

Barbara Fritz*

Wie tragbar sind Schulden?
Debt Sustainability, Insolvenzrecht für Staaten und die neue Rolle des IWF

Abstract

Eine substantielle Reform des IWF ist von zweierlei abhängig: Erstens braucht die internationale Finanzarchitektur ein Insolvenzrecht für Staaten, mit dem eine effiziente und effektive Entschuldung für überschuldete Ökonomien erreicht werden kann. Die Notwendigkeit eines solchen internationalen Mechanismus, der jüngst von der Mehrheit der G7-Vertreter abgelehnt wurde, wird am Fall Argentiniens ausgeführt. Das zweite Problem, das einer effektiven Reform des Internationalen Währungsfonds entgegensteht, ist die unzureichende Umsetzung von neueren Erkenntnissen zu den Konsequenzen einer Auslandsverschuldung für die Entwicklung eines Landes. Tut man dies, so die Argumentation des vorliegenden Beitrags, dann müssen wirtschaftspolitische Empfehlungen und Interventionen konsequent auf Strategien verschuldungsunabhängiger Entwicklung („*Low-Debt-Growth*“) entwickelt werden.

* Ökonomin am Institut für Iberoamerika-Kunde in Hamburg. fritz@iik.duei.de;
www.duei.de/iik/fritz.

Der Beitrag wird veröffentlicht in: Brunkhorst, H./Grözinger, G./Matiaske, W. (Hg.): Zentrum und Peripherie in der Weltgesellschaft. Rainer Hampp Verlag, S. 65-87 (Erscheinen November 2004)

1. Der IWF: Feuermelder oder Feuerwehr? Kurzer Überblick über die Reformdebatte

Die Häufung von Währungskrisen in so genannten *emerging markets* (um nur die wichtigsten zu nennen: Mexiko 1994/95; Thailand, Malaysia, Südkorea 1997/98; Russland 1998; Brasilien 1999; Argentinien 2001, Brasilien 2002) hat die internationale Finanzcommunity zutiefst verstört. In der Folge sind die Kapitalströme, die über Jahre hinweg mehr als reichlich in diese Länder flossen, deutlich zurückgegangen. Private Netto-Kapitalzuflüsse in Entwicklungsländer, die im Jahr 1996 - also vor Ausbruch der Asienkrise - mit 208,1 Mrd. US-Dollar ihren Höhepunkt erreicht hatten, fanden im Jahr 2001 mit 17,9 Mrd. ihren Tiefpunkt (UNCTAD 2003; IMF 2003b).

Die Fragen, ob und wie derartige Krisen in Zukunft zu vermeiden sind (Krisenprävention) und wie mit ihnen umzugehen sei (Krisenlösungsmechanismen), bewegen seitdem die Ökonomenzunft in- und außerhalb der nationalen und multilateralen Institutionen. Die Bandbreite der diskutierten Vorschläge reicht von der nationalen Politik, wo Geld-, Fiskal-, und insbesondere Wechselkurspolitik, (Re-)Regulierung des einheimischen Finanzsektors, Kapitalverkehrskontrollen etc. diskutiert werden, über die regionale Ebene, wo zur Zeit insbesondere Möglichkeiten der monetären Kooperation zwischen benachbarten Ländern das Interesse wecken, bis hin zu Mechanismen auf globaler Ebene. Eine Verbesserung der internationalen Bankenaufsicht („Basel II“) einschließlich verschärfter Codes und Standards, höhere Transparenz bei der Bereitstellung von Daten, eine weltweite Besteuerung von Kapitalflüssen („Tobin Tax“), eine Koordination der Wechselkurse zwischen den internationalen Schlüsselwährungen sowie, last but not least, die Debatte über ein Insolvenzrecht für überschuldete souveräne Staaten und über die zukünftigen Funktionen des Internationalen Währungsfonds im Umgang mit Währungskrisen sind hier von Bedeutung.

Bei der Diskussion um die Rolle des Internationalen Währungsfonds in den globalen Finanzbeziehungen ist die paradigmatisch fundierte Auseinandersetzung um die wirtschaftspolitischen Auflagen, wie sie beispielsweise durch den ehemaligen Weltbank-Chefökonom Joseph Stiglitz erneut prominent vertreten wurde (stellvertretend: Stiglitz 2002), letztlich eher nachrangig geblieben. Zwar war sie wohl eine wichtige Triebfeder für die Selbstverpflichtung des IWF, bei seinen Stabilisierungsprogrammen in Kooperation mit der Weltbank eine Armutsbekämpfungskomponente aufzunehmen; seine grundsätzlichen wirtschaftstheoretischen und -politischen Ansätze blieben hiervon jedoch unberührt.

