

Siebert, Horst

Book Part — Digitized Version

Wege aus der Verschuldungskrise

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Siebert, Horst (1991) : Wege aus der Verschuldungskrise, In: Siebke, Jürgen (Ed.): Monetäre Konfliktfelder der Weltwirtschaft, ISBN 3-428-07220-0, Duncker & Humblot, Berlin, pp. 35-60

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2011>

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.

Wege aus der Verschuldungskrise

Von *Horst Siebert**, Kiel

I. Die Problemstellung

1. Die Entwicklungsländer waren 1989 mit insgesamt 1 174,1 Mrd. US-\$ im Ausland verschuldet (Tabelle 1). Diese Verschuldung bedeutete 1988 einen Anspruch auf fast 45 v. H. des Bruttosozialprodukts dieser Länder, und die Zinsen und die Tilgung der Verschuldung beliefen sich auf mehr als ein Viertel der gesamten Erlöse aus Exporten von Gütern und Diensten. Der Aufbau der Verschuldung fand vor allem in der zweiten Hälfte der 70er Jahre und zu Anfang der 80er Jahre statt. Relativ zum Bruttosozialprodukt verdreifachte sich die Verschuldung der Entwicklungsländer zwischen 1975 und 1985, und relativ zu den Exporten von Gütern und Diensten stieg die Last der Schulden um mehr als das Doppelte.

2. Als Mexiko 1982 seinen Schuldendienst einstellte, bestand die Sorge, daß eine weitverbreitete Verweigerung der Schuldentrückzahlung eine Reihe von exponierten Banken in den Konkurs treiben und damit zu einer weltweiten Finanzkrise führen würde. Inzwischen haben sich die Banken angepaßt, indem sie wie die deutschen Banken zu einem großen Teil Wertberichtigungen vorgenommen haben oder wie die amerikanischen Banken ihre Kapitalausstattung verbessert haben. Die Verschuldungskrise ist deshalb nicht mehr als Bedrohung des internationalen Finanzsystems anzusehen.

3. Die Verschuldungskrise reduziert sich heute auf die Frage, wie sich die Verschuldung auf die verschuldeten Länder auswirkt, insbesondere, ob sie den Zugang der verschuldeten Länder zum Kapitalmarkt ver- oder behindert und damit die Investitionen in den verschuldeten Ländern und das wirtschaftliche Wachstum bremst.

Die Nettotransfers aus Kreditbeziehungen wurden nach ihrem Höhepunkt 1981 rasch negativ, und 1989 fand aus Kreditbeziehungen ein Abfluß von mehr als 50 Mrd. US-\$ aus den Entwicklungsländern statt. Allerdings ist dieses Bild unvollständig. Ziehen wir zusätzlich die Zuflüsse von Mitteln ohne Kredite (hauptsächlich Entwicklungshilfe und Direktinvestitionen) in Betracht, dann sieht das Bild für die Entwicklungsländer insgesamt erheblich

* Für kritische Hinweise danke ich *Bert Hofman, Rolf Langhammer, Ernst Mohr* und *Peter Nunnenkamp*.

günstiger aus. 1985 und 1987 findet kein Kapitalabfluß statt, und nur in den Jahren 1986 (– 4,4 Mrd. US-\$) und 1988 (– 11,4 Mrd. US-\$) fließt Kapital ab (Tabelle 1). Für die SIMICS, die „stark verschuldeten Länder mit mittlerem Einkommen“¹ ergibt sich 1984 - 1988 pro Jahr ein Kapitalabfluß zwischen 20 und 25 Mrd. US-\$. Weltwirtschaftlich fließt Kapital also den Berg hinauf (Tabelle 3).

Die Wachstumsrate der Gruppe der „stark verschuldeten Länder mit mittlerem Einkommen“, in den siebziger Jahren mit 5 v. H. leicht höher als in allen Entwicklungsländern, lag in der Zeit von 1980 - 1986 bei 0,9 v. H., während die Entwicklungsländer insgesamt eine günstigere Wachstumsrate von 3,8 v. H. aufwiesen. Auch 1987 - 1989 liegt die Wachstumsrate der SIMICS um mehr als zwei Prozentpunkte niedriger als in den Entwicklungsländern insgesamt (Schaubild 1).

4. Die Frage, wie die Verschuldungssituation einzelner Regionen (Tabelle 2) verbessert werden kann, stellt sich nicht für Asien, denn die asiatischen Länder haben ihre Verpflichtungen – mit Ausnahme der Philippinen – erfüllt. Der Anteil der Schulden am Bruttosozialprodukt ist gefallen. Auch im Fall Afrikas spricht man nicht von einer Verschuldungskrise, denn südlich der Sahara handelt es sich um die Länder, die durch ein geringes Einkommen pro Kopf gezeichnet sind, so daß eher Hilfe als Kredite angezeigt ist. Zudem sind nicht Kredite privater Gläubiger, sondern Kredite von Regierungen und internationalen Organisationen betroffen; die Schuldenprobleme Afrikas beziehen sich größtenteils auf Entwicklungshilfekredite. Seit dem Toronto-Abkommen werden die öffentlichen Schulden dieser Länder weitgehend erlassen. Die Frage, welche Wege aus der Verschuldungskrise führen, ist also vorwiegend eine lateinamerikanische Frage, denn drei Viertel der stark verschuldeten Länder mit mittlerem Einkommen befinden sich auf diesem Kontinent (Tabelle 4). Auch für Polen, die UdSSR, Ungarn und Jugoslawien stellt sich das Verschuldungsproblem (Tabelle 5).

5. Die Verhandlungssituation zur Lösung der Verschuldungskrise ist dadurch gekennzeichnet,

- daß die verschuldeten Länder souverän sind und sie sich damit strategisch verhalten können,
- daß es sich zu einem großen Teil um private Kreditgeber handelt, und zwar um Bankkredite², und diese privaten Kreditgeber auf die souveränen Schuldner kein Durchgriffsrecht haben,

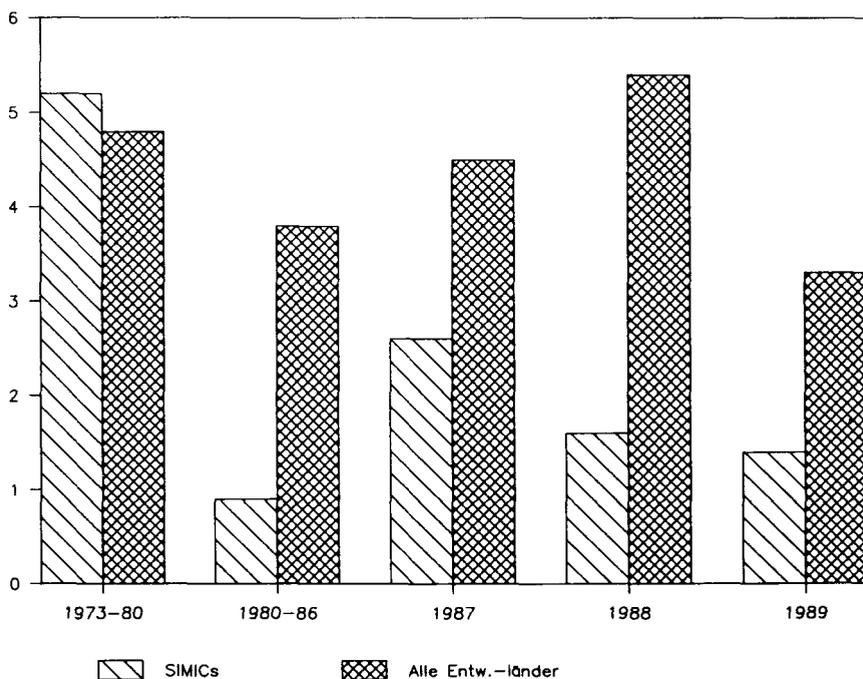
¹ Die SIMICS sind die „Nachfolger“ der hochverschuldeten Länder (HICS). Zur Abgrenzung siehe Tabelle 4; nicht zu den HICS gehörten Nicaragua, Kongo, Polen, Senegal und Ungarn; zu den HICS zählten Kolumbien, Jamaica, Nigeria und Jugoslawien.

- daß mehrere Banken einem Schuldner gegenüberstehen und sich damit die einzelne Bank als Freifahrer verhalten kann und
- daß internationale Organisationen unter Auflagen öffentliche Kredite geben.

6. Bei den Wegen aus der Verschuldungskrise sind nach dem Schwergewicht der Argumentation drei große Linien zu verzeichnen: Eine Richtung stellt einen expliziten Schuldenerlaß in den Vordergrund; eine zweite Richtung betont das Problem der richtigen Anreize, insbesondere in langfristig stabilen Kreditbeziehungen; schließlich argumentiert eine dritte Richtung für eine güterwirtschaftliche Anpassung und eine entwicklungsorientierte Wachstums politik.

Schaubild 1

Wachstumsraten des BIP (v. H.) in Entwicklungsländern und in stark verschuldeten Ländern mittleren Einkommens, 1973 - 89



Quelle: World Development Report 1990, World Bank, Washington DC, 1990, S. 161.

² Anleihen der verschuldeten Länder werden bedient. Für die SIMICS sind fast 60 v. H. der Gläubiger private Banken, obwohl diese Zahl seit Anfang der 80er Jahre durch das Austrocknen der privaten Kreditströme fällt.

