

Lehren aus Schuldenkrisen in Emerging Markets für die Eurozone: Warum der neue Vorschlag des IWF zu kurz greift

Barbara Fritz¹

Der IWF hat einen neuen Ansatz zur Behandlung von Staatsschuldenkrisen vorgestellt. Der vergleichende Blick auf die Lektionen aus den Finanzkrisen in Schwellenländern in den 1990er Jahren und die Eurokrise zeigt, dass die klare Unterscheidung zwischen Liquiditäts- und Solvenzkrise die Grundlage erfolgreicher Lösung von Schuldenkrisen ist. Dies legen auch Modelle multipler Gleichgewichte nahe. Die Einführung einer dritten Zwischenkategorie, wie gerade vom IWF vorgeschlagen, könnte eher neue Risiken erzeugen; vor allem aber fehlt der entscheidende Schritt zur Etablierung eines Insolvenzrechts für souveräne Staaten. Angesichts der weltweit angestiegenen Staatsschulden und den damit verbundenen Risiken ist eine solche Regelung jedoch dringend erforderlich.

1 Ausgangspunkt: Was Europa von Emerging Markets lernen kann

Ein Jahrzehnt vor Ausbruch der Eurokrise erlebte eine ganze Reihe von *emerging markets* in Asien und Lateinamerika schwere Finanzkrisen, deren Ausmaß für diese Ökonomien mit dem der Eurokrise vergleichbar war. In praktisch keinem der damals betroffenen Länder, von Mexiko über die asiatischen Tiger bis Argentinien und Brasilien, waren die typischen Entwicklungsländerprobleme wie ausufernde Fiskaldefizite und hohe Staatsverschuldung der entscheidende Auslöser. Diese Diagnose gilt in jüngerer Zeit bei größeren Finanzkrisen eigentlich nur für den Fall Griechenland.

Bei der Mehrzahl der Schwellenländer wie Südkorea oder Brasilien trat hingegen ein *boom-bust*-Muster auf, das uns in Europa aus der Finanzkrise in Ländern wie Spanien oder Italien vertraut ist. Die Etablierung von festen oder quasi-festen Wechselkursen, bzw. die Euro-Mitgliedschaft, in Verbindung mit hohen Wachstumserwartungen, zog hohe Kapitalzuflüsse an. In Schwellenländern führte dies zu einer Aufwertung der Währungen, in den südlichen Euroländern aufgrund des fehlenden Wechselkurses zu steigenden Löhnen; beides löste einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit aus. Dadurch flossen die hohen Kapitalzuflüsse kaum in produktive Investitionen, sondern erzeugten vor allem Blasen an Aktien- und Immobilienmärkten. Der Vertrauensverlust der Investoren ab einem bestimmten Zeitpunkt sorgte für eine abrupte Umkehr der Kapitalflüsse und massive Probleme der Finanzierung von Staat und Privaten am internationalen Kapitalmarkt; ansteigende Zinsverpflichtungen, einbrechende Steuerzahlungen und die Rettung von überschuldeten Unternehmen und Banken trieben die Staatsschulden in die Höhe und ließen die Märkte für Staatsschuldtitel am Ende zusammenbrechen.

¹ Professorin an der Freien Universität Berlin, FB Wirtschaftswissenschaft und Lateinamerika-Institut; barbara.fritz@fu-berlin.de; www.lai.fu-berlin.de/homepages/fritz/.

2 Was Emerging Markets von Europa unterscheidet: Grenzen der Übertragbarkeit

Nicht alles ist vergleichbar zwischen diesen Ländern. Zum einen sind (wirtschafts-)politische Institutionen und Regeln in europäischen Ländern tendenziell angemessener und stabiler als in Emerging Markets; auch haben die Ökonomien aufgrund der diversifizierteren Produktionsstruktur und höheren finanziellen Entwicklung normalerweise eine höhere Widerstandsfähigkeit gegen Schocks als Schwellenländer. Allerdings wurde diese durch das Ausmaß der Euro-Krise jedoch offensichtlich zumindest vorübergehend außer Kraft gesetzt.

