ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Huss, Hans-Joachim; Nunnenkamp, Peter

Article — Digitized Version

Finanzinnovation und Schuldenerlaß - Wege zu einem effizienteren Management der Auslandsschulden von Entwicklungsländern?

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:
Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Huss, Hans-Joachim; Nunnenkamp, Peter (1987) : Finanzinnovation und Schuldenerlaß - Wege zu einem effizienteren Management der Auslandsschulden von Entwicklungsländern?, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 2, pp. 110-125

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/4102

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Finanzinnovationen und Schuldenerlaß – Wege zu einem effizienteren Management der Auslandsschulden von Entwicklungsländern?*

Von **Hans-Joachim Huss** und **Peter Nunnenkamp**

Ein zentrales Thema der Diskussionen um die zukünftige weltwirtschaftliche Entwicklung bilden immer noch die Zahlungsprobleme hochverschuldeter Entwicklungsländer. Die Strategien, die von den betroffenen Schuldnerländern, den westlichen Geschäftsbanken und den internationalen Organisationen einzuschlagen wären, um Verschuldungskrisen zu überwinden, sind weiterhin stark umstritten. Weitgehend einig ist man sich lediglich darüber, daß der traditionelle Weg kurzfristiger Umschuldungs- und Rettungsaktionen nicht ausreicht, die ökonomische Situation der Schuldnerländer nachhaltig zu verbessern und normale marktmäßige Gläubiger-Schuldner-Beziehungen wiederherzustellen. Auch die Weiterentwicklung dieser Strategie durch den sogenannten Baker-Plan hat den Hauptschuldnern bislang kaum geholfen, auf einen stabilen Wachstumspfad zurückzufinden und ihre internationale Kreditwürdigkeit wiederzugewinnen. Die Ende 1985 unterbreitete Initiative des amerikanischen Finanzministers forderte wirtschaftspolitische Korrekturen der Schuldner, weiteres "involuntary lending" der Geschäftsbanken und zusätzliche öffentliche Kredite[1]; in keinerlei Hinsicht ist bisher ein durchschlagender Erfolg zu beobachten:

- Abgesehen von der Weigerung der Industrieländer, die Transferprobleme von Entwicklungsländern durch Liberalisierung überwinden zu helfen, lassen konsistente und umfassende Wirtschaftsreformen insbesondere in der Problemregion Lateinamerika immer noch auf sich warten[2].
- Die Nettoneuzuflüsse von Bankkrediten in die Entwicklungsländer sind in jüngster Vergangenheit weiter zurückgegangen[3].
- Selbst der Strom öffentlicher Neukredite in die vom Baker-Plan angesprochenen 15 Hauptschuldnerländer halbierte sich nach 1983/84[4].

---

*Dieser Beitrag ist im Rahmen eines Forschungsprojekts über die optimale Struktur des Kapitaltransfers zwischen Industrie- und Entwicklungsländern entstanden, das von der Deutschen Forschungsgemeinschaft gefördert wird.

[1] Der Baker-Plan wird z.B. diskutiert von Georg Junge, "Die schweizerischen Banken und die Schuldenkrise der Dritten Welt". Annuaire Suisse-Tiers Monde, Vol. 6, Genf 1986, S. 143-158; Peter Nunnenkamp, Das internationale Schuldenproblem: Ein Fall für die Regierungen der Gläubigerländer? Eine kritische Analyse des Baker-Plans. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 117, Januar 1986.

[2] Vgl. zu Brasilien Bernhard Fischer, Brasilien ohne Inflation? Eine kritische Würdigung des Cruzado-Planes. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 124, September 1986; zu Argentinien Ulrich Hiemenz, "Wirtschaftsreform in Argentinien. Meisterwerk der Stabilisierungspolitik oder halbherziges Stückwerk?" Lateinamerika Nachrichten, Vol. 14, St. Gallen 1986, Nr. 1, S. 1-18.

[3] Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte. Basel, lfd. Jgg. Für Lateinamerika, das in den Jahren 1980-1982 durchschnittlich weit mehr als 20 Mrd. US-$ an Neukrediten erhielt, schrumpfte der Neuzufluß kontinuierlich von knapp 8 Mrd. US-$ (1983), über 5,7 und 1,3 Mrd. US-$ (1984 und 1985) auf -0,5 Mrd. US-$ im Jahre 1986.

[4] Im Jahre 1986 (6,5 Mrd.US-$) war ein weiterer Rückgang gegenüber dem Vorjahr (7,4 Mrd. US-$) zu beobachten; 1983/84 waren es durchschnittlich knapp 14 Mrd. US-$. Vgl. Morgan Guaranty Trust Company of New York, World Financial Markets, New York, lfd.Jgg.

Vor diesem Hintergrund wird zunehmend bezweifelt, daß eine Rückkehr zu marktmäßigen Gläubiger-Schuldner-Beziehungen auf der Grundlage der bisher verfolgten Strategie möglich ist[5]. Die Schwierigkeiten, die Geschäftsbanken zu vermehrter Kreditvergabe zu veranlassen und die notwendige Übergangsfinanzierung bei wirtschaftspolitischen Anpassungsprogrammen der Entwicklungsländer sicherzustellen, sind unübersehbar. Eine Reihe von Banken fürchtet, daß dem schlechten Geld gutes nachgeworfen wird. Insbesondere kleinere Institute nehmen eine Außenseiterposition ein und versuchen, sich der Neukreditvergabe im Rahmen von Umschuldungen, die von den Bankkonsortien getragen werden, zu entziehen[6].

Viele Beobachter stellen die traditionelle Vorgehensweise bei der Bekämpfung von Zahlungsproblemen grundsätzlich in Frage. Sie halten einen Schuldenerlaß für unverzichtbar, um danach zu normalen Kreditbeziehungen zurückkehren zu können. Im folgenden wird diese Position am Beispiel jüngerer Vorschläge zunächst erläutert und kritisch beleuchtet. Vorbehalte gegenüber einem Schuldenerlaß bestehen nicht zuletzt bei den internationalen Organisationen, vor allem aber bei den westlichen Geschäftsbanken. Von dieser Seite sind deshalb Vorschläge unterbreitet worden, wie die derzeitige Strategie verbessert werden könne. Man hofft, durch neue Verschuldungsformen oder Finanzinnovationen einen Erlaß von Schulden vermeiden zu können. Anschließend geht es vor allem darum zu prüfen, ob das Schuldenmanagement mit Hilfe von Finanzinnovationen nachhaltig verbessert werden kann, welche volkswirtschaftlichen Kosten dabei anfallen und insbesondere welche wirtschaftspolitischen Anpassungserfordernisse Instrumente wie "debt-equity swaps" an die Schuldnerländer stellen.

Pläne zum Schuldenerlaß und ihre Bewertung

Darstellung ausgewählter Vorschläge

Bei den verschiedenen Vorschlägen zum Erlaß von Auslandsverbindlichkeiten überschuldeter Entwicklungsländer werden die Gläubiger aufgefordert, auf Teile der Schuld selbst oder fällige Zinszahlungen zu verzichten. Die nachträgliche Änderung der Konditionen bedeutet, daß die Kreditgeber möglicherweise bereits eingetretene Verluste tatsächlich realisieren. Von den westlichen Geschäftsbanken werden Konzessionen verlangt, wie sie von öffentlichen Gläubigern wie z.B. der Bundesrepublik Deutschland im Rahmen der Entwicklungshilfe zumindest teilweise bereits eingeräumt worden sind[7]. Dies wird damit begründet, daß

---

[5] Vgl. William R. Cline, "Debt Strategy: Staying the Course". Economic Impact, Vol. 59, Washington 1987, Nr. 3, S. 35-41.

[6] Vgl. Maxwell Watson et al., International Capital Markets. International Monetary Fund, International Economic and Financial Surveys. Washington 1986, S. 60 ff. Die für die einzelnen Schuldnerländer jeweils unterschiedlich zusammengesetzten Konsortien umfassen alle Banken, die sich zu Beginn der Schuldenkrise im Jahre 1982 in einer Gläubigerposition gegenüber dem jeweiligen Land befanden. In der Regel wird die Beteiligung an den neu gewährten Krediten im Rahmen von Umschuldungen entsprechend den Anteilen der einzelnen Institute an den gesamten Bankforderungen im Jahre 1982 festgelegt. Üblicherweise werden die Kreditverhandlungen von dem "Advisory Committee", einer Koordinierungsgruppe aller betroffenen Banken, geführt und das Ergebnis allen Mitgliedern des Konsortiums zur Bewilligung vorgelegt. Für die Teilnahme am Umschuldungspaket gibt es zwar keine formalen Zwänge; die Großbanken haben es bislang aber verstanden, durch "peer-pressure" die meisten der involvierten Banken zur Beteiligung zu bewegen.

