investitionen, wobei letztere nach Krediten und Beteiligungen unterschieden sind. Beteiligungen unterscheiden sich in Direkt- und Portfolioinvestitionen. Während die Entwicklungshilfe und die Beteiligungen relativ konstant geblieben sind, zeigt sich erhebliche Bewegung in den Kreditzuflüssen. Diese wiederum lassen sich unterscheiden nach Mitteln, die durch IFIs bereitgestellt werden und kurz- und langfristige private Zuflüsse. Nicht überraschend beobachtet man nach der Asien-Krise ein

Tabelle 1: Netto-Finanzierungsströme in Entwicklungs- und Schwellenländer

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Beteiligungen	161.4	190.6	178.1	195.1	178.6	180.9	159.8	176.6	192.3
Direktinvestitionen	128.6	168.1	171.5	182.4	166.2	174.8	154	151.8	165.5
Portfolioströme	32.9	22.6	6.6	12.7	12.4	6	5.8	14.8	26.8
Verschuldung	123.7	106.9	54.9	15.4	-6.2	-3.5	8.9	62.2	84.1
Offizielle Kreditgeber	3.8	12.9	34.4	13.9	-5.8	27	5.2	-11.6	-24.9
Private Kreditgeber	119.9	94	20.5	1.5	-0.4	-30.5	3.7	73.8	109
<i>Mittelfristige Zuflüsse</i>	82.5	84.8	85	21.6	7.4	-6.6	0.9	24.9	55.4
Anleihen	49.5	38.2	39.7	29.8	17.5	11	11.2	28.1	63
Bankkredite	30.7	43.8	50.4	-6.8	-5.8	-11	-3.8	3.1	-1.8
Andere	2.3	2.9	-5.2	-1.5	-4.3	-6.5	-6.5	-6.3	-5.7
<i>Kurzfristige Zuflüsse</i>	37.4	9.2	-64.5	-20.1	-7.9	-23.9	2.8	48.9	53.6
Totale Entwicklungshilfe	26.7	25.3	26.7	28.5	28.7	27.9	32.2	43.4	47.4

Quelle: World Bank

Einbrechen der kurzfristigen privaten Mittel, die durch ein Anwachsen öffentlicher Mittel ausgeglichen werden. Nach 2002 fällt ein klares Anwachsen der privaten Mittel auf, was einhergeht mit einem Abschmelzen der öffentlichen Mittel. Schließlich lassen sich die mittelfristigen privaten Anlagen nach der Form gliedern. Vor allem zeigt sich ein deutlicher Rückgang von Bankkrediten nach der Asienkrise. Zwar nahmen auch die Anleihen bis zur Jahrtausendwende laufend ab um danach wieder anzuwachsen, aber die Zuflüsse an Bankmitteln sind fast über den gesamten Zeitraum negativ.

Zwar kann man also nicht behaupten, dass Bankmittel keine Rolle mehr spielen würden, aber eine deutliche Verschiebung im relativen Volumen ist dennoch feststellbar. Dies hat verschiedene Implikationen sowohl für die Krisenvermeidung wie für die Krisenbewältigung. Während die Vergabe durch Banken impliziert, dass die Anzahl der Kreditgeber beschränkt und überschaubar ist, ist dies grundsätzlich anders bei Anleihen (unabhängig davon, dass viele dieser Mittel durch Fonds verwaltet werden, die einen großen Teil der Anlagen bündeln).⁴ Wie Eichengreen, Kletzer und Mody (2005) betonen, nehmen bei der ersten Form der Anlage die Banken die Rolle der Überwachung der Verwendung der Mittel wahr. Im Sinne der Theorie Diamonds (1984) fungieren sie als Agenten ihrer Gläubiger und übernehmen für diese die Überwachung der Verwendung der angelegten Mittel. Damit wird über die Banken als Kapitalsammelstellen das Koordinierungsproblem der einzelnen Bankgläubiger gelöst.

Die Situation ist wesentlich komplizierter bei der Anleihenfinanzierung. Die vielen nicht organisierten Anleger haben individuell nur wenig Anreiz, und auch häufig nicht die Expertise, die Verwendung der zur Verfügung gestellten Mittel genau zu kontrollieren.

⁴ Trotz der Bündelung der Anlagen kann man davon ausgehen, dass Fonds weniger vorsichtig als Banken mit der Verwendung der Mittel sind, die ihre Anlagen auf eigene Rechnung tätigen. Hinzu kommt, dass Fonds nur im relativen Vergleich bewertet werden, während der absolute Erfolg für Banken wichtig ist, wenn sie Mittel auf eigene Rechnung verwenden.

Zudem haben die einzelnen den Anreiz sich darauf zu verlassen, dass andere die Kosten für die Überwachung aufwenden, so dass eine Unterinvestition in Überwachung stattfindet. Da aber einzelne deshalb auch nur unzureichend informiert sind, steigt die Anfälligkeit für multiple Gleichgewichte und Herdenverhalten. Krisen werden wahrscheinlicher und im Zweifelsfall auch weniger vorhersehbar, wie im Folgenden argumentiert wird.

3. Probleme bei privaten Kapitalströmen

Private Kapitalströme unterscheiden sich grundlegend von öffentlichen Finanzströmen, denn die Gewinnorientierung privater Kreditgeber impliziert, dass diese Ströme kurzfristiger und mit variablen Zinssätzen ausgestattet sind. Private Investoren, seien es Banken oder die Halter von Anleihen, strukturieren ihre Anlagen so, dass sie rasch auf die Veränderung von relativen Erträgen reagiert werden kann. Aus dieser Kurzfristigkeit ergeben sich verschiedene Probleme, die zum Entstehen von Krisen beitragen und ihre Bewältigung erschweren.

Je nach Veränderung der globalen Anlagebedingungen führt die kurzfristige Orientierung der Anlagen zu einer raschen Umkehr der Ströme. Sobald beispielsweise die Zinssätze in anderen Anlageformen steigen, lohnt es sich für Anleger nicht mehr, ihre Kredite an Schwellenländer zu verlängern bzw. dies nur gegen deutlich höhere Zinsen zu tun. Sind die Zinsen in anderen Anlagenformen hingegen gering, so fließen die Kapitalströme reichlich und sind somit häufig prozyklisch (Kaminsky et al. 2004). Perioden von Zuflüssen von Mitteln werden abrupt umgekehrt in starke und oft vollständige Abflüsse („sudden stops“) (Calvo 1998, Edwards 2004). Für eine solche Umkehr bei kurzfristigen Anlagen kann bereits ein plötzlicher Stimmungswandel der Anleger ausreichen.