Zum zweiten haben zwar beide Ländertypen hohe Schulden im Ausland. Bei den Schwellenländern handelt es sich jedoch um Fremdwährungsverschuldung, deren realer Wert in heimischer Währung bei Abwertung der Währung steigt und ein wichtiger Brandbeschleuniger bei Finanzkrisen ist; andererseits haben diese Länder das Instrument der Währungsabwertung, mit dem unter Umständen die Wettbewerbsfähigkeit wieder verbessert werden kann. Die europäischen Länder konnten sich des Problems der Fremdwährungsverschuldung durch die Euro-Mitgliedschaft entledigen, haben aber dafür das Instrument der Abwertung aufgegeben.

Zum dritten verfügen Schwellenländer für ihre Auslandsverschuldung bei Refinanzierungsproblemen über keinerlei eigenen *Lender of Last Resort*, da ihre eigene Zentralbank keine Fremdwährung emittieren kann. Für die Euro-Länder hat die EZB zwar seit dem Ausbruch der Krise die Funktion des *Lender of Last Resort* für den Bankensektor übernommen, während sie diese für Staatsschulden über lange Zeit abgelehnt hat.

3 Lektion aus Emerging Market-Krisen: Klare Unterscheidung zwischen Liquiditäts- und Solvenzkrisen

Bei dem Management von Staats- oder auch Auslandsschuldenkrisen ist die Unterscheidung zwischen Illiquidität und Insolvenz von zentraler Bedeutung. Ein Land (oder auch ein Staatshaushalt oder ein Unternehmen) hat bei Liquiditätsproblemen ein kurzfristiges Problem der Schuldenbedienung, aber kein langfristiges oder grundsätzliches. Daher ist hier rasche und ausreichende Liquiditätsversorgung von außen angesagt. Im Falle eines Schuldners mit Solvenzproblemen jedoch verschlimmern neue Kredite das Problem, weil sie die Überschuldung noch weiter treiben; das einzig richtige Mittel ist hier eine Umschuldung mit dem Ziel der Schuldenreduzierung.

4 Gestützt durch ökonomische Theorie: multiple Gleichgewichte und die Rolle eines externen *Lender of Last Resort*

Die Unterscheidung zwischen einer Liquiditäts- und einer Solvenzkrise ist in der Praxis oft schwer. Die Einschätzung der mittelfristigen Zahlungsfähigkeit hängt von einer Vielzahl von Erwartungen über makroökonomische Variablen wie Wachstum, Zinssatz und Wechselkurs (im Fall von Schwellenländern) ab. Wenn eine Liquiditätskrise länger schwelt, weil keine ausreichende Liquidität nachgeschossen wird, sinken die Erwartungen, was das Wachstum etc. angeht, die Finanzierungskosten steigen, und damit sinkt die Zahlungsfähigkeit. Bei zu zögerlichem Handeln gibt es also ein erhebliches Risiko des Überschwappens einer Liquiditäts- in eine Solvenzkrise.

In der Literatur zu Finanz- und Währungskrisen wird eine solche Situation als sich selbst erfüllende Schuldenkrise im Kontext von multiplen Gleichgewichten gehandelt² (Obstfeld 1996). Die Logik hier ist einfach: ob ein Schuldner mit einer moderaten, also nicht geringen, aber auch nicht sehr hohen Verschuldung in der Lage sein wird, ihrem Schuldendienst nachzukommen, hängt von den Erwartungen der Marktteilnehmer ab. Wenn Investoren überzeugt sind, dass ein verschuldetes Land ihre Forderungen bedienen kann, nehmen sie einen geringen Zinssatz hin, und deshalb kann der Schuldendienst tragbar sein. Wenn sie jedoch glauben, dass dieser Staat diesen Schuldendienst nicht aufbringen kann oder will, fordern sie höhere Zinssätze; auf diese Weise kann der Schuldenstand untragbar werden und in einen Default münden. Der entscheidende Punkt in diesen Modellen ist, dass, wenn ein dritter Akteur den sicheren Zugang zu Krediten zu relative niedrigen Zinssätzen auf glaubhafte Weise garantiert, die Erwartungen der Marktteilnehmer sich im „guten Gleichgewicht“ stabilisieren und sich selbst erfüllende Krisenerwartungen unterbunden werden.

Diese Erkenntnis hat auch der Internationale Währungsfonds in seiner Rolle als globaler Manager am Ende der langen Serie von Finanzkrisen in Schwellenländern gewonnen, in seinem Rahmenwerk zur Einschätzung der Tragfähigkeit von Verschuldung³ genau so formuliert und zu ersten Anwendungen gebracht.