[7] Zu einer kritischen Bewertung der nachträglichen Änderung von Kreditkonditionen im Bereich der Entwicklungshilfe vgl. George C. Abbott, "Retroactive Terms Adjustment". Intereconomics, Vol. 21, Hamburg 1987, Nr. 4, S. 182-189.

sich die bis Mitte der achtziger Jahre vorherrschende Auffassung als falsch erwiesen habe, nach der die Schuldendienstprobleme vieler Entwicklungsländer lediglich zeitlich befristete Liquiditätsengpässe widerspiegeln würden. Vielmehr müsse eine dauerhafte Insolvenz vieler Schuldner unterstellt werden[8]. Analog zum Konkurs eines Unternehmens müßten die Gläubiger deshalb zumindest auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten; dies sei bisher nur deshalb nicht in systematischer Weise erfolgt, weil keine internationale Konkursordnung für den Fall der Zahlungsunfähigkeit von Staaten existiere.

Unter den konkreten Plänen, die z.T. zu Gesetzesvorlagen im US-Kongreß führten, sind vor allem die folgenden zu nennen:

- Der Bradley-Plan[9] basiert auf der Annahme, daß Neukredite im Rahmen der bisherigen Strategie eine Lösung der Schuldenprobleme weiter verzögern würden; selbst bei optimaler wirtschaftspolitischer Anpassung der Empfängerstaaten sei der Schuldendienst nicht vereinbarungsgemäß zu leisten. Ein Vergleich zwischen Schuldnern und Gläubigern sei unverzichtbar. Dieser Plan sieht vor, daß die Banken in einer Periode von drei Jahren jährlich auf drei Prozentpunkte der Zinsen und 3 vH der Kontraktschuld verzichten. Im Gegenzug sollen die begünstigten Entwicklungsländer Anpassungsprogramme implementieren, um am Ende der Dreijahresfrist die volle Bedienung ihrer Auslandsverbindlichkeiten wieder aufnehmen zu können.
- Von Jeffrey Sachs stammt der Vorschlag, jenen Ländern der Dritten Welt den Schuldendienst zu erlassen, deren Pro-Kopf-Einkommen in den letzten Jahren um mindestens 15 vH zurückgegangen ist[10]. In diesem Fall soll für einen festgelegten Zeitraum auf Zinszahlungen verzichtet werden. Bei Einkommenseinbußen von 15-25 vH soll die Periode der Begünstigung fünf Jahre betragen, bei darüber hinausgehenden Einbrüchen sind zehn Jahre vorgesehen.
- Eine Reihe weiterer Vorschläge basiert auf dem sog. Kenen-Plan[11]. Dieser zielt darauf ab, daß eine internationale Institution Schulden von Entwicklungsländern mit einem Abschlag aufkauft. Der Nachlaß soll dabei den Schuldnerstaaten zugute kommen. Ergänzend ist angeregt worden, den Abschlag auf der Grundlage der Preisnotierung auf den Sekundärmärkten für Altschulden zu bemessen[12]. Über die Finanzierung des Schuldenerlasses werden zumeist nur vage Aussagen gemacht; in der Regel wird eine öffentliche Finanzierung ins Auge gefaßt. Eine neuere Variante, der Mistry-Plan[13], sucht den staatli-

---

[8] Vgl. z.B. Stephany Griffith-Jones, "Learning to Live with Crisis". The Banker, London, September 1987, S. 23-45.

[9] Vgl. B. Bradley, "Defusing the Latin Debt Bomb". Washington Post, 5. Oktober 1986; eine Erörterung des Bradley-Plans findet sich bei Cline, a.a.O., S. 39.

[10] Vgl. Jeffrey D. Sachs, "Managing the LDC Debt Crisis". Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 15, Washington 1986, S. 397-431.

[11] Vgl. Peter Kenen, "A Bailout Plan for the Banks". The New York Times, 6. März 1983.

[12] Danach ergäbe sich eine starke Differenzierung im Grad der Begünstigung einzelner Schuldnerländer. Im März 1987 wurden nach Angaben der Shearson Lehman Brothers Loan Transaction Group die Auslandsschulden auf den Sekundärmärkten wie folgt bewertet (in vH des ursprünglichen Kontraktwertes): Kolumbien 86 vH; Philippinen und Venezuela ca. 70 vH; Argentinien, Brasilien und Chile gut 60 vH; Mexico 57 vH; Peru 16 vH. Vgl. Carl B. Weinberg, "Secondary Markets for Bank Loans and Debt-for-Equity Swaps". Shearson Lehman Brothers (Eds.), Prospects, New York, 20. März 1987, S. 1-4; Wolfgang Spieles, "Debt-Equity Swaps and the Heavily Indebted Countries". Intereconomics, Vol. 20, Hamburg 1987, Nr. 3, S. 120-124.

[13] Vgl. Percy Mistry, "Third World Debt: Beyond the Baker Plan". The Banker, London, September 1987, S. I-VIII.

chen Finanzierungsanteil gering zu halten, indem sich eine von der Weltbank zu verwaltende sog. "debt restructuring facility" weitestgehend auf dem internationalen Kapitalmarkt refinanziert.

Ein Vergleich der verschiedenen Ansätze zeigt, daß Sachs und Bradley eher auf eine Verständigung zwischen den Schuldnern und den westlichen Geschäftsbanken bauen. Die Rolle der Regierungen der Gläubigerstaaten scheint auf "moral suasion" begrenzt zu bleiben; die Kosten eines derartigen Schuldenerlasses würden also vornehmlich von den Banken zu tragen sein. Die auf dem Kenen-Plan basierenden Vorschläge dagegen sehen, wenn auch im unterschiedlichen Maß, eine öffentliche Übernahme der Kosten vor. Ein Schuldenerlaß gemäß Sachs dürfte die stärksten Cash-flow-Erleichterungen für die begünstigten Länder bewirken. Allerdings bleiben die Entlastungen auf einen begrenzten Zeitraum befristet; diese Beschränkung gilt nicht für die anderen Vorschläge, weil sie die Streichung eines Teils der aufgelaufenen Schuldtitel vorsehen. Der Sachs-Plan definiert zudem die Zielgruppe vergleichsweise eng. In dieser Hinsicht sind die Vorstellungen gemäß Kenen erheblich weniger restriktiv, da prinzipiell alle im Ausland verschuldeten Entwicklungsländer in den Genuß der Erleichterungen kommen können.

Ökonomische Bewertung des Schuldenerlasses

Die Befürworter der genannten Pläne betrachten einen zumindest partiellen Schuldenerlaß als unausweichliche Konsequenz des Scheiterns der traditionellen Versuche, Zahlungsprobleme dauerhaft zu überwinden. Sie halten eine tiefgreifende Revision des überkommenen Schuldenmanagements aus mehreren Gründen für vorteilhaft[14]. Einem Schuldenerlaß wird zunächst zugute gehalten, daß er für eine gerechtere Verteilung der unvermeidbaren Anpassungslasten zwischen Schuldnern und Gläubigern sorgen würde[15]. Von den bisherigen Erfolgen bei der Bekämpfung akuter Schuldenkrisen hätten fast ausschließlich die Geschäftsbanken und die Gläubigerstaaten profitiert. So sei es zwar gelungen, die Stabilität des westlichen Finanzsystems zu sichern und die Widerstandsfähigkeit der Banken gegenüber Zahlungsausfällen in der Dritten Welt zu stärken. Die Kosten hierfür hätten aber vorwiegend die Schuldnerländer mit erheblichen Einkommenseinbußen, sinkenden Reallöhnen, steigender Arbeitslosigkeit und drastischen Investitionskürzungen zu tragen. Die auf den Sekundärmärkten sichtbaren Abschläge, die anbietende Banken auf den ursprünglichen Kontraktwert der Schulden vorgenommen hätten, würden nur den Käufern dieser Titel, zumeist andere Banken oder Auslandsinvestoren, nicht jedoch den Schuldnern nutzen.