Das nichtkoordinierte Verhalten von Anlegern führt überdies dazu, dass einzelne ihr Verhalten nicht auf andere Anleger abstimmen können. Erwartet der einzelne, dass andere ihre Mittel abziehen, so wird er dasselbe tun. Vermeintliche Informationsvorsprünge anderer

oder falsch gedeutete Beobachtungen können Anlass zu plötzlichen Strategiewechseln sein, die nicht durch eine Veränderung der Fundamentaldaten wie Leistungsbilanz- oder Budgetdefizite begründet und erklärbar sind. Das Verhalten wird Anleger ist zum Teil arbiträr, da ein Mechanismus für die Koordination einzelner Entscheidungen fehlt. Dies Phänomen, das auch beim Auftreten von Bankkrisen zu beobachten ist, kann zu multiplen Gleichgewichten führen (Chang und Velasco 2001).

Das heißt natürlich nicht, dass jede Krise auf multiple Gleichgewichte zurückzuführen wäre. Viele Krisen sind in der Tat vorhersehbar und eindeutig in einer Verschlechterung von Fundamentaldaten begründet. Exzessive Budget- und Zahlungsbilanzdefizite, expansive Geldpolitik, fehlende Bankenaufsicht und Investitionen in mangelhafte Projekte sind Indikatoren für spätere Krisen. Cohen und Portes (2004a) zeigen exemplarisch für verschiedene Krisen die verschiedenen Möglichkeiten. Sie betrachten die Krisen in Argentinien, Ecuador, Mexiko, Korea und der Türkei und Russland, und teilen die Länder in drei Gruppen ein, die jeweils durch hohe oder niedrige Risikoaufschläge und hohe oder niedrige Verschuldung (gemessen am Export) und Zahlungsbilanzdefizite und Budgetdefizite (gemessen am BIP) gekennzeichnet waren.

Während sich für Argentinien und Ecuador deutlich eine Krise in den Fundamentaldaten abzeichnete und in den Risikoaufschlägen reflektiert war, erhielten sie trotz der sich anbahnenden Krise weiterhin Mittel (Cohen und Portes 2004a). Für Russland und die Türkei entwickelten sich die makroökonomischen Daten zwar weniger bedrohlich, aber hier wurden von den Märkten offenbar berechtigterweise politische Probleme antizipiert, die sich entsprechend in den Risikoaufschlägen manifestierten. Im Fall von Mexiko und Korea hingegen kamen die Krisen offenbar überraschend. Obwohl sich ein Leistungsbilanzdefizit in Mexiko entwickelte (und von Dornbusch und Warner (1994) eine Krise vorhergesagt wurde), wurden die Märkte offenbar überrascht.

Aus diesen Beispielen wird deutlich, dass die Disziplinierungsfunktion der Märkte nicht in allen Fällen funktioniert hat, was besonders im Fall von Argentinien evident ist.

Argentinien erhielt trotz einer sich klar abzeichnenden Krise weiter Mittel, die dann wiederum die Bedienung der Verbindlichkeiten zunehmend erschwerten, da hohe Risikoprämien das Auftreten einer Krise wahrscheinlicher machen. Das Auftreten einer Krise ist also in gewissen Maße davon abhängig, was die Märkte erwarten und kann somit in sich selbst erfüllenden Erwartungen begründet sein.

Die Möglichkeit multipler Gleichgewichte ist ein wesentlicher Grund, warum eine Krisenhilfe durch IFIs erforderlich sein kann. Die beschriebenen Marktunvollkommenheiten erfordern das Eingreifen öffentlicher Institutionen, die solventen aber illiquiden Kreditnehmern das Überbrücken kritischer Phasen erleichtern sollen. Ihnen obliegt es, bei auftretenden Krisen einzugreifen, um auf diese Weise die Zahlungsunfähigkeit von Staaten zu verhindern und die sozialen Folgen einer Krise abzumindern. Im Sinne der Sicherstellung der weltweiten Stabilität der Finanzmärkte spielt hier vor allem die Angst vor einer Ausbreitung einer solchen Krise eine wichtige Rolle, die durch rechtzeitiges Eingreifen verhindert werden soll. In dieser Funktion entspricht ihre Aufgabe der einer nationalen Zentralbank bei der Stabilisierung des Finanzsystems.

Allerdings schaffen IFIs nach Meinung vieler Beobachter auch Fehlanreize, die ohne ihre Existenz nicht entstehen würden (Moral Hazard). Die Existenz von IFIs und die Erwartung, dass diese im Zweifelsfall eingreifen werden, um das Auftreten einer Schuldenkrise zu vermeiden oder um ihre Folgen abzumindern, kann Fehlanreize erzeugen bei Gläubigern und Schuldern. Gläubiger sind weniger vorsichtig bei der Gewährung von Krediten, da sie davon ausgehen können, dass sie einen Großteil ihrer Einlagen durch das Eingreifen der IFIs zurückbekommen. Zugleich haben sie wenig Anreiz, sich bei der Bewältigung von Krisen zu engagieren und hier große Zugeständnisse im Sinne einer

Umschuldung oder gar Entschuldung zu machen, wenn sie davon ausgehen können, dass die Verbindlichkeiten durch das Eingreifen der IFIs nahezu vollständig bedient werden. Überdies können sie darauf spekulieren, dass andere Gläubiger sich zu Verzicht bereit erklären, sie selbst aber voll bedient werden.

Moral Hazard auf der Schuldnerseite kann entstehen, weil diese weniger Anreiz haben, Anstrengungen zur Vermeidung einer Krise zu unternehmen bzw. diese sogar zu provozieren, wenn sie im Fall einer Krise Hilfe erwarten können. Allerdings ist Schuldner Moral Hazard weniger wahrscheinlich als Gläubiger Moral Hazard, denn es keineswegs so, dass die IFIs und damit die Steuerzahler der Mitgliedsländer die Kosten der Unterstützung der Schuldnerländer tragen. In nahezu allen Fällen werden die Kredite der IFIs bevorzugt bedient und zurückgezahlt. Somit sind es vorwiegend die Steuerzahler in den Schuldnerländern, die die Kosten der Verschuldung tragen (Jeanne und Zettelmeyer 2002).⁵ Lediglich bei einer Entschuldung werden die Schuldner von einem Teil der Lasten befreit. Wird ein Zahlungsausfall vermieden durch das Eingreifen der IFIs, so kommt dies also vor allem den Gläubigern zugute. Damit stellt sich die Frage, wie der private Sektor in die Bewältigung von Krisen eingebunden werden kann.