II. Schuldenerlaß

7. In der traditionellen Sicht ist eine zusätzliche Auslandsverschuldung ein Vehikel, mit dem die Wachstumsrate eines Landes steigen kann: Denn eine Auslandsverschuldung lohnt sich, wenn die Grenzproduktivität des Kapitals größer ist als der Zinssatz auf dem Weltkapitalmarkt. Nach diesem Ansatz zur Erklärung einer Veränderung der Auslandsschuld können Länder Investitionen durch ausländische Kredite finanzieren, die aus den Erträgen der Investitionen zurückgezahlt werden. Wenn die Kredite für rentable Investitionen verwendet werden, entwickelt sich ein voller Schuldenzyklus, bei dem ein Land im Verlauf des Wachstumsprozesses eine Metamorphose zum Gläubiger durchmacht (Siebert 1987, 1989). Ein Beispiel sind die USA im 19. Jahrhundert. Für einige asiatische Länder wie Korea und Taiwan ist dieses Szenario nicht unrealistisch.

8. Eine andere Antwort zur Frage der Verschuldung ergibt sich für die Anhänger des Schuldenerlasses jedoch ex-post, wenn das hier skizzierte Optimalkalkül der Verschuldung nicht aufgeht, etwa weil die finanziellen Mittel nicht investiv, sondern konsumptiv – auch zur Finanzierung des staatlichen Budgetdefizits – verwendet werden³, oder wenn die dem Kalkül zugrunde liegenden Bedingungen sich verschieben, etwa die erwartete Rendite der Investitionen sich nicht einstellt (Polen in den siebziger Jahren), die Terms of Trade sich verschlechtern und der Weltmarktzinssatz steigt.

9. Die Befürworter eines Schuldenerlasses⁴ argumentieren mit dem Konzept des Schuldenüberhangs. Die Vorstellung ist, daß ein Land zu einem gegebenen Zeitpunkt eine hohe Schuldenlast aus der Vergangenheit geerbt hat oder eine gegebene Verschuldung sich durch adverse Umstände wie höhere Zinsen auf dem Weltkapitalmarkt oder sich verschlechternde Terms of Trade

³ Bei rationalen Erwartungen würde der Kreditgeber dieses Verhalten antizipieren und den Schuldner rationieren. Außer bei einer Verwendung der Kredite für konsumptive Zwecke findet eine Metamorphose vom Schuldner zum Gläubiger dann nicht statt, wenn sich der Schuldner strategisch verhält. Wird dies durch den Kreditgeber nicht antizipiert – und dies scheint bei der Entwicklung der Verschuldungskrise eine Rolle gespielt zu haben –, so sind die realen Kreditzinsen vom Gläubiger zu hoch angesetzt worden. Sie hätten um das Risiko des strategischen Verhaltens des Schuldners bereinigt werden müssen.

⁴ Dooley (1987) und Cohen (1989) vertreten die These, daß die Diskrepanz zwischen Nominal- und Marktwert der Schuld eine Preisverzerrung und damit prima facie eine Ineffizienz sei. Auf dem Sekundärmarkt könne man beispielsweise für 50 cents eine Nominalforderung von 1 US-\$ gegen ein Land erwerben, während das Land nominal 1 US-\$ aufwenden müsse, um eine entsprechende Nominalforderung von 1 US-\$ abzulösen. Die These, daß es sich hier um eine Preisverzerrung handelt, ist falsch. Es ist nicht einzusehen, daß Bestandswerte, die zu verschiedenen Zeitpunkten vertraglich bewertet wurden, den gleichen Preis haben müssen. Eine zum Zeitpunkt t_0 erworbene Bestandsgröße (Immobilie, Hypothek zur Finanzierung der Immobilie) kann im Zeitpunkt t_1 einen anderen wirtschaftlichen Wert haben.

als „zu hoch“ erweist. Formal ist der Schuldenüberhang dadurch definiert, daß der erwartete Gegenwartswert potentieller zukünftiger Ressourcentransfers des Landes aus der Sicht der Gläubiger geringer ist als die Schuld (*Krugman*, 1988, S. 255). Das Land ist für neue Gläubiger nicht kreditwürdig. Ein Schuldenerlaß – so lautet die These – würde die Kreditwürdigkeit wieder herstellen.

Die Schuldenlast behindert die Entwicklung des Landes. Hohe Zinszahlungen – so die These – erfordern hohe Steuern, und zwar – infolge fehlender anderer möglicher Besteuerungsquellen – auf den Faktor Kapital; damit verringert sich der Anreiz zur Kapitalbildung und zur Repatriierung von Fluchtkapital (*Kenen* 1990, *Krugman* 1989, *Sachs* 1989)⁵. Wenn die Verschuldung das Wachstum bremst, so wird gefolgert, daß ein Schuldenerlaß eine Effizienzverbesserung darstellt.

10. Nach der Vorstellung der „Debt Relief Laffer Curve“ variiert der Marktwert der Schulden eines Landes mit dem Ausmaß der Verschuldung. Bei geringer Verschuldung entspricht der Marktwert dem Nominalwert der Verschuldung (OL auf der 45°-Grad-Linie in Schaubild 2). Bei einer hohen Verschuldung steigt die Wahrscheinlichkeit, daß nicht zurückgezahlt wird, d. h. der Marktwert ist geringer als die nominale Schuldsumme; eine Zunahme der Verschuldung läßt den Marktwert nur noch unterproportional steigen (Kurvenabschnitt *LA*). Wenn die Schuld hinreichend groß ist, kann – wie im Kurvenabschnitt *AF* – eine Zunahme der Verschuldung zu einem geringeren Marktwert führen (*Krugman* 1989, 10; *Corden* 1988, 639; *Cohen* 1989, 5)⁶. Bezeichnen *V* den Marktwert, *D* den Nominalwert der Verschuldung und *p* den Preis auf dem Sekundärmarkt und wird unterstellt, daß $p(D)$, so folgt aus $V = p(D) D$, daß

$$(1) \quad \frac{dV}{dD} = p(1 + \varepsilon_{pD})$$

$$\text{mit} \quad \varepsilon_{pD} = \frac{D}{p} \frac{dp}{dD} \leq 0$$

und

$$(2) \quad \frac{dV}{dD} \underset{>}{\geq} 0 \Leftrightarrow 1 \underset{>}{\geq} -\varepsilon_{pD}$$

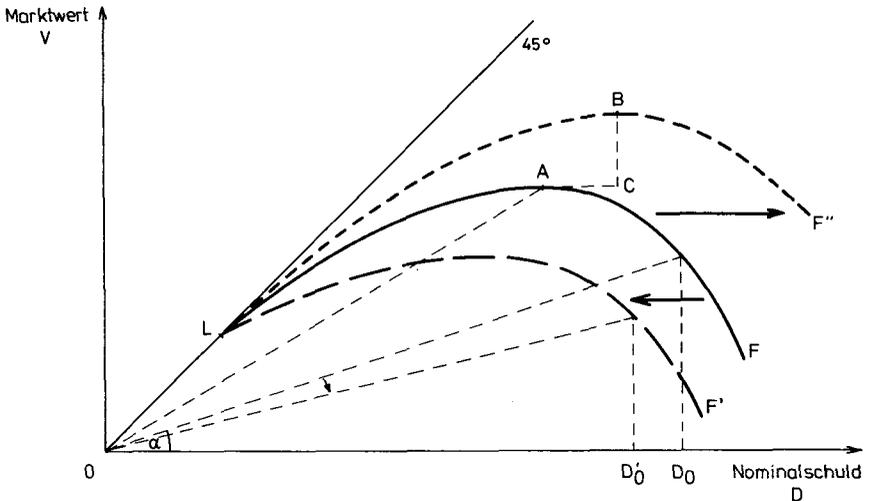
⁵ Eine andere Argumentation betont, daß eine Abwertung, die die Handelsbilanz aktivieren könnte, möglicherweise wirkungslos bleibt, weil bei den meisten Schuldenländern die Zinszahlungen im Staatsbudget stehen und die Abwertung die Kosten des Zinsdienstes in heimischer Währung erhöht und damit das Budgetdefizit steigen läßt. Gleichzeitig entsteht ein Druck auf die Vermehrung der Geldmenge und auf das Preisniveau (*Dornbusch* 1988).

⁶ Es ist verblüffend, daß sich ein ähnlicher Zusammenhang zwischen Marktwert und Höhe der Verschuldung auch im Fall einer Firma ergibt, wobei die Verschuldung relativ zum Eigenkapital gemessen wird. Auch in diesem Fall steigt mit zunehmender Verschuldung die Wahrscheinlichkeit finanzieller Schwierigkeiten, und dies wirkt der Steuerersparnis durch Verschuldung entgegen (*Ross und Westfield* 1988, S. 364).

Wenn der Preis am Sekundärmarkt elastisch auf eine Veränderung der Nominalschuld reagiert ($-\varepsilon_{pD} > 1$), dann führt ein Schuldenerlaß ($dD < 0$) zu einem Anstieg des Marktwerts ($dV > 0$). Der Preis p ($\tan \alpha$) steigt. Wenn sich also ein Land im Kurvenabschnitt AF befindet, ist ein Schuldenerlaß im Interesse sowohl des Schuldners als auch der Gläubiger, da die Gläubiger auf diese Weise den Marktwert ihrer Schuld erhöhen. Wenn dagegen ein Schuldnerland durch eine Position auf dem Kurvenabschnitt LA gekennzeichnet ist, liegt ein Schuldenerlaß nicht im Interesse der Gläubiger. Hier gilt $-\varepsilon_{pD} < 1$ und ein Schuldenerlaß führt nicht zu einer Zunahme des Marktwertes, sondern zu einer Abnahme.