Die zentrale Debatte um den IWF dreht sich vielmehr um die Frage, ob die Institution sich darauf beschränken sollte, die Funktion des Feuermelders auszuüben und es den Marktteilnehmern zu überlassen, wie sie das Feuer unter Kontrolle bekommen, das sie schließlich selbst entfacht hätten; oder ob im Gegenteil der Fonds selbst mit den Vollmachten und Mitteln einer Feuerwehr ausgestattet werden, sprich zu einer Weltzentralbank mit deutlich aufgestockten, potentiell unbeschränkten Liquiditätshilfen aufgewertet werden sollte. Erstere Position wird am prominentesten im so genannten Meltzer-Report (Meltzer Commission 2000) vertreten, zweite beispielsweise durch den derzeitigen Chef-Ökonom des IWF, Stanley Fischer (Fischer 1999).

Die Befürworter der „Feuermelder“-Funktion begründen ihre Forderung nach einer radikalen Reduzierung der Aufgaben des IWF damit, dass öffentliche Großkredite, wie sie der IWF in den letzten Jahren vielfach vergab, sowohl Gläubiger als auch Schuldner dazu verlocken, höhere Risiken bei der Vergabe bzw. Aufnahme von Krediten einzugehen als dies die

Marktlage hergebe („moral hazard“)¹. Die öffentliche Intervention störe also den Marktprozess und solle deshalb in Zukunft unterbleiben, um die Marktteilnehmer wieder zu rationalem Verhalten zu zwingen. Um das Problem des *moral hazard* zu vermeiden, soll der IWF auf die Gewährung ausschließlich kurzfristiger Liquiditätshilfe beschränkt werden und keine längerfristigen Kredite mehr vergeben - selbst wenn es auf diese Weise zu Liquiditätskrisen kommt, die mit multilateralen Krediten unterbunden oder zumindest eingedämmt werden könnten.

Die Verfechter der entgegengesetzten Radikal-Variante der Aufwertung des IWF zu einer Art Weltzentralbank gehen im Gegenteil davon aus, dass Finanzkrisen nicht (oder zumindest nicht unbedingt) durch das Fehlverhalten von Akteuren erzeugt werden, sondern vielmehr den internationalen Finanzmärkten inhärent sind.

“There is such a need [for a lender of last resort for countries facing a crisis]: it arises both because international capital flows are not only extremely volatile but also contagious, exhibiting the classic signs of financial panics, and because an international lender of last resort can help mitigate the effects of this instability, and perhaps the instability itself“ (Fischer 1999: 91).

Dementsprechend sollten die Mittel des IWF zur Lösung von Liquiditätskrisen noch einmal deutlich aufgestockt werden, um die Institution in die Lage zu versetzen, mit hinreichender Durchsetzungsfähigkeit stabilisierend auf die Weltfinanzen und insbesondere auf die wirtschaftliche Lage von Ländern einzuwirken, die mit Leistungsbilanzdefiziten und stark schwankenden Kapitalflüssen konfrontiert sind.

Die offizielle Position von IWF und G7 hat sich in den Jahren nach Ausbruch der Asienkrise einer Kompromisslösung angenähert, die unter anderem im „Prager Rahmenprogramm“ („Prague Framework“, s. Köhler 2000; IMF 2002b) anlässlich des IWF-Treffens in der tschechischen Hauptstadt im Jahr 2000 formuliert wurde. Kernpunkt ist dabei die explizite Unterscheidung zwischen Liquiditäts- und Solvenzkrise.