4. Kruger vs. Taylor: Die Rolle privater und öffentlicher Institutionen

Ob man die Lösung für die Vermeidung und Bewältigung von Verschuldungskrisen eher bei privaten oder öffentlichen Institutionen sieht, hängt sehr davon ab, ob man an Marktversagen glaubt und deshalb die Rolle der IFIs bei der Vermeidung und Bewältigung in den Vordergrund stellt, oder ob man an das Funktionieren von Märkten glaubt und davon ausgeht, dass IFIs vor allem Moral Hazard erzeugen. Dieser Abschnitt diskutiert die beiden prominentesten Vorschläge aus jeder Kategorie, die offizielle Unterstützung erfahren haben

durch den IWF einerseits und die amerikanische Regierung andererseits. Dabei greift die Position der US-Regierung den Bericht der Meltzer-Kommission auf.

Die vom US-Kongress eingesetzte Kommission unter Leitung von Allan Meltzer (International Financial Institution Advisory Commission 2000) sprach sich für eine weitgehende Revision der Aufgaben der IFIs aus. Demnach sollte sich die Weltbank ganz aus der Vergabe von Krediten zurückziehen und somit auch die finanzielle Unterstützung von Schwellenländern aufgeben. Diese sollten sich stattdessen auf den internationalen Finanzmärkten finanzieren, während die Weltbank sich auf die ärmeren Länder konzentrieren würde und diese mit reiner Entwicklungshilfe unterstützen würde.⁶ Der IWF hingegen sollte explizit die Rolle eines Lenders-of-Last-Resort übernehmen, allerdings nur noch jenen Ländern zur Verfügung stehen, die sich vorher dafür qualifiziert hätten. Krisenhilfe könnten diese nur erwarten, wenn sie vorher durch eine stabile Geld- und Fiskalpolitik, vorsichtige Vergabe von Krediten und Aufsicht ihres Bankensystems, der Vermeidung exzessiver Defizite und der Vermeidung hoher Auslandsverschuldung das Ihre getan hätten, nicht berechtigterweise das Ziel von spekulativen Attacken und dem abrupten Abfluss von Finanzmitteln zu werden.⁷

Ein Problem mit dem Meltzer-Vorschlag ist seine Glaubwürdigkeit. Wie Roubini und Setser (2004) argumentieren, wird es dem IWF im Zweifelsfall schwer fallen abseits zu stehen, wenn insbesondere die USA als wichtigster Anteilseigner Druck zu intervenieren auf ihn ausüben, wie geschehen im Falle Mexikos und Argentinens. Wenn sich aber der

⁵ Damit verbunden sind unter Umständen unerwünschte Umverteilungseffekte im Schuldnerland, die hier nicht weiter betrachtet werden.

⁶ Diese Position wird auch von Bulow und Rogoff (2005) vertreten. Im Widerspruch dazu stehen Cohen et al. (2005).

⁷ Dies erfordert vor allem, dass die Länder sich nicht kurzfristig und in ausländischer Währung zu verschulden, was sie extrem anfällig für „sudden stops“ und Wechselkursänderungen macht. Dies erklärt auch die Unwilligkeit von Schwellenländern zu flexiblen Wechselkursen überzugehen (Calvo und Reinhart 2002, Reinhart und Rogoff 2004), was oft die Ursache von Währungskrisen ist.

wichtigste Geldgeber des IWF nicht einer Intervention enthalten kann, wird die Glaubwürdigkeit der Politik des IWF letztlich durch die USA und ihre politischen Interessen bestimmt.

Das zweite Problem ist, dass dem IWF die Mittel fehlen, als ein echter Lender-of-Last-Resort zu wirken. Eine unbegrenzte Intervention setzt unbegrenzte Mittel voraus oder die Fähigkeit, diese schaffen zu können. Da die Ressourcen des IWF begrenzt sind, kann er allenfalls darauf vertrauen, durch seine Aktion genug Vertrauen zu schaffen um eine Krise zu stoppen. Es ist zweifelhaft, ob das im Krisenfall gelingen wird. Beide Argumente legen nahe, dass der Meltzer-Vorschlag nicht praktikabel ist.⁸

Stattdessen hat der IWF selbst im Spätherbst 2001 vorgeschlagen, einen so genannten Mechanismus zur Umstrukturierung souveräner Schulden (SDRM) zu schaffen (Krueger 2001, 2002a, 2002b). Mit dieser Initiative kam der IWF vielen Forderungen von akademischer Seite und von Nichtregierungsorganisationen entgegen, dass ein formales Insolvenzverfahren für souveräne Staaten geschaffen werde, ohne sich allerdings Forderungen nach einem supranationalen Gerichtshof anzuschließen (Sachs 1995, Sachs 2002, Pettifor 2002).⁹

Dem Vorschlag des IWF hat im April 2002 Staatsekretär John Taylor vom US-amerikanischen Schatzamt einen alternativen Vorschlag entgegengesetzt, der auf Marktmechanismen zur Lösung von Schuldenproblemen vertraut (Taylor 2002). Unter dem Druck der amerikanischen Regierungsposition und dem Widerspruch von Geschäftsbanken wurde der IWF-Vorschlag deshalb relativ stark modifiziert und offiziell zum Teil einer

⁸ Wenn der IWF aber nicht unbegrenzt Mittel schaffen kann, so kann er aber zumindest unter Umständen die Autorität erhalten, Zahlungsstillstände zu erklären und derart Krisen zu stoppen. Das ist ein wesentlicher Bestandteil des Krueger-Vorschlags.

⁹ In diesen Forderungen wird eine Analogie hergestellt zu Paragraphen im amerikanischen Recht, die sich auf private Schuld (Chapter 11) oder auf Gebietskörperschaften (Chapter 9) beziehen. Solche Analogien sind natürlich unvollständig, weil es sich um souveräne Staaten handelt, die nicht aufgelöst und verkauft werden können und das „Management“ nicht ausgewechselt werden kann.

zweistufigen Vorgehensweise herabgestuft, in der auch eine Variante des Taylor-Vorschlags enthalten ist. Dennoch wurde der Krueger-Vorschlag auf der Frühjahrstagung des IWF im April 2003 zu den Akten gelegt.