Eine entscheidende Prämisse der Laffer-Kurve des Schuldenerlasses ist die Annahme, daß die Rückzahlungsfähigkeit eines Landes gegeben ist; deshalb erhöht sich bei einer höheren Verschuldung die Wahrscheinlichkeit, daß nicht zurückgezahlt wird. Die Laffer-Kurve des Schuldenerlasses bezieht sich nur auf eine gegebene Schuld. Wenn neue Kredite unter Auflagen gegeben werden und diese Auflagen eingehalten werden, verschiebt sich die Kurve nach oben. Dann steigt der Marktwert der alten Schuld dann, wenn die Verschiebung der Laffer-Kurve stärker ist als der Druck auf den Preis infolge der Ausdehnung der Schuld.

Schaubild 2



11. Bei einem Schuldenüberhang ist es für das Schuldnerland irrational, auf Konsum zu verzichten und eine Investition zu tätigen, da die Investition dazu dient, die Rückzahlungsfähigkeit in der nächsten Periode zu verbessern. Die Gewinner aus der verbesserten Rückzahlungsfähigkeit und aus der größeren

zukünftigen Produktion sind die Banken als Gläubiger. Die Banken – so lautet die These – haben einen Zugriff auf die Zuwächse des Sozialprodukts. In einer solchen Situation wirkt die Schuld wie eine Steuer auf die Ressourcen eines Landes (*Cohen* 1989)⁷, potentielle Investitionschancen bleiben deshalb ungenutzt. Wenn die Banken bereit wären, die Schulden teilweise zu erlassen, würde dagegen die Investition unternommen. Es muß deshalb im Interesse der Banken liegen, die Schulden zu erlassen.

Im nationalen Konkursrecht wird den Gläubigern bei einer Überschuldung der Zugriff auf die Erträge einer neuen Investition verwehrt, etwa bei einer Regelung nach Chapter 11 in den USA, und damit wird die mit einer Investition verbundene Externalität zugunsten der Gläubiger internalisiert (*Eaton* 1990, S. 46). Eine solche institutionelle Vergleichs- oder Konkursregel gibt es derzeit international jedoch nicht.

12. Der Schuldenerlaß kann sich in verschiedenen Formen vollziehen wie in einer Reduzierung der Schuldzinsen durch eine konzertierte Aktion der Banken oder durch marktorientierte Mechanismen wie Schulden-Geld-Tausch (Rückkauf der Schulden), Schulden-Anleihe-Tausch (Verbriefung) und Schulden-Eigenkapital-Tausch⁸. Die Anwendung dieser Instrumente ist aus der Sicht eines (homogenen) Gläubigers nur dann von Interesse, wenn das Schuldenland auf dem fallenden Ast der Laffer-Kurve ist, wenn also $-\varepsilon_{pD} > 1$ gilt. Bei allen verschiedenen Transformationsmöglichkeiten stellt sich das Moral Hazard Problem. Die Mechanismen können global (wie einer neuen Institution), aber auch bilateral zwischen Banken und einem einzelnen Land angewandt werden.

Ein konzertierter Schuldenerlaß durch alle Banken, etwa eine Reduzierung der Zinsen und eine zeitliche Streckung der Rückzahlfristen, löst das Moral Hazard Problem nicht, da die Schuldner mit einem ähnlichen Verhalten der Banken in der Zukunft rechnen werden. Außerdem gibt es das Freifahrerproblem unter den Banken, da eine einzelne Bank darauf setzen kann, daß der Schuldenerlaß durch die anderen Banken den Marktwert ihrer Forderungen erhöht. Bei einer solchen konzertierten Aktion muß eine Abstimmung zwischen den Banken vorgenommen werden, in der Regel durch einen uniformen Schuldenerlaß durch alle Banken. Dies ist deshalb schwierig, weil die Banken unterschiedliche Interessenpositionen haben⁹. Das Freifahrerproblem unter Banken sollte aber lösbar sein.

⁷ Der implizierte marginale Steuersatz ist 1,1 v. H. (*Eaton* 1990, S. 48).

⁸ Die Vor- und Nachteile der verschiedenen Formen können hier im Detail nicht erörtert werden. Vgl. dazu *Edwards* und *Larrain* (1989), *Krugman* (1989).

⁹ Einer Bank, die sich nicht an einem Schuldenerlaß oder einer zusätzlichen Finanzierung beteiligen will, kann durch einen Exit Bond die Möglichkeit eingeräumt werden, aus der konzertierten Aktion auszuschneiden.

Die Möglichkeit eines Rückkaufs der Forderungen durch den Schuldner zu einem Diskont hat zwar den Vorteil, daß über diesen Rückkauf dezentral entschieden wird und damit das Freifahrerverhalten von Banken nicht relevant ist, stößt aber auf das grundsätzliche Moral Hazard Problem, da der unzuverlässige Schuldner belohnt wird. Aus diesem Grund ist die Rückkaufmöglichkeit in den Kreditverträgen in der Regel auch rechtlich ausgeschlossen. Bisher ist der Rückkauf wegen des Problems der moralischen Versuchung nur in Sonderfällen (Bolivien 1988, Mexiko 1987) praktiziert worden. Ein spezifisches Problem aus der Sicht des Rückkäufers ist, daß der Schuldner Rückkauf den Marktwert der Schuld erhöht¹⁰. Ein weiteres Problem besteht darin, woher das Schuldnerland die Devisen bekommen soll und wie hoch in einer gegebenen Situation für das Land die Opportunitätskosten der Schuldnerückzahlung sind.

Bei einer Verbriefung, etwa einem Schulden-Anleihe-Tausch, handelt es sich darum, eine neue Verschuldung, beispielsweise in Form von Anleihen, einzugehen und mit den neuen Finanzmitteln die alten Forderungen zurückzukaufen. Zugrunde liegt die Vorstellung, daß verbrieft Formen wie Anleihen besser „gesichert“ sind als Bankkredite, etwa weil Anleihen über viele private Nichtbanken gestreut werden und damit die Wahrscheinlichkeit, daß nicht zurückgezahlt wird, geringer ist. Allerdings erscheint diese Einschätzung angesichts der Erfahrung mit der Entwertung von Anleihen in den dreißiger Jahren fraglich (*Eichengreen und Portes* 1989). Erforderlich sind deshalb stärkere Formen der Verbriefung, etwa die Absicherung der Rückzahlung (nicht der Zinsen) durch den gleichzeitigen Kauf und die Hinterlegung von US-Zerobonds (etwa im Fall Mexikos).

Beim Schulden-Eigenkapital-Tausch (debt equity swap) verkaufen die Gläubiger ihre Forderungen mit einem Diskont und erwerben dafür lokale Währung, mit der in Beteiligungen investiert wird. Bei einem Schulden-Natur-Tausch werden Schulden für eine Verpflichtung, umweltpolitische Maßnahmen durchzuführen, erlassen.

13. Die Laffer-Kurve des Schuldenerlasses ist zunächst einmal eine theoretisch begründete Kurve. Man könnte argumentieren, daß die Kurve empirisch eine gewisse Unterstützung darin findet, daß die Sekundärmärkte den Schuldenerlaß schon vorweggenommen haben; sie stellen damit eine Bewertung gegenüber der bei den Schuldnerländern bestehenden Forderungen bereit. So liegt der Diskont für Argentinien bei 85,5 v. H., für Brasilien bei 77,7 v. H.

¹⁰ Bolivien kaufte 1988 die Hälfte seiner anstehenden Schuld von 670 Mio. \$ zurück. Vor dem Rückkauf lag der Preis der Schuld auf dem Sekundärmarkt bei 6 Cents pro Dollar; der Wert der Schuld betrug 40,2 Mio. \$. Nachdem 34 Mio. \$ für den Rückkauf ausgegeben wurden, lag der Marktwert der verbleibenden Schuld von 302 Mio. \$ bei 39,8 Mio. \$. Der Preis war auf 11 Cents pro Dollar gestiegen (*Bulow und Rogoff* 1990, S. 33).

und für Mexiko bei 56,6 v. H. (Tabelle 4). Aber diese Kurve ist in dieser Interpretation dann ähnlich wie die Phillips-Kurve eine empirisch beobachtete Zuordnung von Werten, hier von Nominal- und Marktwert der Verschuldung. Über eine „Gesetzesmäßigkeit“ zwischen Nominal- und Marktwert ist damit allerdings nichts ausgesagt. Ferner wird bestritten, daß der rechte Ast der Kurve – von einigen Sonderfällen wie Bolivien, Peru, Nicaragua und Sudan abgesehen – empirisch relevant ist (Cohen 1989, S. 13).

Der Schnappschußcharakter der Laffer-Kurve des Schuldenerlasses wird im übrigen darin deutlich, daß die Verfechter des Schuldenüberhangs von einer gegebenen Zahlungsfähigkeit zum Zeitpunkt der Zahlungseinstellung ausgehen (so Sachs 1989, S. 275). Der Marktwert hängt aber auch von der Zahlungswilligkeit ab; aber selbst die als objektiv erscheinende Zahlungsfähigkeit ist das Resultat wirtschaftspolitischer Maßnahmen der Vergangenheit.