Wenn die Krise als Liquiditätskrise identifiziert wird, soll der Fonds diesem Ansatz zufolge auf der Grundlage einer diskretionären *case-by-case*-Krisenanalyse durchaus auch größere Kreditpakete auszahlen, wenn diese - flankiert durch Auflagen für entsprechende nationale wirtschaftspolitische Maßnahmen - die privaten Investoren zu einer Rückkehr in das Land bewegen können („*Private Sector Involvement*“). Dafür wurde im April 1999 eine neue Kreditlinie des IWF geschaffen, die *Contingent Credit Line* (CCL). Hier wird explizit – allerdings ohne nennenswerte Aufstockung der finanziellen Mittel des IWF – die Lender of Last Resort-Funktion des Fonds gestärkt, indem die Devisenreserven von Ländern aufgestockt werden sollen, „that are not under risk of an external payment crisis of their own making, but may be vulnerable to contagion“²

Wenn die Zahlungsbilanzkrise jedoch tendenziell mehr Solvenzproblemen geschuldet ist, die auch durch eine Anpassung der nationalen Wirtschaftspolitik nicht gelöst werden können, dann soll der IWF nicht in erster Linie neue Kredite vergeben, sondern eine Restrukturierung beziehungsweise Reduzierung der Schulden vorantreiben, um das Problem dauerhaft zu lösen:

¹ Zur Diskussion des Problems von *moral hazard* bei IWF-Krediten s. auch Corsetti et al. (2003).

² IMF (2001); die sehr detaillierten Bedingungen, die den Zugang zu einem solchen Stützungskredit ermöglichen, sind auch in Alonso i Terme (2003: 126f.) ausgeführt.

„It is also undisputed that there may be exceptionally difficult cases that call for more concerted approaches to involve the private sector, including the possibility of standstills as a truly last resort. Judgement will always be a crucial element. Thus a rules-based approach needs flexibility“ (Köhler 2000: 5).

Gerade unter den gegebenen globalen Rahmenbedingungen unkoordinierter Wechselkurse der Schlüsselwährungen bei gleichzeitig liberalisiertem Kapitalverkehr macht dieses Konzept im Prinzip durchaus Sinn. Denn es trägt einerseits der unter Ökonomen weitgehend unstrittigen Tatsache Rechnung, dass Liquiditätskrisen als marktendogenes Phänomen im internationalen Kontext einer Stabilisierung ebenso bedürfen wie dies im nationalen Rahmen die Aufgabe nationaler Zentralbanken ist - dass aber andererseits längst nicht alle Krisen durch zusätzliche (und wie auch immer konditionierte) Kredite gelöst werden können, gerade wenn sie einer Überschuldung der entsprechenden Ökonomien entspringen.

Einer konsequenten Umsetzung dieses Ansatzes seitens des Fonds steht jedoch zweierlei entgegen. Zum einen bleibt dem IWF das Instrument zur adäquaten Behandlung von Solvenzkrise verweigert, indem der von führenden IWF-Vertretern lancierte Vorschlag für ein Insolvenzrecht für souveräne Staaten von den Regierungen der USA und anderer G7-Staaten abgelehnt wurde. Zum anderen müssen die Anstrengungen, mittels der Einbeziehung neuer Analyseinstrumente die Grenze zwischen Solvenz- und Liquiditätskrisen präziser zu definieren, insofern fruchtlos bleiben, als der Fonds grundsätzlich in der alten, gleichermaßen neoklassisch wie post-keynesianisch fundierten Vorstellung einer Sparlücke verhaftet bleibt, Fremdwährungsverschuldung sei das richtige Mittel zu ökonomischer Entwicklung. Diese beiden Argumente werden in den zwei folgenden Abschnitten näher ausgeführt.

2. Warum wir ein Insolvenzrecht für souveräne Staaten brauchen

2.1. Währungskrisen, zahlungsunfähige Staaten und internationales Insolvenzrecht

Nicht zufällig fast zeitgleich mit der Deklaration des argentinischen Moratoriums lancierte die Chef-Ökonomin des IWF, Anne Krueger, im November 2001 den Vorschlag für ein internationales Insolvenzrecht für souveräne Staaten („*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*“ – SDRM)³. Die Zahlungsunfähigkeitserklärung Argentiniens im Januar 2002 stellte die bisher größte einseitige Zahlungseinstellung aufgrund von internationalen Solvenzproblemen eines Landes in der (Nachkriegs-) Geschichte dar. Doch wurde dieser Vorschlag, nach äußerst kontroversen Diskussionen im Verlauf des Jahres 2002 und einer ganzen Reihe von Adaptionen⁴, bei dem Treffen der G7-Staaten im Mai 2003 in Evian – allerdings mit knapper Mehrheit – von den Vertretern der Industrieländer schlicht zu den Akten gelegt.