Beide Verfahren haben eine doppelte Zielsetzung.¹⁰ Zum einen sollen sie hochverschuldeten Staaten aus der Schuldenfalle helfen. Durch eine geordnete Umstrukturierung soll die Gelegenheit geschaffen werden, die Schuldenlast zu reduzieren. Mindestens ist jedoch eine Umschuldung vorgesehen, indem die Kredite zu günstigeren Konditionen und für längeren Zeitraum vergeben werden. Nicht vorgesehen ist, die Schuldner ganz zu entschulden oder das Umstrukturierungsverfahren „zu einfach“ für sie zu machen, um Moral Hazard einzuschränken. Der zweite Aspekt in beiden Verfahren ist die Einbindung des privaten Sektors, indem privaten Gläubiger an der Lösung des Verschuldensproblems beteiligt werden. Da es sich bei den betreffenden Papieren um hochverzinsliche Papiere handelt, ist klar dass die Gläubiger ein Ausfallrisiko tragen, das teilweise realisiert werden soll. Durch eine Beteiligung der Anleger an den Kosten einer Umstrukturierung soll auch hier Moral Hazard unterbunden werden.

Bei der Lösung des US-Schatzamts wird darauf gesetzt, dass in die privaten Schuldverträge Klauseln aufgenommen werden, die ein geordnetes Umstrukturierungsverfahren im Insolvenzfall vorsehen, so genannte „collective action clauses“ (CACs). Dies würde eine Regelung aufgreifen, die seit langem in Papieren englischen Rechts enthalten ist und vorsieht, dass sich eine Mehrheit der Gläubiger (z.B. 80 %) auf Umschuldung und Zahlungsaussetzung einigen können, was dann ebenfalls für den Rest der Gläubiger verbindlich ist. Damit wird verhindert, dass wenige nicht kooperationswillige Gläubiger ein geordnetes Verfahren verhindern, indem sie auf sofortige

¹⁰ Beide Vorschläge werden ausführlich dargestellt und diskutiert in Hefeker (2002).

und vollständige Bedienung ihrer Forderungen klagen.¹¹ Anderenfalls wird sich kaum ein Gläubiger zum Verzicht bereit erklären. Dies Koordinierungsproblem soll vermindert werden, indem sich eine qualifizierte Mehrheit auf eine Um- oder Entschuldung einigen kann, die dann für weitere Gläubiger verbindlich ist.

Der IWF-Vorschlag hingegen sieht vor, dass eine Instanz geschaffen wird, die ein Moratorium von Zahlungen beschließen und somit die Schuldner vor ihren Gläubigern schützen kann. Ist ein solches Verfahren offiziell eingeleitet, wird gemeinsam mit Schuldnern und Gläubigern eine Umstrukturierung der Schuld verhandelt.¹² Die Rolle der Koordination sollte beim IWF liegen, der auch das Verfahren einleitet. Mit seiner Hilfe sollten dann Kriterien entwickelt werden, unter denen der Schuldenum- und -abbau stattfinden kann. Zudem wäre es seine Rolle, dem Schuldner notwendiges Kapital zur Verfügung zu stellen. Durch die Einräumung von bevorzugter Bedienung neuer Gläubiger sollte überdies der Zufluss neuer private Mittel erleichtert werden. Als Streitschlichtungsmechanismus schließlich ist ein Gremium vorgesehen, das in Zusammenarbeit mit dem IWF das Verfahren überwachen und zwischen Gläubiger und Schuldner schlichten soll (Krueger 2002a, 2002b). Vorgesehen ist, dass in diesem Gremium auch Vertreter der Finanzindustrie Platz haben, um deren Interessen zu vertreten. Außerdem bestünde die Möglichkeit des Einsatzes von Kapitalverkehrskontrollen, um den Abfluss von Finanzmitteln aus dem betroffenen Land temporär zu beschränken.

¹¹ Als Beispiel wird meist der Fall „Elliott Associates gegen Peru“ genannt. Die Firma kaufte 1996 Papiere im Wert von 20 Mrd. \$ auf dem Sekundärmarkt auf und widersetzte sich einer Umschuldung, die von Peru angeboten worden war. Um ein Gerichtsverfahren zu vermeiden und die anderen Verhandlungen nicht zu gefährden, akzeptierte Peru einen Vergleich bei dem die potenziellen Kläger mit 56 Mrd. \$ abgefunden wurden. Der Rest der Gläubiger wurde weniger großzügig bedient.

¹² Dabei kann ein solcher Mechanismus auch im Interesse der Gläubiger sein. Gibt es keinerlei Verfahren zur Lösung souveräner Schuldverhältnisse, kann man erwarten, dass der Marktwert der Papiere stärker fällt als dies sonst der Fall wäre (Krueger 2002a).

5. Aufgabenteilung zwischen IFIs und dem privaten Sektor

Die Philosophie der beiden Vorschläge ist somit sehr unterschiedlich. Während Taylor auf die Fähigkeit der Märkte zur eigenen Organisierbarkeit setzt, ist der IWF Vorschlag ein Eingriff in die Märkte. Dieser Abschnitt soll zeigen, dass Elemente beider Vorschläge nötig sind. Weder Märkte noch IFIs alleine sind gegenwärtig in der Lage, Krisen zu vermeiden; und beide sind ebenso wenig in der Lage, Krisen effizient zu bewältigen.

Relativ klar ist, dass etliche Krisen in der jüngeren Vergangenheit hätten vermieden werden können, wenn die Schuldnerländer vorsichtiger mit der Aufnahme von Krediten gewesen wären, und vor allem die Verwendung der Mittel besser kontrolliert worden wäre (Eichengreen 2002, Roubini und Setser 2004). Die Errichtung einer funktionierenden Bankenaufsicht hätte vermutlich einen erheblichen Teil der asiatischen Krise vermieden oder weit weniger schmerzhaft werden lassen. Ebenso hätten die Zeichner von Anleihen vorsichtiger sein müssen und vor allem nicht in Situationen, in denen sich schon eine Krise abzeichnete, weiter neue Mittel geben sollen. Dass beide Aspekte bei der Entstehung von Krisen spielten ist vielfach beschrieben worden und braucht keine weitere Diskussion.