14. Schuldenüberhang oder die Laffer-Kurve des Schuldenerlasses sind also nicht allein das Resultat adverser Umstände wie steigender Weltmarktzinsen und verfallender Terms of Trade, sondern auch das Ergebnis der Wirtschaftspolitik (Eaton 1990, S. 46). Die Überbewertung der heimischen Währung stellt wenig Anreize für den privaten Bereich bereit, Devisen zu verdienen, und begründet zudem Abwertungserwartungen, die zur Kapitalflucht beitragen. Eine Außenhandelspolitik, die unter dem Leitstern der Importsubstitution die heimischen Exportsektoren diskriminiert, durch den Schutz potentieller Exportsektoren deren Entwicklung auf lange Frist behindert und – anders als in den asiatischen Ländern – eine Außenorientierung ablehnt, reduziert die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit eines Landes. Hohe Staatsdefizite und ihre Monetarisierung durch eine abhängige Notenbank wirken sich in hohen Inflationsraten aus; Inflationserwartungen und Abwertungserwartungen treiben Privatkapital aus dem Land. Auch die Befürchtung, daß die staatlichen Defizite höhere Steuern verlangen, verprellt die Investitionen. Die große Rolle öffentlicher Unternehmen und deren vorrangiger Zugang zu den heimischen Kapitalmärkten trägt zur Ineffizienz bei. Nicht zuletzt führen Überbewertung der heimischen Währung und Protektionismus dazu, daß die Kredite – soweit sie nicht direkt wieder ins Ausland gehen – den Bereich der nicht-handelbaren Güter und der Importsubstitute ausdehnen und damit die Wirtschaftsstruktur erheblich verzerren.

15. Eine entscheidende Frage ist, wie man die Schulden erlassen kann, ohne Moral Hazard Verhalten zu induzieren. Denn wenn ein Schuldnerland darauf setzen kann, daß eine hohe Verschuldung in einen Schuldenerlaß mündet, kann es strategisch seine Position gegenüber dem Kreditgeber durch eine Verschlechterung seiner Zahlungsfähigkeit verbessern. Auch die Zahlungsbereitschaft für bestehende Schulden ändert sich, wenn sich ein Schuldenerlaß abzeichnet. Wird ein Schuldenerlaß vom Schuldnerland antizipiert, so ist ein immanenter Anreiz vorhanden, Schulden nicht zurückzuzahlen. Der unzuver-

lässige Schuldner würde belohnt. Die Laffer-Kurve des Schuldenerlasses gilt also nur ex-post bei gegebenem Schuldenstand und bei gegebener Zahlungsfähigkeit und -willigkeit; ex-ante verschiebt die Möglichkeit eines Schuldenerlasses die Kurve nach links unten (auf LF'), und damit gilt ex-ante nicht mehr, daß durch einen Schuldenerlaß der Marktwert der verbleibenden Restschuld steigt. Der Marktpreis der Nominalschuld ($tg \alpha$) kann sinken. Die Laffer-Kurve des Schuldenerlasses ist insgesamt auch wegen des Anreizeffekts eine schwache Begründungsbasis für die Notwendigkeit eines Schuldenerlasses.

16. Die mit der Sachs-Krugmanschen Laffer-Kurve verbundene These, daß die Gläubiger Zugriff auf die Wachstumsraten eines Landes haben, ist empirisch fragwürdig. So hatte Chile bei starken Rückzahlungen eine relativ hohe Wachstumsrate von 3,5 v. H. (1983 - 1988), während Argentinien achtzehn Monate nach der Zahlungseinstellung im April 1988 nahezu kollabierte (*Bulow und Rogoff* 1990, S. 37). Länder wie Indonesien und Korea, allerdings nicht hoch verschuldet, leisteten relativ zum Bruttosozialprodukt größere Nettotransfers, hatten aber gleichzeitig wesentlich höhere Wachstumsraten als reichere lateinamerikanische Länder. Auch ergibt sich in einer Regression für alle hoch verschuldeten Länder nur ein äußerst schwacher Zusammenhang zwischen Nettotransfer und dem Wachstum des Bruttosozialprodukts (*Eaton* 1990, S. 47).

17. Unsere bisherige Argumentation über den Schuldenerlaß erfolgte unter Effizienzgesichtspunkten, auch unter Berücksichtigung der Anreizwirkungen in einem intertemporalen Sinn. Oft wird der Schuldenerlaß unter internationalen Verteilungsaspekten diskutiert. Allerdings steht diese These auf schwachen Füßen (*Bulow und Rogoff* 1990, S. 37). Das durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen der „stark verschuldeten Länder mit mittlerem Einkommen“ lag 1988 bei 1 730 \$, in den Entwicklungsländern Ostasiens dagegen bei 540 \$.

III. Das Problem der richtigen Anreize

18. Auch die Verfechter eines Schuldenerlasses erkennen das Moral Hazard Problem. Es werden deshalb Mechanismen vorgeschlagen, die diese Frage lösen sollen. Dabei werden Auflagen über die Verwendung der Kredite und damit über die Wirtschaftspolitik des Schuldnerlandes, eine stärkere Rolle internationaler Organisationen und neue institutionelle Regelungen einschließlich neuer Vertragsformen diskutiert. Kontrovers ist dabei, inwieweit die vorgeschlagenen Mechanismen die richtigen Anreize setzen.

Während die Vertreter eines Schuldenerlasses auf die Überwindung eines gegebenen Schuldenüberhangs abstellen, betrachten die Vertreter der richtigen Anreize die Frage, wie Moral Hazard Probleme vermieden und die zukünftigen internationalen Finanzbeziehungen effizienter und stabiler

gestaltet werden können. Dabei handelt es sich nicht um den Abbau eines ex nunc oder ex post gegebenen Schuldenstandes, sondern um die ex ante Frage, wie die institutionellen Regelungen der internationalen Finanzbeziehungen das Verhalten von Kreditnachfragern und Kreditanbietern beeinflussen. Analytisch lassen sich beide Fragenkomplexe trennen, aber für praktische Lösungen sind beide Aspekte simultan zu betrachten.

19. Bei der Auflagen-Politik des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank geben diese Organisationen Kredite gegen das Versprechen, daß die verschuldeten Länder einer Wirtschaftspolitik der strukturellen Anpassung, der Änderung ihrer institutionellen Regelungen und der makroökonomischen Bedingungen folgen, die eine höhere Wachstumsrate mit sich bringen. Private zusätzliche Kredite der Banken werden von der Kreditgewährung durch Internationalen Währungsfond und Weltbank abhängig gemacht. Auch der Brady-Plan ist hier einzuordnen. Neue Kredite (*AC* in Schaubild 2) würden zwar den Marktwert senken, aber die Laffer-Kurve verschiebt sich nach oben; der Preis am Sekundärmarkt und der Marktwert kann steigen (Bewegung von *A* nach *B* in Schaubild 2).

20. Den Krediten des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank wird ein besonderer Status zugesprochen, da bisher nur wenige Länder diese Kredite explizit haben platzen lassen. Dieser Vorzugsstatus der beiden internationalen Organisationen resultiert jedoch daher, daß bisher mehr Kredite ausgegeben als zurückgezahlt wurden. Beispielsweise erhielten 1982 - 1987 die hochverschuldeten Länder von den multilateralen offiziellen Kreditgebern für jeden zurückgezählten Dollar 1,29 \$ an neuen Krediten (*Bulow* und *Rogoff* 1990, S. 34). Das Schuldnerland erhält also netto einen positiven Cash Flow über den relevanten Planungszeitpunkt, und das Portfolio der Weltbank ist wie bei einem „Ponzi“ Spiel (*Sjaastad* 1991) mit einer größeren Rate als der erwartete Zinssatz gewachsen.

Die internationalen Organisationen werden ihren Vorzugsstatus sofort verlieren, wenn der Cash Flow für die Schuldner negativ wird. In einer solchen Situation kann sich für die Weltbank die Erfahrung der Privatbanken wiederholen: Der Versuch, eine Zahlungseinstellung durch die Schulden zu vermeiden oder hinauszuschieben, reduziert dann den Wert des Portfolios. Um einer solchen Situation vorzubeugen, wird vorgeschlagen, daß die Weltbank ihre Schulden abschreibt und die Verluste ihren Sponsoren zuweist (*Bulow* und *Rogoff* 1990, S. 39).

21. *Kenen* (1990) und *Sachs* (1990) schlagen einen Schulden-Anleihe-Tausch durch eine neue internationale Organisation (International Debt Facility) vor, die unabhängig von oder als Teil von Weltbank und Internationalem Währungsfond konzipiert ist. Diese Organisation kauft die Forderungen der Banken zum Diskont auf und finanziert sich über Anleihen. Der Nominalwert der Anleihen ist geringer als die Bankschuld. Der Marktwert der privaten

Bankkredite an die hochverschuldeten Länder belief sich Mitte 1990 auf etwa 94 Mrd. \$ (Nominalwert 300 Mrd. \$). Unklar ist, ob die neue internationale Organisation nur einen Teil der Kredite zurückkaufen würde, wie die Anteile der einzelnen Länder am Gesamtrückkauf bestimmt werden und wie sich eine solche Agentur angesichts der Tatsache finanziert, daß der Rückkauf den Marktwert der Forderungen steigen läßt. Auch bei einer solchen Lösung stellt sich die Frage eines wirtschaftspolitischen Moral Hazards; *Bulow* und *Rogoff* (1990, S. 34) befürchten, daß „a debt facility would be a black hole for aid funds“.