Dabei war der Vorschlag im Kontext der Reform der internationalen Finanzarchitektur (jenseits der sicherlich nicht zu unterschätzenden Detailfragen um die institutionelle Ausgestaltung eines SDRM) tatsächlich vielversprechend, schienen damit doch im Prinzip eine ganze Reihe von Problemen lösbar zu werden. Erste und wichtigste Funktion sollte ein koordinierter Mechanismus zum Umgang mit Solvenzkrise souveräner Staaten sein. Eng an das US-amerikanische Insolvenzrecht für Unternehmen angelehnt, sollte Staaten per

³ Die erste Fassung ihres Vorschlags präsentierte A. Krueger in einer Rede; vgl. Krueger (2001); eine ausgearbeitete Fassung findet sich in Krueger (2002).

⁴ Einen Überblick über den Verlauf der Debatte bietet beispielsweise Hefeker (2002).

konzertierter Schuldenreduzierung ein „*fresh start*“ mit zukünftig erhöhter Schuldendienstfähigkeit ermöglicht werden. Dazu war in dem SDRM die Möglichkeit einer unilateralen Deklaration der Zahlungsunfähigkeit durch souveräne Staaten mit automatisch eintretendem und für alle Gläubiger gleichermaßen geltenden „*stand still*“ vorgesehen, einem Aussetzen sämtlicher Zahlungsverpflichtungen bis zum Beginn der Schuldenverhandlungen. Dies sollte die Möglichkeit einschließen, neue Kredite zu vergeben, die nicht unter die Umschuldungsverhandlungen fallen, um auf diese Weise zumindest ein eingeschränktes Weiterfunktionieren solventer Unternehmen und Sektoren des betroffenen Landes zu gewährleisten.

Der zweite Aspekt des SDRM betrifft die Koordinierung der Gläubiger, deren Zahl durch die Zunahme handelbarer Schuldverträge seit Ende der 1980er Jahre (Emissionen von Schuldtiteln anstelle von Kreditverträgen mit Banken) enorm angestiegen und deren rechtlicher Status höchst verschieden ist. Diese disperse Gruppe von Gläubigern an einen Tisch zu bringen und die Entscheidungen für alle Gläubiger bindend gestalten zu können war ein wichtiger Impuls für den IWF-Vorstoß. Dem derzeitigen unkoordinierten Zustand des Gläubigermarkts, bei dem einzelne Gläubiger auf Kosten der anderen Gläubiger versuchen, auf dem Rechtsweg ihre Forderungen zu sichern, würde damit ein Ende gesetzt werden können⁵.

Im Hinblick auf Fragen der makroökonomischen Stabilität auf nationaler wie auf internationaler Ebene ist der dritte Aspekt der Entschuldung der wichtigste. Wenn die Insolvenz festgestellt wird⁶, startet der IWF kein Stabilisierungsprogramm wie im Falle einer Liquiditätskrise, wo er die Gewährung eines Hilfskredits mit wirtschaftspolitischen Auflagen verbindet, welche auf die Wiederherstellung der unmittelbaren Zahlungsfähigkeit zielen und die privaten Anleger zu motivieren suchen, ihre Forderungen dem Land gegenüber aufrecht zu erhalten. Der IWF ist im Falle von Schuldenkrisen der Notwendigkeit großer Notkredite mit öffentlichen Mitteln enthoben.

Im Falle einer Liquiditätskrise beschränkt sich das „Private Sector Involvement“ darauf, dass der IWF mit seiner Kombination aus Auflagenpolitik und Kreditgewährung quasi eine Garantiefunktion für die privaten Gläubiger ausübt und damit einen Anreiz zur Gewährung weiterer Kredite schafft, die die Liquiditätskrise effektiv beenden. Dahingegen zielt das Insolvenzrecht auf die effektive Reduzierung - oder zumindest Restrukturierung - der Außenverschuldung, das heißt auf einen Forderungsverzicht. Über die Höhe dieses Verzichts muss dann im Zuge des Insolvenzverfahrens verhandelt werden, also im Rahmen koordinierter Verhandlungen zwischen Schuldner und Gläubigervertretern, an deren Ergebnisse alle Gläubiger gebunden sind.⁷ Ziel der Reduzierung des Bestands der

⁵ Eine in die Zukunft gerichtete Form der Koordinierung von Gläubigern, der Einbau von sog. *collective action-clauses* in neue Bond-Emissionen, der den Halter (oder auch die Halterin) dieses Papiers an einmal getroffene Mehrheitsentscheidungen bindet, wird inzwischen teilweise umgesetzt; doch gibt es keine verbindliche Regelung für die Aufnahme derartiger Klauseln in internationalen Verträgen.