Interessanter ist der Fall der so genannten multiplen Gleichgewichte, in denen das Auftreten einer Krise nicht unvermeidbar, sondern zum Teil vom Verhalten der Marktteilnehmer abhängig ist. Wie oben bereits dargestellt, ist dies die Situation, in der mit geeigneten Mechanismen versucht werden kann, das negative Ergebnis zu verhindern. Nur für den Fall des Marktversagens, indem es zu einer Krise kommt, die ebenso gut hätte vermieden werden können, stellt sich die Frage einer institutionellen Ergänzung und Veränderung. Andernfalls sollte eine konsequente (und unpolitische) Anwendung der existierenden Regeln und Instrumente ausreichen (Roubini und Setser 2004).

Hier liegt ein interessanter Vorschlag von Cohen und Portes (2004b) vor. Sie schlagen vor, dass Länder eine Selbstverpflichtung eingehen, sich nicht zu Zinssätzen zu verschulden,

die die Gefahr sich selbst erfüllender Erwartungen in sich bergen. Ein Land, das sich nicht zu Zinssätzen vor mehr als beispielsweise 3 oder 4 Prozent über LIBOR verschuldet, kann wesentlich weniger leicht in die Schuldenfalle geraten als Länder, die 6 oder 7 Prozent Risikoaufschlag zahlen, denn hohe Aufschläge sind nicht nur ein Symptom sondern auch ein Grund für spätere Krisen. Geringere Zinssätze vermeiden die Gefahr, dass Länder in eine Schuldenfalle geraten und reduzieren zudem ihren Anreiz, durch riskante Projekte aus dieser Situation heraus kommen zu wollen („gambling for resurrection“). Ist diese Ankündigung glaubwürdig und wird sie praktiziert, sollte sich auch die Verschuldungsfähigkeit der Länder verbessern und sie sollten in der Lage sein, sich zu niedrigeren Zinsaufschlägen zu verschulden.¹³

Solch eine Selbstbindung ist glaubwürdiger, wenn ein Mechanismus zu seiner Einhaltung und Überprüfung besteht. Dies könnte durch den IWF geleistet werden, der diese Bindung überprüfen und ihre Verletzung entsprechend publizieren könnte.¹⁴ Zudem würde er mit Ratschlägen und Empfehlungen die Wirtschaftspolitik der Regierung begleiten. Sollte ein Land aufgrund der sich ändernden Lage auf den Finanzmärkten unabsichtlich in den Bereich der zu hohen und ausgeschlossenen Zinssätze geraten und dennoch auf weitere Mittel angewiesen sein, wäre es die Aufgabe der IFIs Mittel zur Überwindung temporärer Liquiditätsschwierigkeiten beizutragen. So kann verhindert werden, dass sich das Land zu erhöhten Risikoaufschlägen verschulden muss und Gefahr läuft, in eine Schuldenfalle zu geraten. Der IWF würde gleichsam vom Lender-of-Last-Resort zum Lender-of-First-Resort (Cohen und Portes 2004b).

¹³ Eine Selbstbindung könnte zudem helfen, den gesamten Schuldenstand gering zu halten. Wie Reinhart et al. (2003) zeigen, sind die meisten Entwicklungs- und Schwellenländer in ihrer Schuldenfähigkeit weit stärker beschränkt als Industrieländer. Sie werden schon bei weitaus geringeren Schuldenständen anfällig für Schuldenkrisen.

¹⁴ Natürlich kann auch der IWF nie vollständig informiert sein. Aber die Kooperation der betroffenen Länder bei der Informationsbereitstellung ist bereits ein deutlicher Indikator für ihre Bereitschaft, sich an die Verpflichtung zu halten.

Damit wäre mindestens sichergestellt, dass Länder nicht länger unabsichtlich und ohne Verschulden in die Situation multipler Gleichgewichte geraten. Unabdingbar wäre natürlich, dass die Funktion des LOFR an die Erfüllung gewisser Bedingungen bezüglich der Wirtschaftspolitik der betroffenen Länder gebunden sein müsste.¹⁵

Die vorherige Qualifizierung von Ländern, die der Meltzer-Bericht geforderte hatte, würde somit in anderer Art eingeführt, was die Akzeptanz des Vorschlags auch bei denen erhöhen sollte, die dem Moral Hazard Problem große Bedeutung beimessen. Aber natürlich stellt sich auch hier die Frage, wie sichergestellt werden kann, dass wirklich nur qualifizierte Länder in den Genuss der Hilfe des IWF kommen. Dies kann nur dann glaubhaft geschehen, wenn auch das Problem der Bewältigung von Verschuldungskrisen gelöst wird. Nur in diesem Fall kann die Drohung, es im Zweifelsfall zur Krise kommen zu lassen glaubhaft sein.

Idealerweise sollte die Unterstützung der IFIs auch als Katalysator für neue private Mittel dienen. Wenn glaubhaft signalisiert werden kann, dass das Land ernsthafte Anstrengungen zur Vermeidung von Krisen macht und dafür die Unterstützung der IFIs hat, sollten auch private Mittel zufließen. Die IFIs würden somit vor allem privaten Geldgeber, die weniger gut informiert sind, signalisieren, dass aus ihrer Sicht eine Investition in dem betroffenen Land sinnvoll und relativ ungefährlich ist (Corsetti et al. 2005). Außerdem würde die Mittelbereitstellung durch die IFIs längerfristig angelegte Reformprogramme der Regierung unterstützen. Gesicherte Mittelzuflüsse machen Reformen möglich, die nicht bereits kurzfristig „Auszahlungen“ erwarten lassen. In jedem Fall sollte der Vorschlag helfen, die Gefahr des Auftretens von Krisen, die nicht in den Fundamentaldaten begründet sind, signifikant zu verringern.

¹⁵ Die vorherige Qualifizierung wird auch in anderem Zusammenhang von Jeanne (2001) gefordert, der einen Versicherungsmechanismus für Länder vorschlägt, der ihnen im Krisenfall hilft. Die Hilfe der IFIs an vorher erfüllte Konditionen zu binden, scheint weitgehend konsensfähig zu sein.

Auch bei der Bewältigung von Krisen besteht erheblicher Reformbedarf, der durch die beiden vorgeschlagenen Verfahren kaum erfüllt ist. Gegen CACs in ihrer herkömmlichen Form spricht vor allem, dass sie jeweils nur für eine Klasse von Papieren gelten.