22. Ein interessanter Einstieg in die Schuldendiskussion kommt aus der Analyse der internationalen Kreditbeziehungen als langfristiges Vertrags- oder strategisches Problem. Die Situation ist dadurch gekennzeichnet, daß private Kapitalgeber beim souveränen Schuldner keinen Durchgriff haben und sich der Schuldner ex post – also nach Abschluß der Kreditverträge – strategisch verhalten kann. Hier besteht eine Analogie zum „obsolescence bargaining“ von *Investitions-* (*Thomas* und *Worrall*, 1990) und *Rohstoffverträgen* (*Siebert* 1988) mit idiosynkratischem Charakter. Hat der Schuldner den Kredit erhalten, so ist er im Prinzip an einer Rückzahlung nicht interessiert. Damit entsteht eine strategische Interdependenz zwischen den Parteien des Kreditvertrages im Sinne der dynamischen Spieltheorie. Zusätzliche Probleme sind: Bei Informationssymmetrie zwischen den einzelnen Kreditgebern über die Gesamtverschuldung eines Landes werden die Kredite interdependent. Der Kreditgeber kann von adverser Selektion betroffen sein.

Gegen strategisches Verhalten der Kreditnehmer kann sich der Kreditgeber zu schützen suchen – bei hinreichenden Sanktionsmöglichkeiten („gunboat“ technology) oder durch Kreditlimitierung. Aber folgende Fragen bleiben: Gibt es kooperative Lösungen zwischen Kreditgebern und -nehmern? Gibt es ein Vertragsrisiko? Wie kann man mit Staaten als souveränen Schuldnern sich selbsterfüllende Verträge (self enforcing contracts) gestalten, so daß die Verträge langfristig stabil sind und der Schuldner kein Interesse hat, aus dem Vertrag auszuscheren (*Mohr* 1990)?

23. Ein entscheidendes stabilisierendes Element der selbsterfüllenden Verträge ist, daß zur Fortsetzung des Vertrages der Schuldner in der jeweils nächsten Periode einen positiven Nettonutzen aus dem Vertrag ziehen muß, also der Bruttonutzen des Vertragsbruchs die Kosten des Vertragsbruchs nicht übersteigt¹¹. So könnte man daran denken, daß Banken einen Finanzfonds schaffen, zu dem die Schuldnerländer zusätzlichen Zugang haben, wenn sie (ex-ante) bestimmte Bedingungen über die Wirtschaftspolitik erfüllen. *Nunnenkamp* und *Stüven* (1991 b) schlagen eine nachträgliche Vorteilsgewährung an das Schuldnerland vor, wenn dieses Land sich angepaßt hat. Ein analoges

¹¹ Vgl. dazu den positiven Cash-Flow für ein Land bei Krediten der Weltbank.

Resultat für die Stabilität von Investitionsverträgen erzielen *Thomas und Worrall* (1990). In einem anderen Ansatz wollen *Nunnenkamp und Stüven* (1991 a) die Kreditverträge dadurch stabiler machen, daß sie es durch einen Zusatzvertrag gegenüber Dritten dem Gläubiger erschweren, einen Schuldennachlaß zu gewähren¹².

24. Ein Element, das die Stabilität in langfristigen Kreditverträgen beeinflußt, ist die Allokation von Risiken auf beide Parteien. Die bisherigen Kreditverträge hatten das Zinsrisiko und auch das Risiko einer Verschlechterung der Terms of Trade den Schuldnerländern zugewiesen. Durch situationsabhängige Verträge („contingent claims contracts“) ist es möglich, eine Risikoteilung zu erreichen, indem etwa die Zahlungsverpflichtungen eines Landes von den objektiven Zuständen der Welt abhängig gemacht werden. So kann die Zahlungsverpflichtung eines Ressourcenlandes mit den Weltmarktpreisen der exportierten Rohstoffe variieren. Oder die Zinsen können festgeschrieben werden. Durch solche Regelungen kann der Anreiz, den Vertrag zu brechen, reduziert werden. Die Überlegungen sind bei der Umstrukturierung der Kredite in neuen Verträgen zu beachten. Allerdings ist zu berücksichtigen, daß dann der Gläubiger das entsprechende Risiko übernehmen muß und damit – abhängig von seiner Risikohaltung – sein Anreiz geringer wird, Kredite zu geben.

25. Beteiligungskapital hat situationsabhängigen Charakter, da eine Zahlung von Dividenden dann nicht erforderlich ist, wenn keine Gewinne anfallen; von daher wird eine Verpflichtung bei einem ungünstigen Zustand der Welt nicht virulent, der ungünstige Ast der Wahrscheinlichkeitsverteilung wird abgeschnitten.¹³ Allerdings hat Beteiligungskapital die Konsequenz, daß im Fall eines positiven Zustandes der Welt Transfers aus dem Land erfolgen; das Land muß also bereit sein, die Allokation der Risiken und die Vorteile aus einer vertraglichen Regelung zu akzeptieren. In aller Regel ist der Realzinsatz für Direktinvestitionen höher als für Portfoliokapital. Es spricht einiges dafür, daß die Entwicklungsländer ihre negative Haltung gegenüber Direktinvestitionen, die in den sechziger Jahren die vorherrschende Form des Kapitaltransfers waren, ändern und die Bedingungen für Beteiligungskapital verbessern sollten. Dazu zählt auch, das Investitionsrisiko – etwa das Risiko der Enteignung oder einer Änderung der Besteuerung – generell zu reduzieren.

26. Überlegenswert ist der Vorschlag *Eaton's* (1990), international, etwa im Weg der vertraglichen Vereinbarung, eine analoge Regelung zu Chapter 11 zu etablieren. Eine solche Regelung würde Zustände der Welt definieren, in denen ein Kreditvertrag nicht mehr einzuhalten ist. Der Vertrag selbst ist also situationsabhängig (contingent), und zwar in bezug auf objektive Tatbe-

¹² Allerdings erfordert auch dieser Vorschlag eine situationsabhängige Möglichkeit, bei Zahlungsunfähigkeit den Vertrag nicht zu erfüllen. Vgl. *Eaton* (1990).

¹³ Zur Frage, inwieweit Direktinvestitionen generell überlegen sind vgl. *Corsepius und Schweickert* (1990).

stände. Voraussetzung einer solchen institutionellen Lösung ist, daß damit kein Anreiz gegeben wird, den ungünstigen Zustand herbeizuführen. Auch ist derzeit nicht zu sehen, wie ein solcher Vorschlag konkretisiert werden kann.

27. Während *Kenen* (1990) und *Sachs* (1990) die Lösung der Verschuldungskrise in einer neuen internationalen Organisation sehen, betonen andere (*Bulow und Rogoff* 1990), daß die Lösung zu einem großen Teil dezentral von den privaten Banken gefunden werden muß. Die privaten Banken haben die Krise mit verursacht, sie sollen auch den Preis bezahlen und aus ihrem Verhalten lernen. Die Strategie besteht darin, die privaten Kredite „hängen zu lassen“ (*Bulow und Rogoff* 1990) und darauf zu setzen, daß die Vertragsparteien eine effiziente Lösung finden (*Eaton* 1990). Allerdings läßt der Druck, effiziente Lösungen zwischen den Banken und den Ländern zu finden, mit der Verfügbarkeit offizieller Kredite nach.

Cohen (1989) schlägt ein verallgemeinertes, aber dezentralisiertes Rückkaufsystem vor, das die Bewertung der Nominalschuld als Ausgangspunkt nimmt. Da die Banken die Schuldenbestände in der Hoffnung auf eine positive Entwicklung nicht abschreiben wollen, schlägt *Cohen* vor, daß die aus den Schuldverpflichtungen folgenden Stromgrößen, also der Transfer (d. h. Zinsdienst und die vorgesehene Rückzahlung des jeweiligen Jahres) zu den Preisen des Sekundärmarktes heruntergestuft werden. Dies wäre eine allgemeine „contingency“-Formel, aber *Cohen* muß einen fiktiven Preis am Sekundärmarkt betrachten, der sich ohne strategisches Verhalten des Schuldnerlandes einstellen würde. Damit läßt sich die „contingency Klausel“ nicht spezifizieren, und das Moral Hazard Problem bleibt ungelöst.

28. Durch die stärkere Rolle des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank hat die Bedeutung der Forderungen privater Banken an SIMICS in der Zeit von 1984 - 89 von 71 v. H. auf 57 v. H. abgenommen, während der Anteil der öffentlichen Kredite von 18 v. H. auf 33 v. H. gestiegen ist. Die Lösung der Verschuldungskrise ist deshalb nicht mehr allein ein Problem der privaten Kredite. Dies gilt noch stärker, wenn man neben Lateinamerika auch Osteuropa ins Bild rückt, wo ein Großteil der Kredite öffentlich ist (Tabelle 5). Bei den offiziellen Kreditgebern stellt sich allerdings die Frage, ob sie bei gegebener Kapitalausstattung an eine Finanzierungsrestriktion gelangen und ob die öffentlichen Schulden nicht abzuschreiben sind.

29. Bei der Strategie, die privaten ausstehenden Kredite im wesentlichen der Verhandlung zwischen Banken und Schuldnerländern zu überlassen, fällt den internationalen Organisationen vorwiegend die Rolle zu, Entwicklungshilfe zu geben, und zwar unabhängig von der Verschuldungssituation. Es bleibt den Empfängerstaaten überlassen, ob sie die Entwicklungshilfe zur Schuldentilgung verwenden wollen. Die Entwicklungshilfe würde einmal an den unterschiedlichen Einkommensbedingungen in der Welt orientiert sein, und sie würde zum anderen zur Lösung von internationalen Externalitäten

eingesetzt, etwa Anreize zur Lösung globaler Umweltprobleme wie bei der Klimaerwärmung oder positiver Spillover wie bei der Erhaltung des Regenwaldes setzen.