Neben Verteilungsaspekten werden Effizienzgesichtspunkte zugunsten eines Schuldenerlasses ins Feld geführt. Die wirtschaftliche Notlage vieler Entwicklungsländer begründe eine bankrottähnliche Situation dieser Staaten. Angesichts starker Einkommenseinbußen würde eine fortgesetzte Bedienung der Auslandsschulden enorme Risiken für die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung sowie die soziale und politische Stabilität in sich bergen. Ein heutiges Beharren auf Rückzahlung würde – so wird argumentiert – letztlich die Zahlungsfähigkeit in der Zukunft so nachhaltig beeinträchtigen, daß ein Schuldenerlaß auf längere Sicht selbst für die Gläubiger vorteilhaft wäre[16]. Ein Schuldenerlaß würde neue Wachstumschancen in der Dritten Welt eröffnen. Die Hoffnungen auf eine Umkehr von Einkommenseinbußen zu neuem Wachstum stützen sich zumeist auf die folgende Wirkungskette: Bei

[14] Die wichtigsten Argumente finden sich z.B. bei Mistry, a.a.O.

[15] Vgl. ergänzend Griffith-Jones, a.a.O.; Stanley Fischer, "Sharing the Burden of the International Debt Crisis". The American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 77, Menasha, Wisc., 1987, S. 165-170.

[16] Vgl. Sachs, a.a.O., S. 421.

einem geringeren Schuldendienst stünden mehr Mittel für notwendige Importe zur Verfügung; höhere Importe wiederum würden mehr Produktion und Beschäftigung in den Schuldnerländern ermöglichen. Dies läge nicht nur im Interesse der Dritten Welt, sondern käme auch dem weltwirtschaftlichen Wachstum zugute und würde die erforderlichen strukturellen Anpassungen in Entwicklungs- und Industrieländern erleichtern.

Andererseits ist bei einem Schuldenerlaß jedoch mit erheblichen volkswirtschaftlichen Kosten zu rechnen. Diese könnten nicht zuletzt auf die Dritte Welt selbst zukommen, zum einen auf diejenigen Länder, die durch eine bevorzugte Behandlung der überschuldeten Länder diskriminiert werden, zum anderen aber auch auf die angeblich Begünstigten. Ein Schuldenerlaß ist vorrangig für solche Staaten vorgeschlagen worden, die in jüngerer Vergangenheit nachhaltige Schwierigkeiten hatten, den ursprünglich vereinbarten Schuldendienst termingerecht zu leisten. Es ist kaum noch umstritten, daß diese Probleme durch wirtschaftspolitische Fehlentwicklungen in den betroffenen Ländern selbst mitverursacht worden sind. Hochverschuldeten Ländern mit einer vergleichsweise effizienten Wirtschaftspolitik gelang es dagegen, Verschuldungskrisen weitestgehend zu vermeiden[17]. Angesichts dieser Erkenntnisse wirft ein Schuldenerlaß zugunsten der ersten Ländergruppe "moral-hazard"-Probleme auf; wirtschaftspolitisches Fehlverhalten wird belohnt, erfolgreiche Anpassungsbemühungen werden bestraft. Daraus ergeben sich Gefahren für die zukünftige Bereitschaft der heute noch solventen Schuldner, sich auch bei ungünstigen Weltmarktbedingungen um eine vereinbarungsgemäße Bedienung ihrer Auslandsverbindlichkeiten zu bemühen[18]. Neue Problemfälle werden heraufbeschworen.

Die volkswirtschaftlichen Kosten eines Schuldenerlasses werden von vielen Befürwortern als gering veranschlagt oder ganz vernachlässigt. Sachs versucht sie zu begrenzen, indem er den Schuldenerlaß als Teil eines internationalen Stabilisierungs- und Reformprogramms konzipiert, in dessen Rahmen sich auch der Internationale Währungsfonds und die Weltbank stärker als bisher engagieren müßten. Überdies will er das Problem der Belohnung einer schlechten Politik durch das oben genannte Einkommenskriterium vermeiden. Es wird unterstellt, daß Schuldner mit starken Einkommenseinbrüchen unverschuldet in Zahlungskrisen geraten sind.

Abgesehen davon, daß diese Annahme in vielen Fällen nicht zutreffen dürfte, ist zudem umstritten, ob ein Schuldenerlaß die alten Probleme lösen würde. Der Zwang und somit vermutlich auch die Bereitschaft zur Anpassung nehmen ab. Zwar werden die Vergünstigungen teilweise an die Verpflichtung der betroffenen Länder gebunden, wirtschaftspolitische Fehlentwicklungen zu korrigieren[19]. Eine vergleichbare Kopplung von internen Reformmaßnahmen und externen Finanzierungsversprechen war jedoch schon im Rahmen des Baker-Plans vorgesehen, ohne daß dies nachhaltige Konsequenzen für den wirtschaftspolitischen Kurs der Hauptschuldnerländer gehabt hätte. Es läßt sich mit Buiter und Srinivasan argumentieren, daß es wenig glaubhaft und erfolgversprechend ist, auf zukünftige Politikreformen zu drängen, ohne daß eine Analyse vergangener Fehlentwicklungen die Entscheidung über einen Schuldenerlaß beeinflußt[20].

---

[17] Vgl. etwa Peter Nunnenkamp, Georg Junge, Die Kreditbeziehungen zwischen westlichen Geschäftsbanken und Entwicklungsländern. Unternehmerisches oder gesellschaftliches Risiko? München 1985, S. 22 ff.

[18] Vgl. ergänzend Willem H. Buiter, T.N. Srinivasan, "Rewarding the Profligate and Punishing the Prudent and Poor: Some Recent Proposals for Debt Relief". World Development, Vol. 15, Oxford 1987, S. 411-417.

[19] Vgl. z.B. Stanley Fischer, a.a.O., S. 169.

[20] Buiter, Srinivasan, a.a.O., S. 413; vgl. auch Anne O. Krueger, "Debt, Capital Flows, and LDC Growth". The American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 77, Menasha, Wisc., 1987, S. 164.

Eine wesentliche, offene Frage ist, ob ein Schuldenerlaß verglichen mit der überkommenen Strategie des Schuldenmanagements besser dazu beitragen kann, daß die Schuldnerländer demnächst wieder Zugang zum internationalen Kapitalmarkt gewinnen und neue Bankkredite auf freiwilliger Basis erhalten[21]. Das zukünftige Bankenverhalten dürfte maßgeblich davon abhängen, wer die Verluste aus einem Schuldenerlaß trägt. Wenn diese sozialisiert werden, indem man sie auf die Steuerzahler und Konsumenten in den Gläubigerstaaten überwälzt, könnten die privaten Gläubiger am ehesten bereit sein, neue Kredite zu gewähren. Je geringer allerdings der Teil der Verluste ist, der von den Banken selbst realisiert werden muß, um so mehr wird der Anreiz geschwächt, die Kreditwürdigkeit von Schuldnern zukünftig besser als in der Vergangenheit zu prüfen[22].

Die Vorschläge, die eine Vergleichslösung zwischen Schuldnern und Geschäftsbanken ohne ausdrückliche öffentliche Verlustübernahme vorsehen, minimieren derartige "moral-hazard"-Probleme[23]. In diesem Fall ist aber nicht ersichtlich, warum ein Schuldenerlaß die Banken dazu bewegen sollte, nach der verlustreichen Streichung von Altschulden sofort neue Kredite einzuräumen. Vielmehr könnte sich ihr Bestreben verstärken, das Verhältnis zwischen Ausleihungen an Dritte-Welt-Staaten und Eigenkapital zu senken[24]. Es besteht wenig Anlaß zu vermuten, daß private Kreditgeber sich ihrer schlechten Erfahrungen mit zahlungsunfähigen oder -unwilligen Schuldnern binnen kurzer Frist nicht mehr erinnern. Den Ländern, die auf einen Schuldenerlaß setzen, droht, für längere Zeit vom internationalen Kapitalmarkt abgeschnitten zu werden. Zumindest müßten sie mit sehr hohen Risikozuschlägen rechnen; derartige "Strafzinsen" würden die Wiederholungsgefahr von Zahlungsausfällen widerspiegeln. Hochverschuldete Entwicklungsländer, die einen Schuldenerlaß anstreben, müssen die möglichen Kosten einer derartigen Strategie im eigenen Interesse sorgfältig abwägen. Für Schuldner, die ihre internationale Kreditwürdigkeit dauerhaft zurückgewinnen wollen, erscheint es sinnvoll, zunächst die Bereitschaft der Banken zu testen, bei erfolgversprechenden Reformprogrammen Übergangsfinanzierungen zu bieten. Die gegenwärtigen Schwierigkeiten, die Banken zu bewegen, neue Kredite zur Verfügung zu stellen, dürften nämlich hauptsächlich darin begründet liegen, daß effizienzsteigernde wirtschaftspolitische Reformen bislang weitgehend ausgeblieben sind.