⁶ Zur Vermeidung von Souveränitätsproblemen sah die SDRM-Initiative vor, dass das Feststellen der Insolvenz einzig aufgrund der Deklaration der Zahlungsunfähigkeit durch das Land selbst möglich sein sollte.

⁷ Es ist zweifellos diese Form der Beteiligung des Privatsektors an den Kosten von Schuldenkrisen gewesen, die die Industriestaaten - als Vertreter der Gläubiger - zu ihrer ablehnenden Haltung bewegt hat.

Verschuldung und/oder die Einführung einer zahlungsfreien Periode ist es, die mittelfristige Zahlungsfähigkeit des Schuldners wieder herzustellen.

Es soll zwar nicht unterschätzt werden, dass auch in den letzten, aufgrund der Auseinandersetzungen mit verschiedenen Akteuren deutlich modifizierten Vorschlägen des IWF zum SDRM noch eine ganze Reihe von Detailfragen offen blieben. So ist durchaus fraglich, ob die Rolle des IWF als Gläubiger mit Präferenzstatus mit der Vermittlerrolle in einem solchen Verfahren vereinbar wäre; ebenso ist die Frage, nach welchen Kriterien das Ausmaß der Verschuldung festgestellt werden sollte, alles andere als trivial (s. unten).

Fehlt jedoch ein wie auch immer ausgestaltetes Insolvenzrecht für Staaten, wie dies derzeit der Fall ist, so wird es für den Fonds ebenso wie für die betroffenen Länder ungleich schwieriger, da kostenträchtiger, eine Solvenzkrise auch als solche zu deklarieren. Denn angesichts der Abwesenheit international bindender regulativer Maßnahmen wie dem *stand still*-Mechanismus und einer weithin bindenden Form der Verhandlung über Schuldenreduzierung wird die unilaterale Erklärung der Insolvenz zum Kamikaze-Akt, der das Schuldnerland vom internationalen Kapitalmarkt unmittelbar und vollständig abschneidet und zusätzlich eine massive Kapitalflucht aus dem Land auslöst. So wird das Hinauszögern der Insolvenzerklärung zum rationalen Akt politischer Akteure, kann auf diese Weise doch zumindest die theoretische Hoffnung am Leben gehalten werden, die Zahlungsunfähigkeit noch einmal abzuwenden. Ein solches Herausögern verschärft jedoch in der Regel die ökonomische Krise der Schuldnerökonomie um ein weiteres. In just diese Lage geriet Argentinien.

2.2. Insolvenz ohne Insolvenzrecht: Der Fall Argentinien

Der Erklärung der Zahlungsunfähigkeit durch die argentinische Regierung im Januar 2002 ging eine tiefe politische und ökonomische Krise mit einer eskalierenden Spirale von Notmassnahmen voraus, die zumindest teilweise nicht notwendig gewesen wären, hätten die Beteiligten den Mut gehabt, die Zahlungsunfähigkeit unmittelbar nach deren Feststellung offenzulegen. Sicher ist, dass die beteiligten Akteure schon Jahre vor Krisenausbruch von der Aussichtslosigkeit der Situation wussten. So schreibt einer der Direktoren des IWF, Flemming Larsen:

„(...) the IMF should have insisted on the conclusion we reached by 1998 that the fixed exchange rate regime was unsustainable and that the [argentinean] authorities seemed either unwilling or unable to adjust their policies sufficiently to avoid the meltdown. Those concerns were expressed repeatedly” (Larsen 2003: 2).