IV. Anpassung und Wachstum

30. Die Frage der richtigen Anreize stellt sich nicht allein in bezug auf die Einhaltung von Kreditverträgen, sondern auch in bezug auf die Frage, ob die Schuldnerländer nicht durch eine geeignete Wirtschaftspolitik ihre Verschuldungsprobleme lösen können. Das ist die Perspektive der Zahlungsfähigkeit, und nicht der Zahlungswilligkeit.¹⁴ Vordergründig geht es dabei um die Erzielung eines Handelsbilanzüberschusses, grundsätzlich handelt es sich aber darum, die Bedingungen für wirtschaftliches Wachstum zu verbessern.

31. Die Lösung der Verschuldungskrise aus eigener Kraft erfordert zunächst einmal, einen hinreichend positiven Handelsbilanzsaldo zu erzielen, um den Schuldendienst leisten zu können, oder aber das Handelsbilanzdefizit so niedrig zu halten, daß privates Kapital netto zufließt¹⁵. Der definitorische Zusammenhang zwischen Leistungsbilanz Z^L , Handelsbilanz Z und dem Finanzierungssaldo \dot{B} ist in Gleichung (1) dargestellt.

$$(1) \quad Z^L = Z - rB = Y - A - rB = S - I - (G - T) = -\dot{B}$$

Eine kurz- und mittelfristige Strategie zur Erzielung eines Handelsbilanzüberschusses besteht in der Reduzierung der Absorption (expenditure recution) und der Umstrukturierung der Absorption weg von den handelbaren Gütern (expenditure switching).

Die Reduzierung des Budgetdefizits ist ein wichtiger Schritt zur Verringerung der Absorption, also der Ansprüche der Inländer an das Sozialprodukt und damit zur Aktivierung des Finanzierungssaldos. Allerdings wirft eine Verringerung der staatlichen Ausgaben Akzeptanzprobleme auf. Außerdem ist eine Reduktion des Budgetdefizits dann wirkungslos, wenn sie nicht im Paket mit einer Stabilisierungspolitik und einer glaubwürdigen Geldpolitik verbunden ist (siehe unten).

Eine reale Abwertung bewirkt eine Verlagerung der Produktion zugunsten der handelbaren Güter; der Anreiz, nicht handelbare Güter herzustellen, wird

¹⁴ Das Schuldnerland verhält sich also, als ob es nicht souverän ist. Mit anderen Worten: Die Kreditgeber haben hinreichende Sanktionsmöglichkeiten.

¹⁵ Der Leistungsbilanzsaldo Z^L (linke Seite) entspricht dem Finanzierungssaldo ($-\dot{B}$). $Z = Y - A$ kennzeichnet den Handelsbilanzsaldo als Differenz von Produktion (Y) und Absorption (A), B ist die Schuld und \dot{B} ihre Veränderung in der Zeit. $S - I - (G - T)$ bezeichnet den Finanzierungssaldo zwischen Ersparnissen und Investitionen und dem Budgetdefizit des Staates (G bezeichnet staatliche Ausgaben, T die Steuereinnahmen).

geringer, und es stellt sich ein Handelsbilanzüberschuß ein¹⁶. Insgesamt waren die in Zusammenhang mit der Schuldenkrise verfolgten Strategien erfolgreich, beachtliche Handelsbilanzüberschüsse zu erzeugen (*Edwards und Larrain* 1989, S. 15), aber die Überschüsse waren nicht hinreichend, den Zinsdienst zu finanzieren.

Folgt man der Vorstellung, daß die verschuldeten Länder einen Überschuß in ihrer Handelsbilanz erzielen sollen, so muß im Sinne der Transfertheorie die Forderung erhoben werden, daß die Gläubigerländer als Gesamtheit ein Defizit in ihrer Handelsbilanz hinnehmen, zumindest aber protektionistische Barrieren abgebaut und Märkte für die Entwicklungsländer geöffnet werden. Eine solche Strategie eines Abbaus des Protektionismus in den Industrienationen würde in dem Sinn zu einer gütermäßigen Lösung der Verschuldungskrise beitragen, daß durch verstärkten Handel Effizienzgewinne auch in den verschuldeten Ländern auftreten, die sich letztlich in wirtschaftlichem Wachstum auswirken. Allerdings würde dieser Ansatz bedeuten, daß ein realer Ressourcentransfer an die Industrienationen stattfindet.

32. Wesentlich bedeutender als die reale Abwertung erweist sich die Ausrichtung der Außenwirtschaftspolitik. Aus einer Reihe empirischer Untersuchungen folgt, daß Länder mit einer außenorientierten Entwicklungspolitik besser gefahren sind als Länder mit einer binnenorientierten Strategie, etwa im Sinne der Importsubstitution (*Edwards* 1987, S. 23). Die Außenorientierung umfaßt dabei eine Handelsliberalisierung durch Abbau der Importzölle,¹⁷ eine geringe Dispersion der Zölle auf viele Sektoren beispielsweise durch eine Importzollstruktur, die sich vorwiegend auf Endprodukte und nicht auf Inputs und Kapitalgüter bezieht, einen Abbau der bei Entwicklungsländern beachtlichen nicht-tarifären Importhemmnisse, eine größere Rolle eines nicht-verzerrten, an den Weltmarkt angebotenen Preissystems und die Vermeidung der Überbewertung der heimischen Währung. Insbesondere der Vergleich Lateinamerika mit den asiatischen Ländern zeigt, daß eine angebotsorientierte Entwicklungsstrategie der Außenorientierung auf lange Frist Erfolg hat und sich in hohen Wachstumsraten niederschlägt.

Die Außenorientierung zusammen mit einem marktgerechten Wechselkurs hat nicht zuletzt den Vorteil, bestehende Verzerrungen zugunsten der Importsubstitute und der nicht-handelbaren Güter abzubauen und ein Exportmix zu schaffen, das besser gegen einen Verfall der Terms of Trade geschützt ist¹⁸.

33. Neben der Außenorientierung sind institutionelle Reformen erforderlich. In den meisten verschuldeten Ländern wird ein beachtlicher Teil des

¹⁶ Vgl. jedoch *Dornbusch* (1988).

¹⁷ Der Abbau der Zölle verringert die Staatseinnahmen und erschwert die Reduzierung des Budgetdefizits.

Staatsdefizits über die Geldmengenexpansion finanziert; wer Geld hält, zahlt de facto eine Inflationssteuer. Grundsätzlich muß diese Finanzierungsquelle staatlicher Defizite, etwa durch eine entsprechende konstitutionelle Regelung, ausgeschlossen werden. Um die Inflation zu vermeiden, muß eine preisniveauneutrale Geldpolitik betrieben werden; die Notenbank muß unabhängig sein.

34. Bei Kapitalflucht sind die Ersparnisse in Gleichung (1) um die Kapitalexporte nach unten zu korrigieren. Es wird geschätzt, daß das Fluchtkapital den Nominalwert der Bankschulden an die hochverschuldeten Länder übersteigt (*Bulow und Rogoff 1989, S. 37*). Bei offener Kapitalflucht durch sichtbaren Kapitalexport muß das Finanzierungsloch durch Auslandsverschuldungen des Staates „gestopft“ werden. Bei verdeckter Kapitalflucht erhöht sich im Handelsbilanzsaldo die Absorption z. B. durch Over-Invoicing der Importe, oder es wird ein geringeres Sozialprodukt ausgewiesen, z. B. durch Under-Invoicing der Exporte, und die Ersparnisse fallen entsprechend niedriger aus: Auch in diesem Fall muß die Verschuldung im Ausland den Fehlbetrag abdecken.

Wenn es gelingen würde, die Kapitalflucht einzudämmen oder im Ausland angelegte Gelder zu repatriieren, so wäre damit eine wichtige Voraussetzung für einen aktiven Finanzierungssaldo erfüllt. Glückt eine preisniveaustabilisierende Geldpolitik nicht, so lassen sich Abwertungserwartungen im Sinne der Zinsparität nur durch höhere Realzinsen auffangen, wenn Kapitalflucht vermieden werden soll. Höhere Realzinsen aber verdrängen die dringend erforderlichen Investitionen.

35. Kapitalmärkte sind in den meisten Entwicklungsländern nicht oder kaum entwickelt. Die privaten Ersparnisse werden durch das Banksystem gesammelt; Regierung und quasi-staatliche Unternehmen erhalten bevorzugt Kredite von den Banken. Damit ist eine Lenkungsfunktion der Kapitalmärkte kaum gegeben. Kleinere und neue Unternehmen haben keinen Zugang zu Finanzmitteln. Obwohl die Sparquote in einer Reihe von Entwicklungsländern hoch ist und damit eine wichtige Voraussetzung für die Kapitalbildung

¹⁸ Man vergleiche den Anteil der Primär- und Industrieprodukte an den Exporten Brasiliens und Koreas.

**Anteile Primär- und Industrieprodukte (v. H.) in Güterexporten
Brasilien und Korea 1988**

	Primärprodukte	Industrieprodukte
Brasilien	52	48
Korea	7	93

Quelle: World Bank World Development Report 1990, Tabelle 15.

gegeben wäre, gelingt es infolge nicht funktionierender Kapitalmärkte und infolge von Kapitalflucht nicht, die Ersparnisse im Land zu dem „besten Wert“ zu bringen.

Investitionen sind sowohl für inländische als auch für ausländische Investoren unattraktiv. Die Kosten des Kapitals sind wegen der hohen realen Zinssätze groß; und Unsicherheit über die Besteuerung und über Eigentumsrechte, aber auch politische Instabilität, erhöhen die Risikoprämie.