5 Der IWF lernt, zwischen Liquiditäts- und Solvenzkrisen unterscheiden: Argentinien-Debakel 2001, erfolgreiches Management in Brasilien 2002

Hintergrund war das Debakel der bis dato größten Schuldenkrise der Nachkriegszeit. Diese wurde über lange Jahre als Liquiditätsproblem gehandelt; unter harten Auflagen stützte der IWF das Land mit hohen Krediten. Gleichzeitig erhöhte die lang anhaltende tiefe Rezession den Schuldenstand und höhnte damit die Solvenz des Landes immer weiter aus.

Die Bankrotterklärung Ende 2001 und sofortige starke Abwertung der Währung schnitt das Land vorübergehend vom internationalen Kapitalmarkt ab, erzeugte jedoch eine rasche Reaktivierung der argentinischen Realwirtschaft und Exportfähigkeit. (Die derzeitigen gravierenden Wirtschaftsprobleme Argentiniens sind Folgen einer Misswirtschaft, die erst in den letzten Jahren um sich gegriffen hat). Die Umschuldungsverhandlungen zogen sich auch wegen fehlender Mechanismen zur Lösung von Staatsschuldenkrisen über Jahre hin; zwar war das Ergebnis ein deutlicher Schuldenschnitt, der jedoch von einer Minderheit von Gläubigern nicht anerkannt wurde.

Die US-amerikanische Rechtsprechung, die im Juni 2014 dieser kleinen Gruppe von Gläubigern Recht gegeben hat bei ihrer Forderung nach voller Bedienung der Schulden, erzeugt nicht nur das Risiko eines erneuten Staatsbankrotts Argentiniens, sondern stellt sämtliche bisherige Umschuldungsverfahren in Frage.

Das Nachbarland Brasilien erlitt im Folgejahr 2002 eine massive Finanzkrise; hohe Kapitalabflüsse setzten die Währung des Landes unter massiven Abwertungsdruck. Obwohl hohe Unsicherheit über

² Obstfeld M. 1996, "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features", *European Economic Review*, vol. 40, pp. 1037–1047.

³ IMF 2002, "Assessing Sustainability". Prepared by the Policy Development and Review Department, in consultation with the Fiscal Affairs, International Capital Markets, Monetary and Exchange Rate Affairs, and Research Departments, Washington, DC, May

die Zahlungsfähigkeit des Landes herrschte, nicht zuletzt wegen der möglichen Ansteckungswirkung der Argentinienkrise, wurde die Krise als Liquiditätsproblem eingestuft. Der IWF stellte innerhalb weniger Wochen mit 30 Mrd. US\$ den für damalige Zeiten größten Beistandskredit seiner Geschichte mit relativ lockeren Bedingungen bereit; Der damalige Chef-Berater des IWF, Barry Eichengreen, wertete diesen Großkredit als „Wette“ auf die Zahlungsfähigkeit des Landes. Die Wette ging auf: innerhalb von wenigen Monaten beruhigte sich die Lage in Brasilien.

6 Der Fall Griechenland als Rückfall mit hohen Kosten

Die Euro-Krise nahm ihren Anfang mit der Krise der Staatsschulden Griechenlands. Hier war zumindest dem IWF die Diagnose der Überschuldung aufgrund der absoluten Schuldenhöhe und den negativen Wachstumsaussichten von Anfang an eigentlich klar, wie neuere Dokumente belegen.⁴ Der IWF, als dritter Akteur in die Troika gerufen, das Rettungsteam der Eurokrise, war sich dessen ganz offensichtlich bewusst. Um trotzdem Liquiditätshilfen an Griechenland zu unterstützen, änderte er im Jahr 2010, offensichtlich auf Druck europäischer Partner, sein 2002 beschlossenes Rahmenwerk. Für den Fall von systemischen Risiken wurde eine Liquiditätsunterstützung von Ländern ermöglicht, auch wenn deren Schuldentragfähigkeit nicht gegeben sei.