Es wäre also nötig, da jede Klasse potenziell von anderen Gläubigern gehalten wird, eigene Verhandlungen für jedes Papier zu führen, was kaum als effizient bezeichnet werden kann und zudem Koordinationsprobleme aufwirft.¹⁶

Ein weiteres Problem ist, dass sich traditionell solche Klauseln nur in Papieren englischen Rechts befinden. Und obwohl sich viele Industrieländer bereits 1995 für die allgemeine Verwendung der Klauseln ausgesprochen haben, werden sie erst seit 2003 auf breiter Basis eingesetzt (Roubini und Setser 2005). Selbst wenn eine Umsetzung von CACs in nationales Recht auf breiter Basis erfolgte sollte, stellt jedoch nichts sicher, dass sie in selber Weise interpretiert werden, was für eine universelle Lösung nötig wäre.

Auf jeden Fall aber wird eine Regelung nur für neu emitierte Papiere gelten können, so dass eine umfassende Wirkung erst nach zehn oder noch mehr Jahren zu erreichen ist, wenn alle bislang emitierten Papiere ausgelaufen sind. Um den Prozess der Implementierung zu beschleunigen, wäre nötig, dass ausstehende Papiere umgeschuldet und durch neue Emissionen ersetzt werden, was durch entsprechende Anreize unterstützt werden muss. So könnte die Vergabe von IWF Krediten an die Existenz von CACs in privaten Vereinbarungen gebunden sein oder man könnte mit Unterstützung der IFIs die Konditionen von Ersatzemissionen attraktiver machen (Taylor 2002).

¹⁶ Argentinien z.B. hatte 88 verschiedenen Formen von Anleihen emittiert. Das Problem ist im Vorschlag Taylors angesprochen, der eine Bündelung über verschiedenen Schuldenklassen hinweg vorsieht („super-collective action clauses“). Eine Repräsentationsklausel sieht vor, dass von Seiten der Gläubiger eine Verbindungsstelle zum Schuldner geschaffen wird; eine „Initiationsklausel“ schließt aus, dass eine Minderheit von Gläubigern rechtliche Schritte einleitet und eine Aggregationsklausel fasst Gläubiger über verschiedene Klasse von Papieren hinweg zusammen.

Befürchtet wird außerdem von Schuldnerseite, dass solche Klauseln die Mittelaufnahme verteuern könnten, da quasi bereits bei der Emission auf etwaigen Zahlungsausfall hingewiesen wird. Diese Furcht, so haben Untersuchungen gezeigt, ist allerdings so pauschal kaum gerechtfertigt (Eichengreen et al. 2003). Länder, die bereits Investmentstatus haben können sich sogar günstiger verschulden, während andere allerdings mehr bezahlen müssen, wenn sie entsprechende Klauseln aufnehmen. Trotzdem bleibt potenziell die Gefahr bestehen, dass eine Verlagerung der Emissionen in jene Länder stattfinden könnte, die solche Klauseln nicht in ihr Recht aufnehmen.

Schließlich ist zu beachten, dass auch CACs nicht in jedem Fall eine einvernehmliche Lösung erzwingen können. Gelingt es einem Gläubiger so wie „Elliott Associates“ eine Sperrminorität an Papieren zusammen zu kaufen auf dem Sekundärmarkt, kann er den Prozess wie bisher aufhalten. Während dies einerseits eine Einigung erschwert, stellt es allerdings andererseits sicher, dass die Rechte der Gläubiger nicht allzu stark beschnitten werden.

Doch auch der IWF-Vorschlag ist nicht unproblematisch. Auch seine Implementierung erfordert eine Überführung in nationales Recht, da sonst auf nationaler Ebene weiter die Gefahr von Klagen gegen ein Zahlungsmoratorium bestünde. Die relativ einfachste Art wäre eine Änderung der Statuten des IWF zu beschließen, die dann durch die internationale Verpflichtung der Mitgliedsstaaten Vorrang vor dem nationalen Recht hätte. Somit könnte die Wirksamkeit des Mechanismus sichergestellt werden. Für die Änderung der IWF-Statuten wäre allerdings eine qualifizierte Mehrheit von 85 % nötig, was den USA eine Sperrminorität einräumt.

Ein großer Vorteil hingegen wäre, dass ein SDRM für alle Klassen von Schuldpapieren gelten würde. Damit entfielen die Notwendigkeit für jede Klasse ein Verfahren gleich welcher Art einzuleiten. Auch vorteilhaft wäre, dass das Übergangsproblem auf elegante Art gelöst

würde, da ein solches Verfahren ab der Implementierung wirksam wäre und keinerlei weiteren Verzögerungen unterliegen würde.

Während die USA klar gemacht haben, dass sie mindestens im Moment nicht daran denken, einer Einführung des SDRM zuzustimmen, wird wenig unternommen, die von Taylor vorgeschlagenen Idee der erweiterten CACs zu implementieren. Bislang verbleibt die Einführung der einfachen CACs dem Markt überlassen, wobei allerdings die Drohung, im Zweifelsfall den SDRM-Vorschlag wiederzubeleben, zu ihrer verbreiteten Anwendung beigetragen haben mag (Roubini und Setser 2004). Somit scheint eine Strategie, die die Förderung von CACs vorsieht um ihre Akzeptanz und Umsetzung zu fördern, gleichzeitig aber damit droht, im Falle des Scheiterns zurückzugreifen auf den IWF-Vorschlag erfolgreich zu sein (Eichengreen et al. 2003). Was allerdings fehlt, ist eine eindeutige Zeitvorgabe bis wann dies geschehen soll.

Gleichwohl ist die breitere Verwendung von CACs zu begrüßen, stellt sie doch einen Beitrag zur Lösung dar. Solange aber keine Aggregationsklauseln eingeführt sind, bleibt das Problem der Koordination verschiedener Papiere bestehen. Historische Erfahrungen weisen hier auf einen Mechanismus hin, der einen weiteren wichtigen Beitrag zur Bewältigung von Schuldenkrisen leisten könnte. So genannte Vereinigungen von Anleihenbesitzern (bondholder committees) hatten einen erheblichen Anteil an der Bewältigung der Schuldenkrisen in den 1930er Jahren (Eichengreen und Portes 1989, Mauro und Yafeh 2003, Esteves 2005).¹⁷

In diesen rein privatwirtschaftlichen Vereinigungen hatten sich die inländischen Käufer von ausländischen Anleihen zusammengeschlossen, um gemeinsam ihre Interessen gegenüber

¹⁷ In Großbritannien wurde 1868 der Council of Foreign Bondholders gegründet, entsprechende nationale Vereinigungen folgten 1876 in den Niederlanden, 1898 in Frankreich und Belgien, 1927 in Deutschland und 1923 in den USA (Esteves 2005).

den Schuldnern zu vertreten.¹⁸ Im Bedarfsfall wurden die Halter der betroffenen Papiere zusammengerufen und eine kleine Führungsgruppe mit den Verhandlungen mit den Schuldnern betraut, die in der Lage war Um- oder Entschuldungen auszuhandeln, die dann den Anlegern zur Annahme empfohlen wurden. Zwar lag die Entscheidung anzunehmen oder nicht letztlich bei der einzelnen Anlegern, aber die Empfehlungen wurden überwiegend allgemein akzeptiert.