Dass die Erklärung des *default* so lange hinausgezögert wurde, ist ganz sicher nicht allein im Fehlen eines geregelten Verfahrens, sondern auch in der Funktionsweise des argentinischen Stabilisierungsmodells⁸ begründet. Insbesondere das Fehlen einer geregelten Ausstiegsoption

⁸ Der spektakuläre Zusammenbruch des argentinischen Wirtschaftsmodells der Stabilisierung per Currency Board hat eine intensive wirtschaftswissenschaftliche Debatte ausgelöst. Teunissen/Akkerman (2003) führen in einem Sammelband die Sichtweisen namhafter lateinamerikanischer Ökonomen und von Mitarbeitern des IWF zusammen; eine Zusammenschau der unterschiedlichen Interpretationsweisen bietet das Dossier des *Instituto Argentino para el Desarrollo Económico* (IADE 2003); zentrale Positionen sind auch im Themenschwerpunkt der Lateinamerika Analysen Nr. 2 (Fritz 2003) zusammengeführt.

erwies sich bei diesem Modell als fatal. Denn die Einrichtung eines Currency Board und die gesetzliche Verankerung der Konvertibilität des argentinischen Peso im unveränderbaren Verhältnis zum US-Dollar von eins zu eins war in hohem Masse darauf ausgerichtet, das Vertrauen in das *commitment* der einheimischen Wirtschaftspolitiker mit einer sehr rigiden Stabilitätspolitik zu erhöhen. Bei einer derartigen Strategie bedeutet der Ausstieg aus den eingegangenen Konvertibilitätsverpflichtungen immer einen hohen Vertrauensbruch; denn selbst wenn akute Zahlungsbilanzprobleme eine Aufgabe des festen Wechselkurses nahe legen, ist das Arrangement ja darauf angelegt, binnenwirtschaftspolitische Reformen zu erzwingen, eben weil der Wechselkurs als Anpassungsinstrument nicht zur Verfügung steht. Daher bleiben einem fremdwährungsverschuldeten Land wie Argentinien kaum Chancen eines krisenfreien Ausstiegs und ohne Vertrauensverluste (s. Fritz 2002, S. 147ff.).

Angesichts der Dimensionen der Dollarverschuldung von privaten Unternehmen, Finanzsektor und Staat war klar, dass die Aufgabe des festen Wechselkurses zu einer Maxi-Abwertung und damit zu expressiven Realschuldeneffekten (s. Abschnitt 3) führen würde; die Aufgabe des Konvertibilitätsregimes war also gleichzusetzen mit der internationalen Insolvenz Argentiniens. Es ist anzunehmen, dass die Deklaration dieser Insolvenz bei vorhandenem internationalem Recht leichter gefallen wäre, und dass die Probleme nach der Erklärung derselben erheblich leichter zu lösen gewesen wären. So aber nahmen die wirtschaftspolitischen Notprogramme vor dem offenen Krisenausbruch dramatische Züge an und schafften für einzelne Bereiche der Ökonomie gravierende Folgeprobleme, die bis heute andauern.⁹

Tabelle 1: Argentinien 1999 – 2002: Ausgewählte Makrodaten

	1999	2000	2001
BIP (jährliches Wachstum in %)	-3,4	-0,8	-4,4
Internationale Direktinvestitionen (Mio. US\$)	23,99	10,42	2,17
Inflation (Konsumentenpreis-Index, jährl. Änderung)	-1,8	-0,7	-1,5
Öffentlicher Haushalt (in % des BIP)	-1,7	-2,4	-3,2
Arbeitslosigkeit (in %)	13,8	14,7	18,3
Anteil der Bevölkerung in absoluter Armut (in %)	6,7	7,7	12,2

Quellen: Zentrum für Internationale Ökonomie (CEI - Centro de Economía Internacional);
Statistisches Bundesamt Argentiniens (INDEC).

⁹ Für eine differenzierte Darstellung der Krisenperiode vor dem endgültigen Zusammenbruch des argentinischen Konvertibilitätsmodells s. Lischinsky (2003: 94ff.); sowie Kulfas/Schorr (2004).

Ab 1999 schrumpfte die Ökonomie vier Jahre in Folge (2002: -10,9%) und verlor so annähernd ein Viertel ihrer Kapazitäten. Damit erlitt Argentinien die größte Wirtschaftskrise eines marktwirtschaftlichen Landes seit der *Great Depression*. Verantwortlich für das argentinische Desaster war ein explosiver, sich wechselseitig verstärkender Mix aus abnehmenden internationalen Kapitalzuflüssen (teils aus dem allgemeinen Misstrauen gegenüber *emerging markets* im Gefolge der Asienkrise, teils aufgrund des angestiegenen Schuldenniveaus in Argentinien), dem massiven Einbruch der argentinischen Konjunktur und damit verbunden sinkenden Steuereinnahmen, anschwellender Arbeitslosigkeit und Armut (s. Tabelle 1), die wiederum das internationale Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit von Staat und Wirtschaft des Landes um ein weiteres reduzierten. Die Risikozuschläge auf internationale Kredite erhöhten sich im Laufe des Jahres 2001 von (im internationalen Vergleich schon hohen) 1.000 auf annähernd 5.000 Punkte bis zum Ende des Jahres.