Der Beitrag von Finanzinnovationen zum effizienten Schuldenmanagement

Neben der Analyse der volkswirtschaftlichen Kosten, die bei einer grundsätzlichen Revision der Strategie des Schuldenmanagements eintreten könnten, gilt es auch zu prüfen, inwieweit das Ziel der Rückkehr zu marktmäßigen Schuldner-Gläubiger-Beziehungen durch eine Weiterentwicklung der traditionellen Vorgehensweise erreicht werden kann. Im Rahmen

---

[21] Diese Hoffnung wird z.B. ausgedrückt von Stanley Fischer, a.a.O., S. 168 f.; Rudiger Dornbusch, The Debt Problem and Solutions. Massachusetts Institute of Technology, November 1986 (mimeo).

[22] Zu diesem "moral-hazard"-Problem auf seiten der Kreditgeber vgl. ausführlicher Nunnenkamp, Junge, a.a.O., S. 137 ff.

[23] Wenn die Regierungen der Gläubigerländer oder internationale Organisationen die Kreditinstitute nicht dabei unterstützen, notleidende Kredite einzutreiben, und sich die Banken ohne staatlichen Druck für eine Vergleichslösung entscheiden, werden "moral-hazard"-Probleme minimiert; vgl. auch Milton Friedman, Politics and Tyranny. Pacific Institute for Public Policy Research, San Francisco 1984, S. 38: "So I think the way you solve the LDC 'debt bomb' problem is to require the people who make the loans to collect them. If they can, fine, and if they can't, that's their problem".

[24] Diese Auffassung wird auch vertreten in Morgan Guaranty Trust Company of New York, "LDC Debt: Debt Relief or Market Solutions?". World Financial Markets, New York, September 1986, S. 7.

der Diskussion darüber, ob und wie der Baker-Plan doch noch erfolgreich umgesetzt werden kann, ist eine Reihe von Finanzinnovationen vorgeschlagen worden. Die neuen Instrumente sollen helfen, den Prozeß der Umschuldung zu beschleunigen und zu vereinfachen, indem sie die Modalitäten beim Abschluß neuer Finanzierungspakete verändern und die bestehende Finanzierungsstruktur modifizieren. Diese Vorschläge sollen es einzelnen Instituten erlauben, aus den Bankenkonsortien auszuscheiden, oder dazu anregen, daß neue Kredite zur Verfügung gestellt werden. Im Hinblick auf den Rückzug von Banken aus dem Umschuldungsprozeß haben vor allem die sog. debt-equity swaps viel Beachtung gefunden.

Innovative Formen der Neuverschuldung

Im Bereich der Neuverschuldung konzentrieren sich die Vorschläge auf drei Aspekte:

- Schuldverschreibungen sollen Bankkredite ersetzen.
- Die Kreditvergabe soll stärker an konkrete Projekte gebunden werden und flexibel auf unvorhergesehene Ereignisse reagieren.
- Die Zinskapitalisierung (d.h., daß fällige Zinszahlungen dem Forderungsbestand der Gläubiger zugeschlagen werden) soll an die Stelle von Neukrediten treten, wenn letztere lediglich zur Finanzierung von Zinsverpflichtungen verwendet würden.

Die Anregung, in verstärktem Maß Schuldverschreibungen auszugeben, gründet sich auf die Annahme, daß diese Titel eine vorrangige Forderung gegenüber Bankkrediten darstellen. Gläubiger, die auf diese Weise neue Finanzmittel im Rahmen von Umschuldungen einräumen, werden gegenüber den übrigen Gläubigern besser gestellt, was die Bereitschaft, zusätzliche Gelder zu gewähren, erhöhen soll. Schuldverschreibungen hätten den weiteren Vorteil, daß sie leichter handelbar sind. Bei der angestrebten Verbriefung von Forderungen stünde deshalb ein breiteres Spektrum potentieller Geldgeber zur Verfügung.

Ob eine stärkere Ausgabe von Schuldverschreibungen die Gläubiger-Schuldner-Beziehungen auf eine effizientere Grundlage stellen würde, hängt von mehreren Faktoren ab. Zunächst ist es offen, ob eine Verbreiterung der Gläubigerbasis bei der Finanzierung hochverschuldeter Entwicklungsländer überhaupt zustande kommt. Potentielle neue Gläubiger würden die Schuldverschreibungen nur zu marktmäßigen Konditionen übernehmen. Dies erscheint im Rahmen der Umschuldungsverhandlungen mit den Banken aber kaum realisierbar zu sein, so daß die Papiere wahrscheinlich nahezu ausschließlich von den Geschäftsbanken selbst übernommen werden müßten. Die Emission der Schuldverschreibungen könnte dann nur noch dazu dienen, die Vorrangigkeit gegenüber Altschulden zu begründen. Allerdings bleibt es zweifelhaft, ob diese Papiere tatsächlich vorrangig gegenüber Bankkrediten bedient würden. Die in Aussicht gestellte Privilegierung der Käufer gegenüber Altschulden aus Krediten ist ebenso wenig einzuklagen, wie dies in der Vergangenheit bei staatlich garantierten Krediten der Fall war. Das frühere Vertrauen der Gläubigerbanken, daß solche Kredite, die direkt dem Staat eingeräumt oder zumindest durch diesen verbürgt werden, sicher seien, hat sich inzwischen als Illusion erwiesen. Es ist nicht ersichtlich, warum andere Gläubiger vergleichbaren Fehleinschätzungen erneut unterliegen sollten. Staatliche Garantien dürften für sie kein Substitut für erfolgversprechende wirtschaftliche Anpassungsprogramme darstellen.

Auch die Vorschläge zur Kreditbindung berücksichtigen vergangene Erfahrungen nur unzureichend. Im Fall der Kreditbindung (on-lending) würden Neukredite nur zur Finanzierung solcher Projekte gewährt, deren Rentabilität gesichert erscheint. Man hofft, die Kontrolle über die Verwendung der Finanzmittel auf diese Weise zu verbessern; insbesondere soll vermieden werden, daß die transferierten Mittel in den Konsum fließen oder zur Finanzie-

rung unrentabler Prestigeobjekte dienen. Die Diskussion über die Projektbindung im Rahmen der Entwicklungshilfe zeigt jedoch den begrenzten Nutzen einer derartigen Vorgehensweise im Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Effizienz des Mitteleinsatzes. Da Kapital fungibel ist, besteht die Gefahr, daß Kapitalimporte zur Finanzierung rentabler Projekte heimische Mittel freisetzen, die dann unproduktiv verwendet werden. Die zukünftige Zahlungsfähigkeit von Schuldnern hängt nicht nur von den extern finanzierten Projekten ab, sondern auch davon, wie effizient oder ineffizient das freiwerdende Kapital genutzt wird. Kreditbindung hilft nicht dabei, Fortschritte in letztgenannten Bereich zu erzielen. Auch hier geht es nicht ohne Reformmaßnahmen.

Im Fall der Kredite mit beweglichem Kreditrahmen (contingency-lending) wird Rücksicht auf außerhalb der Kontrolle des Schuldners liegende Faktoren genommen. Diese Innovation ist in das jüngste Umschuldungsabkommen mit Mexiko aufgenommen worden[25]. Es wurde vereinbart, den Umfang an Neukrediten automatisch aufzustocken, falls ein vorgegebenes gesamtwirtschaftliches Wachstumsziel nicht erreicht wird oder der Ölpreis unter ein festgelegtes Niveau fällt. Das mexikanische Beispiel der Kopplung an den Ölpreis zeigt eine wesentliche Schwäche dieser Finanzinnovation auf. Wenn bei nachteiligen Weltmarkteinflüssen eine automatische finanzielle Kompensation erfolgt, sinkt der wirtschaftspolitische Anpassungsdruck. Dies mag so lange unproblematisch sein, wie der tatsächliche Ölpreis vom Referenzpreis nur kurzfristig nach unten abweicht und bei einer günstigeren Preisentwicklung als vorausgesehen die Kreditmittel wieder eingeschränkt werden oder eine schnellere Rückzahlung erfolgen muß. Praktisch dürften die Bedingungsklauseln in den Kreditverträgen jedoch nur eine Absicherung des Schuldners gegenüber negativen externen Schocks vorsehen. Erhebliche volkswirtschaftliche Kosten drohen zudem, wenn Ausgleichskredite gewährt werden, obwohl der Referenzpreis dauerhaft unterschritten wird. In diesem Fall kann auf Anpassung nicht verzichtet werden. Die Schwierigkeiten der Preisprognose, die hier auftreten, gleichen jenen im Rahmen internationaler Rohstoffabkommen. Mexiko selbst bietet das beste Beispiel für schwerwiegende Schuldendienstprobleme, die daraus resultieren, daß man trendmäßige Preissenkungen für Erdöl fälschlicherweise als vorübergehend ansah und mit kurzfristigen Auslandskrediten auszugleichen versuchte[26].