36. In vielen Ländern Lateinamerikas wie in Entwicklungsländern insgesamt spielen öffentliche Unternehmen eine bevorzugte Rolle. Eine von der Weltbank gezogene Stichprobe von neunzehn Entwicklungsländern zeigt, daß Mitte der achtziger Jahre der Beitrag der öffentlichen Unternehmen zur Kapitalbildung den Beitrag zur Wertschöpfung überstieg und daß er in dreizehn Ländern mehr als 20 v. H. betrug. In einigen Fällen überschritt er sogar die 50 v. H. Grenze (z. B. Venezuela). Finanziert wurde die Kapitalbildung zu einem wesentlichen Teil mit Krediten, die auf internationalen Kapitalmärkten aufgenommen und mit staatlichen Garantien versehen wurden. Die Garantien sind mitverantwortlich dafür, daß den öffentlichen Unternehmen der Zugang zu den Kapitalmärkten erleichtert wurde und die Auslandsschulden von öffentlichen Unternehmen in den achtziger Jahren schneller wuchsen als die von privaten Unternehmen, die derartige Garantien nicht erhielten und daher auch nicht von den Kapitalgebern präferiert wurden.

Weltbankstudien zeigen auf der Basis von neunundneunzig Entwicklungsländern, daß sich die direkten Auslandsschulden von öffentlichen Unternehmen auf mehr als 20 v. H. der gesamten Auslandsschulden der Länder beliefen und bis 1986 noch absolut zunahmen, während die Schulden des privaten Sektors nach 1984 absolut sanken (World Development Report 1988, S. 170 - 172). Bezieht man indirekte Schulden mit ein (Kreditaufnahmen der Regierungen, die auf öffentliche Unternehmen übertragen wurden oder Kreditaufnahmen der öffentlichen Unternehmen, die wie in Mexiko zur Deckung des Staatsdefizits „weitergereicht“ wurden), so konzentrierten sich in einigen Ländern (u. a. Brasilien, Mexiko, den Philippinen und Sambia) mehr als 50 v. H. der gesamten ausstehenden Auslandsschulden auf die öffentlichen Unternehmen.

Kapitalverschwendung und schließlich Zahlungsunfähigkeit der öffentlichen Unternehmen haben die öffentlichen Budgets der Länder in zweifacher Form schwer belastet; zum einen über die Garantieverpflichtung der Regierungen gegenüber den ausländischen Gläubigern, zum anderen über die notleidenden heimischen Kredite im Portfolio staatlicher Banken in den Ländern selbst, die die Regierungen als Anteilseigner zur Rekapitalisierung des Bankensektors zwangen. Diese Bevorzugung öffentlicher Unternehmen sollte abgebaut werden; staatliche Unternehmen sollten privatisiert werden;

Anreize, eine Firma zu gründen, sollten vermehrt werden, und insgesamt sollte dem Wettbewerb eine größere Rolle eingeräumt werden.

V. Abschließende Bemerkungen

37. Es liegt nahe, die hier diskutierten drei Wege aus der Verschuldungskrise, nämlich Schuldenerlaß, das Setzen richtiger Anreize und eine außen- und wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik mit institutionellen Reformen nicht isoliert zu betrachten. Nicht zuletzt kommt es auf die Gewichte der drei Aspekte bei der Lösung an. Ein reiner Schuldenerlaß wird die Grundfrage des Zugangs zum Kapitalmarkt und damit eines günstigen Entwicklungsprozesses für die Zukunft ebenso wenig beantworten können wie eine neue internationale Entschuldungsagentur. Manche der angesprochenen Mechanismen der Entschuldung können das Problem – auch im Sinne eines „muddling through“ (Feldstein 1987) – entschärfen. Notwendig sind intelligente institutionelle Regelungen, die das Vertragsrisiko reduzieren und stabil sind. Hierzu zählen situationsabhängige Kreditverträge und Direktinvestitionen. Letztlich aber sind in den Entwicklungsländern langfristig orientierte institutionelle Reformen und eine andere Orientierung der Wirtschaftspolitik erforderlich.

In der Therapie und in der Behandlungsmethode besteht bis zu einem gewissen Grad eine Analogie zwischen Lateinamerika und Osteuropa. Eine konsequente Außenorientierung der eigenen Entwicklungspolitik, institutionelle Reformen im Geldwesen, eine Reduzierung des staatlichen Budgetdefizits und eine Zurückdrängung staatlicher Unternehmen sind neben einem Stabilisierungsprogramm Punkte, die in beiden Regionen der Welt auf der Tagesordnung stehen.

38. Vieles spricht dafür, daß die Schuldenkrise Lateinamerikas nicht die Ursache der geringen Wachstumsrate ist, sondern ein Symptom. Der Vergleich Lateinamerika mit den Erfahrungen der asiatischen Länder zeigt, daß eine Binnenorientierung Länder auf mittlere und längere Frist von der internationalen Arbeitsteilung abschottet, während eine bewußte Außenorientierung über die Integration in die Weltwirtschaft hohe Wachstumsraten gestattet. Außerdem haben die institutionellen Regelungen eines Landes – die Wirtschaftsordnung – eine nachhaltige Auswirkung auf den Wohlstand der Nationen.

Tabelle 1

Entwicklung der Auslandsverschuldung aller Entwicklungsländer 1970 - 1989

	1970	1975	1980	1985	1986	1987	1988	1989
Gesamte Auslandsverschuldung (Mrd. US-\$)	66,2 ^{a)}	162,0 ^{a)}	579,7	955,4	1050,0	1180,0	1156,4	1174,1
Auslandsverschuldung/BSP (v. H.)	14,1 ^{a)}	15,4	27,8	44,7	48,0	50,7	44,8	n. v.
Schuldendienst ^{b)/} Exporte von Gütern und Diensten (v. H.)	14,9	13,0	15,8	28,9	30,1	27,1	26,7	n. v.
Nettotransfers ^{c)} aus Kreditbeziehungen (Mrd. US-\$)	5,2	20,6	30,0	-33,2	-33,1	-32,0	-45,4	-51,4
Nettozuflüsse ^{d)} ohne Kredite (Mrd. US-\$)	n. v.	n. v.	n. v.	33,3	28,8	36,9	34,0	n. v.
Veränderung der Nettoauslandsvermögensposition ^{e)} (Mrd. US-\$)	n. v.	n. v.	n. v.	0,1	-4,4	4,9	-11,4	n. v.

^{a)} Nur langfristige Verschuldung - ^{b)} Exkl. IMF - ^{c)} Nettozuflüsse minus Zinszahlungen - ^{d)} Einbezogen sind öffentliche Transfers, (Netto)Direktinvestitionen, SZK-Zuteilungen, Goldverkäufe und Bewertungsveränderungen - ^{e)} Nettotransfers aus Kreditbeziehungen plus Nettozuflüssen ohne Kredit.

Quelle: World Debt Tables, 1988/89 and 1989/90, World Bank 1988, 1990, Washington D. C.; World Economic Outlook April 1989, Washington D. C. 1989.

Tabelle 2

Regionale Aufteilung der Auslandsverschuldung 1989

	Auslands- verschuldung ^{a)} (Mrd. US-\$)	Anteil private Banken ^{b)}	Verschul- dung ^{c)} / BSP (v. H.) ^{d)}	Schuldendienst ^{c)} / Exporte von Gütern und Diensten (v. H.) ^{d)}
Alle Entwicklungs- länder	1174,1	40,2	44,8	26,7
Afrika, südlich der Sahara ^{e)}	145,9	16,4	93,8	23,9
Ostasien und pazifische Länder	204,8	37,9	27,0	17,6
Lateinamerika und karibische Länder	423,6	59,8	50,7	38,1
Nordafrika und mittlerer Osten	126,5	16,0	79,3	38,4
Südasien	102,8	24,2	26,5	21,6
Europa und mediterrane Länder	170,4	44,5	53,4	28,0

a) Inkl. IWF-Kredit – b) Langfristige Schuld – c) Exkl. IWF-Kredite – d) 1988 –
e) Exkl. Südafrika

Quelle: World Debt Tables 1989/90, World Bank, Washington D.C. 1990.

Tabelle 3

Zuflüsse und Abflüsse von Kapital stark verschuldeter Länder mit mittlerem Einkommen aus privaten und öffentlichen Kreditquellen^{a)} und aus Direktinvestitionen 1984 - 1989 (Mrd. US-\$)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Netto Kreditzuflüsse ^{b)}	13,7	4,8	5,2	11,5	7,3	1,4
Zinszahlungen	37,6	37,1	31,8	30,5	35,9	33,5
Nettotransfers aus Kreditbeziehungen ^{c)}	-23,9	-32,3	-26,6	-19,0	-28,5	-32,1
Nettozuflüsse ohne Kredit ^{d)}	4,7	3,6	1,1	4,5	6,2 ^{f)}	n. v.
Veränderung Nettoauslandsvermögensposition ^{e)}	-19,2	-28,7	-25,5	-14,5	-22,3 ^{f)}	n. v.

^{a)} Einbezogen sind staatliche, staatlich garantierte und garantierte private Kredite aus öffentlichen und privaten Kreditquellen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr.

– ^{b)} Nettokreditzuflüsse: Brutto-Neukredite minus Tilgung auf Altkredite. – ^{c)} Nettotransfers: Nettokreditzuflüsse minus Zinszahlungen; bei negativem Vorzeichen sind die Nettotransfers Abflüsse. – ^{d)} Einbezogen sind öffentliche Transfers, (Netto-)Direktinvestitionen, SZR-Zuteilungen, Goldverkäufe und Bewertungsänderungen. – ^{e)} Nettotransfers aus Kreditbeziehungen plus Nettozuflüsse ohne Kredite. – ^{f)} Exkl. Brasilien – n. v. = nicht verfügbar.