Einzelne Anleger ihrerseits hatten einen Anreiz den Vereinigungen beizutreten, weil sie auf diese Weise besser informiert waren und das Kollektivproblem bei Verhandlungen lösen konnten. Insbesondere die Information, ob bestimmte Länder bereits einzelnen Anlegern gegenüber im Zahlungsrückstand waren, war eine anders nicht verfügbare Information.

Nationale Vereinigungen wiederum arbeiten im Bedarfsfall zusammen und machten damit umfassende Einigungen möglich, die auch im Interesse der Schuldner waren. Diese Zusammenarbeit war insbesondere nötig, um Ländern, die sich unkooperativ gegenüber den Gläubigern verhielten, den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten zu verbauen und auf diese Weise deren Kooperation bei Verhandlungen sicherzustellen (Mauro und Yafeh 2003).

Durch dieses gemeinsame Vorgehen der Gläubiger war ein relativ geordnetes Verfahren zur Bewältigung von Verschuldungskrisen möglich. Da häufig bereits im Vorfeld von Zahlungsunfähigkeiten die Vereinigungen durch die Schuldner kontaktiert werden konnten, um über Umschuldungen und Zahlungsmoratorien zu verhandeln und eine gemeinsame Lösung zu finden, kam es zudem weniger häufig zu Schuldenkrisen. Auch die Dauer etwaiger

¹⁸ Dennoch nahmen bisweilen Regierungen Einfluss auf die Vereinigungen und damit auf die Verhandlungen, wenn sie auch nicht offiziell eingriffen, um die Interessen der nationalen Anleger zu schützen (Eichengreen und Portes 1989) bzw. um die Vereinigungen als Instrument der Außenpolitik zu benutzen (Mauro und Yafeh 2003).

Krisen war erheblich geringer, da durch die Vereinigungen relativ effizient verhandelt werden konnte.

Die guten historischen Erfahrungen, sollten freilich nicht darüber hinwegtäuschen, dass auch diese Lösung nicht perfekt ist. Auch hier ist immerhin denkbar, dass eine Minderheit sich entschließt, einer Umschuldungsvereinbarung nicht zuzustimmen und lieber zu klagen. Auch könnten die Vereinigungen nicht verhindern, dass die betroffenen Länder versuchen, sich anderswo Mittel zu besorgen. Der Zugang zu den Finanzmärkten ist heute weniger leicht zu blockieren als dies früher der Fall war, was einen relativen Machtverlust für die Gläubigervereinigungen implizieren mag. Dennoch aber sollte die Informationsasymmetrie zwischen den Gläubigern deutlich reduziert werden können.

Allerdings ist ein Zahlungsstillstand und eine geordnete Um- und Entschuldung nicht in jedem Fall ausreichend. Wenn akuter Mittelbedarf herrscht, ist zum einen weiterhin der IWF aufgefordert, trotz Zahlungsstillstands neue Mittel zu vergeben, so wie das bereits oben für den Lender-of-First-Resort beschrieben wurde. Dies wird mindestens solange nötig sein, bis eine explizite Senioritätsstruktur auch für private Anlagen geschaffen ist, der gemäß neuere Anlagen vor älteren bedient werden müssen. Ansonsten herrscht das Problem, dass neue Anleger immer gegenüber älteren benachteiligt sind, da ihre Forderungen verwässert werden, wenn etwaige Rückzahlungen mit früheren Geldgebern geteilt werden müssten. Das kann vermieden werden durch die Schaffung einer expliziten zeitlichen Struktur, die im Moment noch nicht besteht. Zwar werden in aller Regel die Forderungen der offiziellen Geldgeber zuerst bedient, aber für private Anlagen fehlt dies bisher (Borensztein et al. 2005). Aus diesem Grund findet sich kein privater Geldgeber, der im Fall von Zahlungsschwierigkeiten von Ländern bereit wäre, mehr Mittel nachzuschießen. Allerdings besteht auch gegen eine solche Regelung erheblicher Widerstand, da sich frühere Kapitalgeber benachteiligt fühlen, wenn sie befürchten müssen, dass andere Anleger bevorzugt bedient werden. Eine solche

Regelung wäre zwar effizient, aber vermutlich schwer politisch durchzusetzen. Aus diesem Grund wird diese Rolle vermutlich weiterhin von den IFIs übernommen werden müssen.

6. Schlussfolgerung

In der letzten Dekade hat das internationale Finanzsystem etliche Schuldenkrisen erlebt, die nicht nur auf die betroffenen Länder erhebliche Auswirkungen gehabt haben. Die Frage, wie sich diese vermeiden, mindestens aber besser und effizienter bewältigen lassen, bleibt unbeantwortet. Zwar wurden erhebliche Fortschritte gemacht, aber nach wie vor fehlt ein Mechanismus, der helfen könnte das Auftreten von multiplen Gleichgewichten zu verhindern. Und nach wie vor fehlt ein Weg, das Koordinationsproblem zwischen einzelnen Gläubigern zu vermindern, das durch die vermehrte Anleihefinanzierung entstanden ist.

Die hier diskutierten Vorschläge, die verschiedenen offenen Flanken zu schließen, sollten aber nicht darüber hinweg täuschen, dass sie, selbst wenn sie umgesetzt würden, kaum die Verschuldungsproblematik insgesamt lösen werden. Dazu sind sie in ihrem Anspruch viel zu beschränkt. Sie beschränken sich die so genannten Schwellenländer, sind also keine Lösung für die wirklich armen Länder, denen nicht mit einer Umstrukturierung oder einem Teilabbau ihrer Schuld gedient ist. Es wird sich zeigen müssen, ob HIPC die Lösung für diese Länder ist. Sie lassen auch die Frage offen, was mit inländischer Verschuldung und der Verschuldung bei anderen Staaten passieren soll. Auch private Schuldverhältnisse sind nicht abgedeckt, da sich die Vorschläge auf souveräne Schulden beschränken. Denn sowohl in Mexiko wie in Russland und Brasilien handelte es sich vorwiegend um inländische Schuld, die nicht bedient werden konnte und in Korea und Indonesien waren es vorwiegend private Unternehmen und Banken, die ihre Schuld nicht bedienen konnten.