Ein dritter Ansatz im Bereich der Neuverschuldung sieht vor, daß fällige Zinszahlungen auf Altschulden kapitalisiert, d.h. dem Forderungsbestand der Gläubiger zugeschlagen werden. An die Stelle neu gewährter Kredite, die letztlich zur Zahlung von Zinsverpflichtungen verwendet würden, treten dann andere Forderungstitel. Teilweise ist vorgesehen, für diese Forderungen Konten in der nationalen Währung des Schuldners einzurichten[27]. Die Zinskapitalisierung wird der Neukreditgewährung von solchen Banken vorgezogen, die – wie etwa in der Bundesrepublik Deutschland, der Schweiz und Italien – bei neuen Krediten zu zusätzlichen gesetzlichen Rücklagen gezwungen wären. Ihnen käme sogar ein Vorteil dadurch zu, daß die Forderungstitel aus einer Zinskapitalisierung – anders als Zinszahlungen – nicht mit Einkommensteuern belegt werden. In den Vereinigten Staaten gibt es regionale Banken, für die die Zinskapitalisierung insofern von Vorteil ist, als sie im Gegensatz zur

---

[25] Vgl. etwa Griffith-Jones, a.a.O., S. 29.

[26] Vgl. Hans H. Glismann, Peter Nunnenkamp, Die Entwicklungsländer am Rande einer Verschuldungskrise. Überlegungen zu den Ursachen und Folgen am Beispiel Lateinamerikas. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 91, Januar 1983, S. 15 f.

[27] Vgl. beispielsweise Wilhelm Hankel, "Die Finanzkrise zwischen Nord und Süd. Gründe, Lehren, Schlußfolgerungen". In: Udo E. Simonis (Hrsg.), Entwicklungsländer in der Finanzkrise. Probleme und Perspektiven. Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F., Bd. 136, Berlin 1983, S. 9-62.

Neukreditvergabe keine Beteiligung des Aufsichtsrats erfordert. Die großen amerikanischen Banken haben dagegen diese Finanzinnovation bisher abgelehnt; sie zogen es vor, Zinszahlungen als Einkünfte verbuchen zu können, auch wenn diese nur durch Neukredite ermöglicht wurden, um eine Verschlechterung ihrer Quartalsabschlüsse zu vermeiden[28]. Derartige Interessenkonflikte zwischen verschiedenen Bankgruppen haben bislang dazu geführt, daß von der Zinskapitalisierung kaum Gebrauch gemacht worden ist.

Unter volkswirtschaftlichem Blickwinkel gilt ähnliches wie für vorher erörterte Innovationen: Den möglichen Vorteilen für einzelne Bankgruppen, Umschuldungen zu organisieren, stehen Gefahren im Hinblick auf die Verwendung der eingeräumten Mittel gegenüber. Die Anpassungsbemühungen der Schuldner werden tendenziell gebremst, da sie ihre Schulden leichter vor sich herschieben können. Dies wiederum kann nachteilige Wirkungen auf die Bewertung der Altschulden haben und Konsequenzen für solche Banken zeitigen, die dann ihre Rücklagen auf alle ausstehenden Kredite des betreffenden Landes aufstocken müßten. Das Ziel, die Banken für Umschuldungsverhandlungen zu mobilisieren und den Umstrukturierungsprozeß zu erleichtern, würde letztendlich in sein Gegenteil verkehrt.

Für sich genommen reichen die diskutierten innovativen Formen der Neuverschuldung nicht aus, Wege zu einer leichteren Schuldenbedienung in der Zukunft aufzuzeigen. In vielen Fällen muß sogar befürchtet werden, daß die Anpassungsbemühungen nachlassen. Effizienzfördernde Wirtschaftsreformen sind eine Voraussetzung dafür, daß die Finanzinnovationen am Kapitalmarkt akzeptiert und auf breiter Basis genutzt werden.

Vorschläge zur Veränderung der bestehenden Auslandsverbindlichkeiten

Debt-equity swaps und ähnliche Ansätze zur Veränderung der Altschuldenstruktur werden insbesondere in der Finanzpresse oftmals nahezu als "Wundermittel" zur Lösung von Verschuldungsproblemen herausgestellt[29]. Dies läßt vermuten, daß derartigen Finanzinnovationen eine bedeutendere Rolle im Rahmen eines effizienten Schuldenmanagements zukommt, als es bei den innovativen Formen der Neuverschuldung der Fall ist. Sie könnten insbesondere geeignet sein, das Ausscheiden einzelner Banken aus dem Umschuldungsprozeß zu ermöglichen. Debt-equity swaps sehen den Austausch einer Verbindlichkeit, die gegenüber dem Ausland in Form von Krediten oder Staatsschuldtiteln besteht, durch Eigentumsrechte vor[30]. Diese Umwandlung erfolgt in der Regel in mehreren Schritten.

---

[28] Seit April 1987 zeichnet sich allerdings eine Änderung dieser Verhaltensweise ab. Obwohl nach dem Gesetz - noch - nicht erforderlich, wurden Gewinneinbußen in den Quartalsabschlüssen einiger amerikanischer Banken ausgewiesen. Einzelheiten finden sich in Frankfurter Allgemeine Zeitung: "Drei Banken stufen Brasilienkredite neu ein". 3. April 1987; "Die Börse honoriert Citicorp mit einem Kursgewinn". 22. Mai 1987.

[29] Positive Einschätzungen finden sich auch in World Bank, World Development Report 1987. Washington 1987, S. 22; Morgan Guaranty Trust Company of New York, "LDC Debt: Debt Relief or Market Solutions?" a.a.O., S. 8 f.; Institute of International Finance, Restoring Market Access. New Directions in Bank Lending. A Report by the Board of Directors, Washington, Juni 1987, S. 16 f. Einige Autoren betonen sogar, daß für alle Beteiligten (Banken, Investoren und Schuldner) Vorteile entstehen; vgl. etwa Wolfgang Spieles, "Möglichkeiten zur Umwandlung von Forderungen in Beteiligungskapital in Lateinamerika". In: Deutsch-Südamerikanische Bank (Hrsg.), Kurzbericht über Lateinamerika. Hamburg, Februar 1987, S. 14-20; Martin W. Schubert, "Debt/Equity Swaps: Definition and Economic Context". In: Morris B. Goldman (Ed.), Debt/Equity Conversion. A Strategy for Easing Third World Debt. The Heritage Foundation, Center for International Economic Growth, Washington, Januar 1987, S. 5-12.

[30] Zu den verschiedenen Formen vgl. im einzelnen David L. Roberts, Eli M. Remolona, "Debt Swaps: A Technique in Developing Country Finance". In: Group of Thirty (Ed.), Finance for Developing Countries. New York 1987, S. 15-40.

Zunächst werden Schuldtitel des öffentlichen Sektors oder staatlich garantierte Schulden vom Schuldnerland zum Nennwert oder mit gewissen Abschlägen darauf zurückgekauft; diese Transaktion kann dadurch finanziert werden, daß zusätzliche inländische Schuldtitel ausgegeben werden oder die Geldmenge ausgeweitet wird. Der Anbieter der Papiere verpflichtet sich, mit dem Verkaufserlös Eigentumsanteile (equities) in einem vereinbarten Bereich zu erwerben. Dabei ist es nicht erforderlich, daß der ursprüngliche Verkäufer des Schuldtitels, in der Regel eine Geschäftsbank, und der Investor, der die Aktien erwirbt, identisch sind. Vielmehr kann ein potentieller Investor Schuldtitel des Landes, in dem er sich engagieren will, auf dem Sekundärmarkt unter Nutzung der dort vorherrschenden Abschläge auf den ursprünglichen Kontraktwert kaufen und der Zentralbank dieses Landes anbieten[31].

Welche Vorteile verspricht man sich von einer derartigen Schuldenumwandlung? Die Chancen, die die Swaps den Schuldnerländern bieten, werden vor allem in den folgenden Bereichen gesehen[32]:

- Den Entwicklungsländern wird es ermöglicht, ihren Schuldenberg oder zumindest dessen Zunahme zu vermindern.
- Ausländische Direktinvestitionen können angeregt werden.
- Es werden Anreize zur Repatriierung von Fluchtkapital geboten.
- Der stetige Abfluß von Devisen für Zinszahlungen und Amortisation, der im Fall der Kreditfinanzierung grundsätzlich ohne Rücksicht auf die wirtschaftliche Lage des Schuldners erfolgt, wird bei privaten Direktinvestitionen durch flexiblere und spätere Zahlungen von Dividenden ersetzt.