Quelle: World Debt Tables 1989/90, World Bank, Washington D.C. 1990; IFS Yearbook 1989 und IFS Juni 1990, IMF, Washington, D.C. 1990.

Tabelle 4: Auslandsverschuldung stark verschuldeter Länder mit mittlerem Einkommen 1989

	Gesamte Auslandsverschuldung ^{a)} (Mrd. US-\$)	Schulden gegenüber privaten Banken ^{b)} (v. H.)	Auslandsverschuldung ^{c)/} BSP (v. H.)	Schuldendienst ^{e)/} Exporte von Gütern und Diensten (v. H.)	Preise am Sekundärmarkt für Bankschulden Juli 1990 (v. H.)
Argentinien	56,5	62,2	79,7	36,6	14,5
Bolivien	4,6	16,1	106,4	47,6	11,5
Brasilien	112,1	64,8	32,5 ^{d)}	31,9	22,3
Chile	16,9	63,0	67,5	25,6	67,5
Costa Rica	4,6	45,8	93,8	29,9	38,3
Côte d'Ivoire	13,0	48,8	158,6	38,4	3,0
Equador	11,0	56,5	105,0 ^{d)}	23,6	16,0
Honduras	3,4	15,6	83,9	22,0	19,0
Mexico	90,8	68,5	47,2	36,5	43,4
Marocco	19,2	20,4	87,5	30,0	44,8
Nicaragua	8,7	18,4	n. v.	n. v.	3,5
Peru	19,5	38,3	71,7 ^{d)}	8,0	4,2
Philippinen	29,2	45,3	72,6	27,4	51,8
Polen	42,7	28,7	64,0	11,5	16,0
Senegal	3,6	2,8	69,5	22,8 ^{d)}	40,0
Ungarn	20,2	56,2	67,9	44,7	88,5
Uruguay	3,6	60,7	46,0 ^{d)}	33,7	49,0
Venezuela	33,1	85,9	56,1 ^{d)}	44,4	47,0
Total	515,2 ^{e)}	57,8	55,3	35,2	

a) Inkl. IWF-Kredite – b) Langfristige Schuld – c) Exkl. IWF-Kredite – d) 1988 – e) Einschließlich Kongo, das wegen der Revidierung von Daten nicht einzeln aufgeführt ist.

Quelle: World Debt Tables 1989/90, World Bank 1990, Washington D.C. 1990; Continental Bank; Deutsche Bank.

Tabelle 5: Auslandsverschuldung Osteuropa 1989

	Gesamte Auslandsverschuldung ^{a)} (Mrd. US-\$)	Schulden gegenüber privaten Banken ^{b)} (v. H.)	Verschuldung/ BSP (v. H.)	Schuldendienst ^{c)/} Exporte von Gütern und Diensten (v. H.)	Preise am Sekundärmarkt für Bankschulden (v. H.)
DDR	20,5 ^{e)}	n. v.	n. v.	n. v.	n. v.
Polen	42,7	28,7	64,0 ^{d)}	11,5 ^{d)}	16,0
Rumänien	2,6	21,7	n. v.	n. v.	n. v.
UdSSR	45,0 ^{e)}	n. v.	n. v.	n. v.	97,0
Ungarn	20,2	56,2	67,9 ^{d)}	44,7	88,5
Jugoslawien	20,1	59,5	40,9 ^{d)}	14,2	63,5

a) Inkl. IWF-Kredite – b) Langfristige Schuld – c) Exkl. IWF-Kredit – d) 1988 – e) BIZ-Gebiet Bankkredit

Quelle: World Debt Tables, 1989/90, World Bank 1990, Washington D.C.; PlanEcon Report, 21. Februar 1990, Plan Econ Inc., Washington D.C. 1990

Literatur

- Bulow, J. und Rogoff, K.* (1990): Cleaning up Third World Debt Without Getting Taken to the Cleaners. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, 1990, S. 31 - 42.
- Cohen*, (1989): Debt Relief and Secondary Market Discount, CEPR Discussion Paper Nr. 312, London.
- Corden, M.* (1988 a): Debt Relief and Adjustment Incentives. *IMF Staff*, Vol. 35, No. 4, Dezember.
- (1988 b): Macroeconomic Adjustment in Developing Countries. *IMF Working Papers* 88/13.
- Corsepius, U. und Schweickert, R.* (1991): Entwicklungsfinanzierung durch Direktinvestition statt Auslandsfinanzierung? Dieser Band, S. 195 - 207.
- Dooley, M. P.* (1988 a): Buybacks and Market Valuation of External Debt. *IMF Staff Papers*, Vol. 35, Nr. 2, S. 215 - 229.
- (1988 b): Self-Financed Buy-Backs and Asset Exchanges. *IMF Staff Papers*, Vol. 35, Nr. 4, S. 714 - 722.
- Dornbusch, R.* (1985): Policy and Performance Links between LDC Debtors and Industrial Nations. *Brooking Papers on Economic Activity* 2, S. 303 - 356.
- Eaton, J.* (1990): Debt Relief and the International Enforcement of Loan Contract. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, 1990, S. 43 - 56.
- Edwards, S.* (1987): Structural Adjustment Policies in Highly Indebted Countries. NBER Working Paper 2502, Cambridge Mass.
- Edwards, S. and Larrain, F.* (Hrsg.) (1989): Debt, Adjustment and Recovery: Introduction. Cambridge.
- Eichengreen, B. and Portes, R.* (1989): After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment during the Interwar Years. In: B. Eichengreen, R. Portes, H. Lipfert (Hrsg.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge Mass.
- Feldstein, M.* (1987): Latin America's Debt. Muddling Through Can Be Just Fine. *The Economist*, 27. Juni.
- Franke, G.* (1990): Avenues for the Reduction of LDC-Debt – An Institutional Analysis. Sonderforschungsbereich 178, Diskussionsbeiträge Nr. 100, Konstanz.
- Kenen, P. B.* (1990): Organizing Debt Relief: The Need for a New Institution. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, S. 7 - 18.
- Keynes, J. M.* (1929): The German Transfer Problem. *Economic Journal*, Vol. 39, S. 1 - 7.
- Krueger, A. O.* (1987): Debt, Capital Flows, and LDC Debt. *American Economic Review Papers and Proceedings* Vol. 77, S. 159 - 164.
- Krugman, P. R.* (1988): Financing vs. Forgiving a Debt Overhang. *Journal of Development Economics*, Vol. 29, pp. 253 - 268.
- (1988): Market-Based Debt-Reduction Schemes. In: Jacob A. Frenkel e. a. (Hrsg.): *Analytical Issues in Debt*, Washington D.C., S. 258 - 278.

- Lächler, U. and Nunnenkamp, P.* (1987): The Effects of Debt Versus Equity Inflows on Savings and Growth in Developing Countries. *Weltwirtschaftliches Archiv* 123, S. 631 - 649.
- Mohr, E.* (1990): *Economic Theory and Sovereign International Debt*. Habilitationsschrift, Kiel.
- Nunnenkamp, P. and Stüven, V.* (1991 a): How to Reduce Uncertainty for International Capital Flows? In: Horst Siebert (Hrsg.), *Capital Flows in the World Economy*, Kiel Conference, in Vorbereitung.
- (1991 b): Wirtschaftsreform, Schuldenerlaß und Souveränitätsrisiko. Zum Problem fehlender Investitionsanreize. Dieser Band, S. 179 - 192.
- Rogoff, K.* (1990): Symposium on New Institutions for Developing Country Debt. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, S. 3 - 6.
- Ross, S. A. and Westerfield, R. W.* (1988): *Corporate Finance*, St. Louis.
- Sachs, J.* (1986): Managing the LDC Debt Crisis. *Brooking Papers on Economic Activity* 2, S. 143 - 151.
- (1989): Conditionality, Debt Relief, and the Developing Country Debt Crisis. In: Jeffrey Sachs (Hrsg.): *Developing Country Debt and Economic Performance*, Vol. 1; *The International Financial System*, Chicago, S. 255 - 295.
- (1990): A Strategy for Efficient Debt Reduction. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, S. 19 - 29.
- Siebert, H.* (1987): Foreign Debt and Capital Accumulation. *Weltwirtschaftliches Archiv* 123 (4), S. 618 - 630.
- (1988): Langfristige Lieferverträge im internationalen Ressourcenhandel. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 108. Jg., Heft 2, S. 195 - 225.
- (1989): The Half and the Full Debt Cycle. *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 125, S. 217 - 229.
- (1990): *Außenwirtschaft*. 5. Aufl., Stuttgart, im Druck.
- Sjaastad, L. A.* (1991): The World Bank: Time for Reform. In: Horst Siebert (Hrsg.), *Capital Flows in the World Economy*. Kiel Conference 1990, in Vorbereitung.
- Stüven, V.* (1988): Incentive Effects of Self-Enforcing Contracts in International Lending. Kiel Working Paper No. 341.
- Tanzi, V. and Blejer, M. I.* (1984): Fiscal Deficits and Balance of Payments Disequilibrium in IMF Adjustment Programs. In: J. Muns (Hrsg.), *Adjustment, Conditionality, and International Financing*, Internationaler Währungsfonds, Washington, S. 117 - 136.
- Thomas, I. and Worral, T.* (1990): Foreign Direct Investment and the Risk of Expropriation. Kiel Working Paper No. 411.