Griechenland erhielt also umfangreiche öffentliche Kredite unter harten Sparauflagen. Diese ermöglichten den privaten Schuldnern einen Ausstieg aus griechischen Staatsschuldtiteln, die zunehmend von öffentlichen Gläubigern gehalten wurden, konnte aber aufgrund der Überschuldung die Wirtschaftskrise des Landes nicht mindern. Erst 2012 wurde eine Umschuldung vorgenommen, die sich dann nur noch auf den deutlich gesunkenen Anteil von privaten Gläubigern bezog. Nicht zuletzt wegen der niedrigen Schuldenreduzierung, in Kombination mit der fehlenden Möglichkeit der Währungsabwertung, zieht sich die Wirtschaftskrise in Griechenland bis heute hin.

7 Der neue IWF-Ansatz: neue Risiken statt echter Lösungen

Nun hat der IWF die Diskussion um den adäquaten Umgang mit Staatsschuldenkrisen wieder aufgenommen und im Juni dieses Jahres ein neues Rahmenwerk veröffentlicht⁵. In diesem werden erfreulicherweise zuerst einmal die Ausnahmen von 2010 zurückgenommen. Darüber hinaus jedoch führt der Fonds neben der Behandlung als Liquiditäts- oder als Solvenzkrise eine dritte Möglichkeit ein: Wenn die Unterscheidung zwischen Illiquidität und Insolvenz schwierig ist, soll dem Land zwar keine neue Liquidität angeboten werden, aber auch keine Schuldenreduzierung, sondern ausschließlich eine Verlängerung der Fristen. Ist die Behandlung erfolgreich, werden den Gläubigern Verluste erspart; scheitert sie, wird anschließend doch eine Umschuldung vorgenommen.

Das Modell der multiplen Gleichgewichte zeigt, dass eine solche Zwischenlösung im positiven Fall die Gläubiger schont. Im negativen Fall jedoch erhöht sie die Kosten nicht nur für das Schuldnerland,

⁴ “The Fund approved an exceptionally large loan to Greece under an SBA in May 2010 despite having considerable misgivings about Greece’s debt sustainability ... The decision required the Fund to depart from its established rules on exceptional access. ... The euro partners had ruled out debt restructuring and were unwilling to provide additional financing assurances”, in: IMF 2013, "Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement", Country Report No. 13/156, June, p.32.

Siehe auch IMF 2013, „Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework“, Washington DC.

⁵ IMF 2014, „The Fund’s Lending Framework and Sovereign Debt – Preliminary Considerations, Washington DC, May.

indem sie wie bei Argentinien und Griechenland die Krise verlängert. Der anschließende Schuldenschnitt muss auch entsprechend höher ausfallen und damit die Investoren stärker belasten, um die Schuldendienstfähigkeit wieder effektiv herzustellen. Im Zweifelsfall öffnet er die Tür für mächtige Gläubiger, eine Umschuldung zu verschleppen.

8 Gesucht: ein wirksamer Insolvenzmechanismus für souveräne Staaten

Vor allem aber greift der neue Anlauf zu kurz: statt sich mit technischen Details der Unterscheidung zwischen Liquidität und Solvenz zu begnügen, ist es dringend notwendig, einen wirksamen Insolvenzmechanismus für souveräne Staaten vorzuschlagen und zu etablieren. Der jüngste Fall Argentiniens zeigt, dass die bisher verfolgte Lösung von sogenannten *Collective Action Clauses*, freiwillige Klauseln in Staatsschuldtiteln zur Bindung von Gläubigern an die Ergebnisse von Umschuldungsverhandlungen, offensichtlich nicht ausreichen. Es ist an der Zeit, im IWF die schubladisierten Vorschläge der 2000er für einen solchen Mechanismus wieder hervorzuholen. Und angesichts der Tatsache, dass der IWF selbst in solchen Fällen potentieller Gläubiger ist, ist es an der Zeit für die internationale Staatengemeinschaft, darüber nachzudenken, ob nicht eine neutrale Schiedsrichterinstanz zur Vermittlung zwischen Gläubigern und überschuldeten Staaten geschaffen werden sollte.

Die Angelegenheit drängt. Das Abfedern der Folgen der globalen Finanzkrise und insbesondere die teuren Rettungsaktionen von überschuldeten Finanzinstitutionen haben ihren Preis. Die Staatsschulden sind in vielen Ländern in die Höhe geschossen, und es ist nicht auszuschließen, dass die europäische und die internationale Staatengemeinschaft mit neuen Argentiniens und Griechenlands konfrontiert wird. Darauf sollte sie vorbereitet sein.