Debt-equity swaps sind bisher vor allem in vier lateinamerikanischen Hauptschuldnerländern (Brasilien, Mexiko, Argentinien, Chile) sowie auf den Philippinen realisiert worden[33]. Außer in Chile wurde bisher jedoch nur ein verschwindend kleiner Anteil der ausstehenden Gesamtverschuldung in Eigentumsanteile umgewandelt (Tabelle 1). Die noch geringe quantitative Bedeutung und die Tatsache, daß die meisten Swap-Programme erst in jüngster Vergangenheit implementiert worden sind, machen eine empirische Abschätzung der ökonomischen Effekte von debt-equity swaps zum heutigen Zeitpunkt nahezu unmöglich. Die folgenden Überlegungen dienen deshalb eher der Hypothesenbildung; sie können die Grundlage für eine spätere empirische Untersuchung bilden, insoweit debt-equity swaps in Zukunft an Verbreitung gewinnen werden.

Die zentrale Frage, die es zu beantworten gilt, lautet, ob sich die oben genannten Chancen nutzen lassen, ohne nachteilige Effekte an anderer Stelle auszulösen[34]. Zwar zeigen die Argumente zugunsten von Schuldenumwandlungen einzelne Ansatzpunkte auf, wie akute

---

[31] Derartige Transaktionen stehen teilweise auch Bürgern des jeweiligen Schuldnerlandes offen, weil man sich davon einen Rückfluß von Fluchtkapital verspricht.

[32] Vgl. World Bank, a.a.O., S. 22.

[33] Zu den Einzelheiten der jeweiligen Programme vgl. u.a. Spieles, "Möglichkeiten zur Umwandlung von Forderungen in Beteiligungskapital in Lateinamerika". a.a.O., S. 16 ff.; S.J. Rundt & Ass. Inc. (Eds.), Rundt's Weekly, Nr. 1579. 16. Oktober 1986; Ernest Stern, Debt Conversion - Chile. World Bank, Washington, 24. September 1986 (mimeo).

[34] Zu folgendem vgl. ausführlicher Hans-Joachim Huss, Debt-Equity Swaps: A Panacea to Solve the Debt Problems of Developing Countries? Institut für Weltwirtschaft, Kiel 1987 (mimeo); vgl. auch Michael Dooley, Market Valuation of External Debt. Finance and Development, Washington, März 1987, S. 6–9.

Tabelle 1 - Die Bedeutung von Schuldenumwandlungen in ausgewählten Entwicklungsländern

	Argentinien	Brasilien	Chile	Mexiko	Philippinen
Auslandsschulden 1985 Mrd. US-$	48,4	106,7	20,2	97,4	26,2
Zufluß ausländischer Direktinvestitionen (netto) 1983–1985 Mrd. US-$	1,43	4,20	0,33	1,37	0,08
Schuldenumwandlungen[1] (einschließlich direkter Kapitalisierung) 1983–1985 Mrd. US-$	0,5	2,1	0,9	1,4	n.v.
in vH der Auslandsschulden	1,0	2,0	4,5	1,4	-
in vH der Direktinvestitionen	35,0	50,0	272,7	102,2	-
Autorisierte Schuldenumwandlungen[2] Mrd. US-$	Februar 1985–August 1985 0,50	Januar 1982–April 1987 2,30	Juni 1985–April 1987 1,20[3]	Mai 1986–April 1987 0,95	April 1986–April 1987 0,06
Preis für Schuldtitel auf dem Sekundärmarkt am 19. 3. 1987 in vH des Kontraktwertes	61	63	66	57	70

[1] Umfang von Schuldenumwandlungen wie von Spieles angegeben. - [2] Angaben wie in Roberts, Remolona; ergänzend wird der jeweilige Zeitraum notiert, auf den sich die Informationen beziehen. Der Umfang genehmigter Konversionen weicht teilweise von den tatsächlich erfolgten Schuldenumwandlungen ab. - [3] Einschließlich 780 Mill. US-$ debt-peso swaps.

Quelle: Wolfgang Spieles, „Debt-Equity Swaps and the Heavily Indebted Countries". Intereconomics, Vol. 20, Hamburg 1987, Nr. 3, S. 121. - David L. Roberts, Eli M. Remolona, „Debt Swaps: A Technique in Developing Country Finance". In: Group of Thirty (Ed.), Finance for Developing Countries. New York 1987, S. 23. - Carl B. Weinberg, „Secondary Markets for Bank Loans and Debt-for-Equity Swaps". Shearson Lehman Brothers (Eds.), Prospects, New York, 20. März 1987, S. 2. - World Bank, Washington: World Debt Tables 1986/87. 1987; World Development Report. Lfd. Jgg., Annex Table 14.

ökonomische Schwierigkeiten von Entwicklungsländern gemildert werden können; es werden jedoch nur Teilaspekte der wirtschaftlichen Lage dieser Staaten berücksichtigt, und es bleibt offen, ob es kostenlos ist, wenn Schuldkontrakte durch die Vergabe von Eigentumsrechten ersetzt werden. In der bisherigen Diskussion über den Nutzen von debt-equity swaps ist bereits auf einige kritische Punkte hingewiesen worden:

- Häufig wird befürchtet, daß durch Schuldenkonversionen ein zusätzliches Inflationspotential im Schuldnerland geschaffen wird. Allerdings kann dieser Effekt nicht den Swaps als solchen angelastet werden; alle Kapitalimporte, ausländische Direktinvestitionen wie auch ein Rückfluß von Fluchtkapital, implizieren eine Ausweitung der Geldmenge. In jedem Fall muß die Geldpolitik neutralisierend eingreifen, um den Geldwert zu sichern[35].
- Wenn die Regierung des Schuldnerlandes den Rückkauf der Auslandsschulden durch die Ausgabe inländischer Schuldtitel finanziert, können die Schuldendienstbelastungen des

[35] Vgl. Morgan Guaranty Trust Company of New York, a.a.O., S. 8 f.; Roberts, Remolona, a.a.O., S. 36 f.

Staatshaushalts noch zunehmen; in einer Reihe von Entwicklungsländern übersteigen die heimischen Zinskosten die internationalen Sätze[36].

- Die Attraktivität der Swap-Programme für ausländische Investoren liegt darin begründet, daß die Transaktionen ein Subventionselement zu ihren Gunsten enthalten. Die privilegierten Investoren profitieren davon, daß sie die nationale Währung des Schuldnerlandes zu einem günstigeren als dem sonst gültigen Wechselkurs erhalten[37]. Dennoch wird bezweifelt, daß auf diese Weise in erheblichem Maß Auslandsinvestoren angelockt werden, die sich im fraglichen Land sonst nicht engagiert hätten[38]. Bei umfangreichen Mitnahmeeffekten, d.h. ohne zusätzliche Investitionen, ergibt sich nur eine geringfügige Reduktion der Nettoneuverschuldung[39].
- Die implizite Subventionierung von Auslandsinvestitionen im Rahmen von debt-equity swaps kann - wie andere Staatseingriffe in die Allokation auch - zu effizienzmindernden Verzerrungen der Produktions- und Handelsstruktur führen. Die Nutzung von Kapitalimporten aus ausländischen Direktinvestitionen zum Rückkauf von Schuldtiteln schließt überdies andere Verwendungen aus, die möglicherweise vorteilhafter für die wirtschaftliche Entwicklung des Landes wären[40].
- Die Existenz verschiedener Wechselkurse bietet überdies Anreize für ein sog. "round tripping". Dies läßt sich am Beispiel des Fluchtkapitals zeigen, dessen Rückfluß ermutigt werden soll, indem man für den Umtausch in heimische Währung einen günstigen Kurs bietet. Ohne zusätzliche Vorkehrungen könnte ein Rücktausch in Devisen zum offiziellen Wechselkurs und eine erneute Flucht ins Ausland erfolgen. Auf Dauer würden die Devisenreserven des Landes aufgezehrt[41].

Die Frage, ob und wie Schuldenkonversionen den Umschuldungsprozeß erleichtern können, hat dagegen bisher wenig Beachtung gefunden. Dieser Effekt wäre möglich, wenn die Swaps dazu beitragen, die Kreditwürdigkeit des Schuldnerlandes durch eine Höherbewertung der auf dem Sekundärmarkt gehandelten Restschulden zu verbessern. Swaps könnten es auch einzelnen Banken ermöglichen, das Konsortium zu verlassen, ohne den verbleibenden Instituten zu schaden. Die potentiellen Käufer von Anteilsrechten beteiligen sich nicht am Umschuldungsprozeß; die verbliebenen Banken müssen deshalb zumindest partiell dafür kompensiert werden, daß die bei Umschuldungen anfallenden Belastungen nun auf weniger Teilnehmer verteilt werden müssen[42].