Essentiell für den Erfolg aller Vorschläge aber ist, dass die politische Einflussnahme auf die IFIs unterbleibt. Alle Regeln sind solange unglaubwürdig, wie einzelne Staaten davon

ausgehen können, dass man aus politischen Gründen für sie Ausnahmen machen wird, sei es weil sie zu dicht an den USA liegen oder sie als zu wichtig gelten. Die strikte Anwendung von Konditionalität für die Unterstützung durch IFIs ist unabdingbar, wenn Moral Hazard vermieden soll. Die unbestreitbare Tatsache, dass Marktversagen auftreten kann, ist kein Grund, dies Problem aus den Augen zu verlieren. Renovierungsarbeiten an der Internationalen Finanzarchitektur erfordern zuerst eine Begrenzung der politischen Diskretionarität.

Literaturverzeichnis

- Aizenman, Joshua (2003) Reforming the Global Financial System, Global Policy Brief 2, Center for Global International and Regional Studies, University of California, Santa Cruz.
- Borensztein, Eduardo, Marcos Chamon, Olivier Jeanne, Paolo Mauro und Jeromin Zettelmeyer (2005) Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention, IMF Occasional Paper 237.
- Bulow, Jeremy und Kenneth Rogoff (2005) Grants versus Loans for Development Banks, *American Economic Review* 95 (Papers and Proceedings), 393-397.
- Calvo, Guillermo (1998) Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops, *Journal of Applied Economics* 1, 35-54.
- Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart (2002) Fear of Floating, *Quarterly Journal of Economics* 117, 379-408.
- Chang, Roberto und Andrés Velasco (2001) A Model of Financial Crises in Emerging Markets, *Quarterly Journal of Economics* 116, 489-517.
- Cohen, Daniel und Richard Portes (2004a) Dealing with Destabilizing Market Discipline, NBER Working Paper 10533.
- Cohen, Daniel und Richard Portes (2004b) Towards a Lender of First Resort, CEPR Discussion Paper 4615.
- Cohen, Daniel, Pierre Jacquet und Helmut Reisen (2005) Beyond „Grants vs. Loans“: How to Use ODA and Debt for Development, mimeo, OECD Development Centre.
- Corsetti, Giancarlo, Bernardo Guimaraes, Nouriel Roubini (2005) International Lending of Last Resort and Moral Hazard: A Model of the IMF's Catalytic Finance, erscheint in *Journal of Monetary Economics*.
- Diamond, Douglas (1984) Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies* 51, 393-414.
- Dornbusch, Rudiger und Alejandro Werner (1994) Mexico: Stabilization, Reform and No Growth, *Brookings Papers of Economic Activity* 1, 253-297.
- Edwards, Sebastian (2004) Financial Openness, Sudden Stops, And Current-Account Reversals, *American Economic Review* (Papers and Proceedings) 94, 59-64.
- Eichengreen, Barry (2002) *Financial Crises and What to Do About Them*, Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, Barry, Kenneth Kletzer und Ashoka Mody (2003) Crises Resolution: Next Steps, *Brookings Trade Forum*, 279-352.
- Eichengreen, Barry, Kenneth Kletzer und Ashoka Mody (2005) The IMF in a World of Private Capital Markets, NBER Working Paper 11198.

- Eichengreen, Barry und Richard Portes (1989) Settling Defaults in the Era of Bond Finance, *World Bank Economic Review* 3, 211-239.
- Estves, Rui Pedro (2005) Quis Custodiet Quem? Sovereign Debt and Bondholder's Protection Before 1915, mimeo, University of California, Berkeley.
- Hefeker, Carsten (2002), Ein Insolvenzrecht für souveräne Staaten?, *Wirtschaftsdienst*, Heft 11, 684-688.
- International Financial Institution Advisory Commission (Meltzer-Kommission) (2000), Report, Washington: US-Congress.
- Jeanne, Olivier (2001) Sovereign Debt Crises and the International Financial Architecture, mimeo, International Monetary Fund.
- Jeanne, Olivier und Jeromin Zettelmeyer (2002) International Bailouts, Moral Hazard and Conditionality, *Economic Policy* 33, 407-432.
- Kaminsky, Graciela, Carmen Reinhart und Carlos Vegh (2004) When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies, *NBER Macroeconomics Annual* 19, 11-53.
- Krueger, Anne (2001) International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm.
- Krueger, Anne (2002a) A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, Washington: International Monetary Fund.
- Krueger, Anne (2002b) Sovereign Debt Restructuring and Dispute Resolution (www.imf.org/external/np/speeches/2002/060602.htm)
- Mauro, Paulo und Yishay Yafeh (2003) The Corporation of Foreign Bondholders, IMF Working Paper 03/17.
- Pettifor, Anne (2002) Chapter 9/11? Resolving International Debt Crises-The Jubilee Framework for International Insolvency, www.jubileeplus.org.
- Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and Ayhan Kose (2003) The Effects of *Financial Globalization on Developing Countries*, IMF Occasional Paper 220.
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff (2004) The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, *Quarterly Journal of Economics* 119, 1-48.
- Reinhart, Carmen, Kenneth Rogoff und Miguel Savastano (2003) Debt Intolerance, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1-74.
- Roubini, Nouriel und Brad Setser (2004) *Bailouts or Bail-Ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Washington: Institute for International Economics.
- Sachs, Jeffrey (1995) Do We Need an International Lender of Last Resort, Frank Graham Memorial Lecture, Princeton University, April 20.

Sachs, Jeffrey (2002) Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries, *Brookings Papers of Economic Activity* 1, 257-286.

Sturzenegger, Federico und Jeromin Zettelmeyer (2006) *Defaults in the 90s: Learning to Deal with Crises*, erscheint bei MIT-Press.

Taylor, John (2002) Sovereign Debt Restructuring: A US Perspective, (<http://www.treas.gov/press/release/po2056.htm>).