---

[36] Vgl. Dornbusch, a.a.O., S. 11 f.

[37] Dies gilt solange, wie der Betrag in nationaler Währung, mit dem die Zentralbank des Entwicklungslandes ihr angebotene Schuldtitel vergütet, die zum offiziellen Wechselkurs umgerechneten Kosten übersteigt, die dem Investor beim Erwerb dieser Schuldtitel auf dem Sekundärmarkt entstehen; letztere sind um so geringer, je höher der Abschlag ist, mit dem die Schulden des betreffenden Landes gehandelt werden. Vgl. ausführlich Günter Franke, Economic Analysis of Debt-Equity Swaps. Universität Konstanz, Diskussionsbeiträge, Serie II, Nr. 23, Mai 1987.

[38] Vgl. S.J. Rundt & Ass. Inc., a.a.O., S. 6; Jaclyn Fierman, "Fast Bucks in Latin Loan Swaps". Fortune, Vol. 116, New York, 3. August 1987, S. 75-78.

[39] Vgl. die Modellrechnungen in Roberts, Remolona, a.a.O., S. 28 ff.

[40] Vgl. ebenda, S. 33 ff.

[41] Vgl. Spieles, "Debt-Equity Swaps and the Heavily Indebted Countries", a.a.O., S. 121; Roberts, Remolona, a.a.O., S. 35 f.

[42] Derartige Belastungen entstehen, weil die im Rahmen von Umschuldungen ausgehandelten Konditionen für Neukredite unter den Marktbedingungen liegen dürften. Die Banken werden bereit sein, eine nur partielle Kompensation zu akzeptieren, weil ein Teil der Abstimmungskosten entfällt, der aus der Teilnahme vieler kleiner Institute bei den Umschuldungsverhandlungen resultiert.

Im folgenden wird zunächst der vereinfachende Fall unterstellt, daß sich die Regierung eines Schuldnerlandes in der Vergangenheit bei ausländischen Geschäftsbanken zur Finanzierung eines Staatsunternehmens verschuldet hat und nun beabsichtigt, einen Teil dieser Schulden durch die Ausgabe von Eigentumsanteilen an diesem Unternehmen abzulösen. Hierbei ergeben sich Finanzierungsprobleme. Die potentiellen Käufer der Aktien können in der Regel nur jenen Teil der Unternehmenserträge beanspruchen, der nach der Befriedigung von Schuldtiteln verbleibt. Nimmt man an, daß bei allen Anlegern gleiche Erwartungen über die zukünftigen Unternehmenserträge bestehen, aus denen die Schuldzinsen und Dividenden gezahlt werden können, lassen sich Schuldtitel nur dann im Austausch gegen Aktien aus dem Markt nehmen, wenn eine zusätzliche Finanzierungsquelle zur Verfügung steht. Die zu schließende Finanzierungslücke ergibt sich daraus, daß der Marktwert, zu dem die Schuldtitel zurückgekauft werden, den Marktwert, zu dem die Aktien plaziert werden können, übersteigt. Der Erlös aus der Aktienemission spiegelt nämlich nur den Gegenwert des Ertragsstroms wider, der über den Schuldendienst hinausgeht[43]. Gleichzeitig dürfte aus der Tauschoperation eine Höherbewertung der ausstehenden Schuldtitel resultieren, da ein Teil der gegenüber Aktien besser gestellten Forderungen aus dem Markt genommen wird[44]. Diese Finanzierungslücke kann nicht durch zusätzliche Schulden abgedeckt werden. Sie würden, sobald die Investoren davon Kenntnis nehmen, den Wert der Aktien verringern und die Erlöse aus einer Aktienemission drastisch reduzieren. Staatsschuldtitel würden durch andere Staatsschuldtitel ersetzt; am Kontraktwert der ausstehenden Schuld hätte sich nichts geändert. Die Lücke kann dadurch geschlossen werden, daß nicht rückzahlbare Finanzhilfen aus dem Ausland geleistet werden. Wenn diese Möglichkeit ausscheidet, kann die Regierung des Schuldnerlandes die Mittel nur durch strukturelle Anpassungsmaßnahmen aufbringen, etwa durch eine Verringerung des Staatskonsums. Das betreffende Land muß selbst dann zu einem wirtschaftspolitischen Anpassungsprozeß bereit sein, wenn die Annahme unveränderter Gewinnerwartungen aufgegeben wird. Günstigere Erwartungen könnten daraus resultieren, daß ausländische Investoren die Leitung und damit die Effizienz des Staatsunternehmens beeinflussen. Zusätzlich erwirtschaftete Einkommen würden die Anpassung erleichtern. Ob und in welchem Maß sich potentielle Investoren engagieren, hängt aber nicht nur von den Einflußmöglichkeiten im jeweiligen Unternehmen ab, sondern auch von den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen[45]. Diese lassen sich nur durch wirtschaftspolitische Reformmaßnahmen nachhaltig verbessern.

Für den bisher behandelten Fall einer Substitution von Schuldtiteln durch Eigentumsanteile an der Finanzbasis eines Staatsunternehmens kann man im Hinblick auf die Vorteilhaftigkeit von Swaps für den Umschuldungsprozeß folgenden Schluß ziehen: Durch die Schuldenkonversion werden keine Investitionsprojekte außerhalb dieses Unternehmens finanziert, d.h., das Ausscheiden einzelner Banken aus dem Konsortium wird nicht aus Kapital

---

[43] Es wird hierbei unterstellt, daß sich an der Einschätzung zukünftiger Gewinne nichts ändert.

[44] Wie hoch die Elastizität der Sekundärmarktnotierungen in bezug auf den Rückkauf von Schuldtiteln ist, läßt sich zum jetzigen Zeitpunkt kaum beziffern. Eine erste Abschätzung der Auswirkungen von debt-equity swaps auf die internationale Kreditwürdigkeit am Beispiel Chiles bietet Rolf Schinke, Debt-Equity Swaps, Investment, and Creditworthiness: The Chilean Example. Ibero-Amerika Institut für Wirtschaftsforschung, Diskussionsbeiträge, 43, Göttingen, September 1987. Es wird gezeigt, daß debt-equity swaps die Kreditwürdigkeit zwar positiv beeinflussen, dieser Effekt bei konventionellen Anreizen zugunsten von ausländischen Direktinvestitionen aber höher ausfällt. Allerdings wird die Kreditwürdigkeit an Veränderungen des Zinsaufschlags (spread) abgelesen, nicht an den Notierungen für Schuldtitel am Sekundärmarkt.

[45] Vgl. hierzu auch Ulrich Lächler, Debt Versus Equity in Development Finance. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere, 248, Dezember 1985.

finanziert, das auch ohne Swap-Programme hereingeströmt wäre, um bereits vorhandene Investitionschancen wahrzunehmen. Die erforderliche Kompensation der verbleibenden Banken ist in dem Maß gesichert, wie die restlichen Schuldtitel höher bewertet werden. Unter diesen Bedingungen erscheint die Schuldenkonversion für das Bankenkonsortium vorteilhaft und könnte folglich den Umschuldungsprozeß erleichtern.

Die ökonomische Bewertung der Swaps ist wesentlich schwieriger, wenn Verhältnisse unterstellt werden, die in der Praxis häufiger gegeben sein dürften. In den meisten Ländern dürfte es sich bei den im Rahmen von debt-equity swaps getätigten Direktinvestitionen hauptsächlich um Projekte handeln, die ohnehin realisiert worden wären[46]. Nur in Chile deutet einiges darauf hin, daß die zuvor erörterte Kapitalisierung insolventer Staatsunternehmen relevant ist. Im typischen Fall gilt, daß die Erlöse, die der Investor aus dem Verkauf von Staatsschuldtiteln an die jeweilige Zentralbank erhält, zwar in einem von der Regierung festgelegten, aber nicht in einem ihr unmittelbar zugehörigen Bereich angelegt werden. Im Hinblick auf die Verbindlichkeiten des Staates werden dann zunächst lediglich ausländische gegen inländische Schuldtitel ausgetauscht, insoweit die Regierung zur Finanzierung des Rückkaufs von Auslandsschulden den heimischen Kapitalmarkt beansprucht und nicht die Geldmenge ausweitet[47]. Erst wenn die Verbindlichkeiten des Staates und der Unternehmen auf nationaler Basis zusammengefaßt werden, kann sich ein Austausch von Schuldtiteln gegen Aktien ergeben. Dies trifft dann zu, wenn die Aktienemission von Unternehmen im privaten Sektor Mittel freisetzt, mit denen die vom Staat ausgegebenen inländischen Schuldtitel gekauft werden[48].

Da das ausländische Engagement im Investitionsbereich zu Marktbedingungen erfolgt, stehen für die Finanzierung der neuen Staatsschuldtitel nur Mittel in der Höhe zur Verfügung, die der Käufer der Aktien zu zahlen bereit ist. Die Bewertung der ausstehenden Staatsschuld verbessert sich nicht; der Kontraktwert der Schulden bleibt unverändert, da im Wert der aufgekauften Auslandsschulden neue Schulden zu Marktbedingungen im Inland aufgenommen werden. Eine Höherbewertung der Schuldtitel könnte allenfalls dann zustandekommen, wenn durch höhere zukünftige Steuerzahlungen des privaten Sektors die Bedienung der staatlichen Schulden erleichtert wird. Diesem eventuellen Vorteil stehen u.U. aber erhebliche negative Effekte gegenüber. Die im privaten Sektor freigesetzten Mittel fließen möglicherweise als Fluchtkapital ins Ausland ab, statt auf dem heimischen Kapitalmarkt angelegt zu werden. Die Finanzierungskosten würden sich dann noch erhöhen. Die Erhebung oder Verschärfung einer Inflationssteuer - als mögliche Alternative zur Kreditfinanzierung - hat auf mittlere Frist aller Erfahrung nach effizienzmindernde Allokationseffekte; sie dämpft die wirtschaftliche Leistungskraft des Landes und senkt damit tendenziell das Gesamtsteueraufkommen. Die Folge ist, daß sich die marktmäßige Bewertung der ausstehenden Staatsschulden eher verschlechtert.

Unter derartigen Bedingungen fällt die Beurteilung der Swaps ungünstiger aus, als es für ein Engagement ausländischer Investoren in Staatsunternehmen zutraf. Wenn die vorteilhaften Wechselkurse und Einstiegspreise im Rahmen von Swap-Operationen hauptsächlich Mitnahmeeffekte bei Investitionen bewirken, die ohnehin erfolgt wären, sind keine positiven

---

[46] Vgl. etwa Fierman, a.a.O.

[47] Eine Ausweitung der Geldmenge muß entweder eine bisher nicht entdeckte Finanzierungsquelle sein, oder, was wahrscheinlicher ist, die bereits existierende Inflationssteuer muß erhöht werden.

[48] In dem Fall, daß der Staat auf die Er- oder Anhebung einer Inflationssteuer ausweicht, müßten entsprechend private Ersparnisse aufgelöst werden.

Effekte auf die Bewertung der Restschulden zu erkennen. Um so mehr gilt hier, daß eine im Sinn des Bankenkonsortiums positive Entwicklung erst durch strukturelle Anpassungen in den Schuldnerländern ermöglicht wird.

Die Umschuldungsverhandlungen könnten u.U. erleichtert werden, wenn ein Schuldnerland seine Schuldtitel mit dem am Sekundärmarkt gängigen Abschlag selbst zurückkauft. Diese Schuldtitel würden somit "vernichtet". Dieses Vorgehen hätte auch zur Folge, daß solche Banken, die ihre Forderungen an das jeweilige Entwicklungsland verkaufen, nicht länger verpflichtet sind, sich gemäß ihres ursprünglichen Anteils an den gesamten Bankschulden dieses Landes an weiteren Umschuldungen zu beteiligen. Nimmt man realistischerweise an, daß auf diese Weise vorwiegend kleinere Banken aus dem Konsortium ausscheiden, sinken die Kosten der Koordinierung unter den verbleibenden Gläubigern. Dennoch bleibt es zweifelhaft, ob dieser Ansatz für das Konsortium vorteilhaft ist, wenn dieses bei zukünftigen Verhandlungen mit dem Schuldnerland neue Kredite zur Verfügung stellen muß. Die Skepsis gründet sich darauf, daß der Abschlag auf den ursprünglichen Kontraktwert der Schulden bei dem vorgeschlagenen Rückkauf dem Schuldner zugute kommt; die restlichen Konsortialbanken werden dagegen nicht durch eine Höherbewertung der Restschulden für ihr Verbleiben im Konsortium honoriert.

Eine günstigere Aufnahme durch das Bankenkonsortium dürften die sog. Exit Bonds finden. Derartige Schuldtitel könnten an kleinere Gläubiger ausgegeben werden und würden die von diesen Banken früher gewährten Kredite ablösen. Die Halter der Bonds scheiden aus dem Umschuldungsprozeß aus, ohne ihr eingesetztes Kapital zurückzuziehen. Sie können überdies weiter an den Kosten der Umschuldungen beteiligt werden, indem vergleichsweise niedrige Zinssätze für die Bonds ausgehandelt werden. Die Anpassungslasten müßten folglich nicht allein von den verbleibenden Konsortialbanken getragen werden.

Schlußbemerkungen

Die zunehmenden Schwierigkeiten, die westlichen Geschäftsbanken zu veranlassen, im Rahmen von Umschuldungen neue Kredite bereitzustellen, sind nicht zuletzt auf die fehlende Anpassungsbereitschaft von Schuldner- und Gläubigerstaaten zurückzuführen. Der in der Dritten Welt oftmals mangelnde Wille, effizienzsteigernde Wirtschaftsreformen in Angriff zu nehmen[49], und die hohe Protektionsneigung der Industrieländer lassen es kaum erwarten, daß die heutigen Problemschuldner ihre internationale Kreditwürdigkeit in absehbarer Zeit wiedergewinnen. Auch bei einem stärkeren Rückgriff auf die in diesem Artikel analysierten Finanzinnovationen ist die wirtschaftspolitische Anpassung nicht verzichtbar. Im Gegenteil: ob unter Zuhilfenahme der neuen Instrumente das erklärte Ziel erreicht werden kann, den Umschuldungsprozeß zu erleichtern und die Rückkehr zu marktmäßigen Schuldner-Gläubiger-Beziehungen zu beschleunigen, wird maßgeblich durch die Aussichten auf erfolgversprechende Anpassungsbemühungen bedingt. Die Innovationen allein können hierzu wenig beitragen.

Der Beitrag der Finanzinnovationen zu einer Verbesserung der bislang verfolgten Strategie des internationalen Schuldenmanagements ist folglich gering. Entscheidende Fortschritte sind nur zu erzielen, wenn die Industrieländer helfen, die Transferprobleme der Schuldnerländer zu überwinden, indem sie ihre Märkte öffnen. Die Unterstützung des Vorschlags eines Schuldenerlasses durch verschiedene Interessengruppen in den Gläubigerländern

[49] Vgl. dazu den Beitrag von Bernhard Fischer in diesem Heft.

scheint diesen als Alibi zu dienen, um notwendige Anpassungen im eigenen Bereich zu verschleiern und die Anpassungskosten auf die Allgemeinheit abzuwälzen. Das Aufbringungsproblem dagegen müssen die Entwicklungsländer durch eigene Wirtschaftsreformen lösen. Ohne Strukturreformen in Nord und Süd mag vielen Schuldnerstaaten keine andere Wahl bleiben, als mit ihren Gläubigern über eine teilweise Streichung von Schulden oder Erleichterungen beim Schuldendienst in Verhandlungen einzutreten. Was ihre Verbindlichkeiten gegenüber privaten Gläubigern betrifft, so ist nicht auszuschließen, daß die Banken in einen Vergleich einwilligen, wenn keine Aussicht auf eine verbesserte wirtschaftliche Lage des Schuldners in der Zukunft besteht. Um die volkswirtschaftlichen Kosten einer derartigen Vereinbarung zu begrenzen, sollte keine Sozialisierung der hieraus resultierenden privaten Bankverluste erfolgen, zumindest nicht über das hinaus, was aufgrund steuermindernder Abschreibungen unvermeidbar erscheint.

Die Entwicklungsländer, die diesen Weg einzuschlagen gedenken, sollten sich jedoch vorher Klarheit über die Kosten verschaffen, die ein Schuldenerlaß für sie selbst aufwerfen würde, vor allem im Hinblick auf künftige Schwierigkeiten, erneut Zugang zum internationalen Kapitalmarkt zu erhalten. Sie sollten zunächst die Bereitschaft der Banken testen, bei erfolgversprechenden Reformprogrammen für die notwendige Übergangsfinanzierung zu sorgen. Die weitverbreitete Skepsis in dieser Hinsicht kann sich bisher kaum auf schlechte Erfahrungen stützen. Im Rahmen dieser alternativen Strategie können Finanzinnovationen das vorhandene Finanzierungsinstrumentarium sinnvoll ergänzen.