Diesem Abwärtsstrudel versuchte die Politik zuerst Ende 2000 mit einem internationalen Großkredit unter Führung des IWF über annähernd 40 Mrd. US-Dollar zu begegnen, dem sogenannten „Panzerkredit“ („*blindaje*“) zur Stärkung der einheimischen Währung. Das Rettungspaket erwies sich angesichts weiter sinkender internationaler Kapitalzuflüsse und hoher laufender Zahlungsverpflichtungen aufgrund eines immer weiter steigenden internationalen Risikozuschlags rasch als unzulänglich. So musste schon wenige Monate später, im März 2001, eine groß angelegte staatliche Schuldenrestrukturierung beim inländischen Finanzsektor unternommen werden, die eine Verlängerung der Fristen der Schuldtitel durchsetzte und damit geringere Kosten für den Staat und ein Sinken der Frucht vor einer Insolvenzerklärung erbringen sollte. Der Schuldentausch ergab jedoch gegenteilige Wirkungen: Die gleichzeitig stattfindende Zinserhöhung verhinderte die erhoffte Kostenersparnis, die Erwartungen hinsichtlich eines *Defaults* nahmen weiter zu, und die Kapitalflucht hielt an.

Gleichzeitig versuchte Wirtschaftsminister Domingo Cavallo, der als Vater der Konvertibilität galt und nach einem Regierungswechsel aus dem Amt ausgeschieden war, dann aber von der gegnerischen Partei Ende 2000 als Retter in der Not wieder in die Regierung berufen wurde, mit verzweifelten wirtschaftspolitischen Maßnahmen die Konvertibilität zu retten. Eine war die Einführung eines gespaltenen Wechselkurses – gänzlich entgegen der Logik des Konvertibilitätsprogramms –, mit der die Exporte angeregt werden sollten. Zum zweiten deklarierte er eine „Politik des Nulldefizits“, die mit massiven Kürzungen bei öffentlichen Gehältern und Pensionszahlungen verbunden war und die der IWF als Kondition in die Bedingungen für seine – dann letzte – Kredittranchenauszahlung aufnahm. Diese Deflationspolitik war angesichts einbrechender Steuerzahlungen und einer implodierenden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage jedoch von Anfang an zum Scheitern verurteilt, erzeugte aber gleichzeitig hohe Reallohnverluste bei öffentlichen Angestellten und Rentnern des staatlichen Rentensystems, die nach der Erklärung des *default* beibehalten wurden.

Noch im November 2001 ordnete Cavallo einen neuen Schuldentausch an, bei dem im ersten Schritt die einheimischen Gläubiger des Staats, in erster Linie Finanzinstitutionen, genötigt wurden, niedrig verzinsten Staatsschuldtitel mit langen Laufzeiten gegen die derzeitig umlaufenden Titel zu tauschen; zum zweiten Schritt, einer ähnlichen Tauschtransaktion mit den ausländischen Gläubigern, kam es nicht einmal mehr. Einer der Hauptleidtragenden waren die neu gegründeten privaten Rentenfonds, die über Nacht auf einem Haufen wertloser Staatspapiere saßen; bis heute ist die rechtliche Situation dieses erzwungenen Schuldentauschs und damit die Höhe des Vermögens der privaten Fonds ungeklärt (s. Nadler

2003), während die Folgeprobleme der Einfrierung der Bankeneinlagen und der Umwandlung der Dollareinlagen und –verbindlichkeiten in Pesos zu unterschiedlichen Wechselkursen und Konditionalitäten inzwischen immerhin teilweise gelöst sind (s. dazu Kulfas/Schorr 2004: 6ff.).

Als dann im Dezember angesichts der unhaltbaren Lage der IWF die Auszahlung einer fälligen Kredittranche verweigerte, stürmten die argentinischen Bürger die Banken, um ihre Ersparnisse, größtenteils in Dollar angelegt, abzuziehen. Wirtschaftsminister Cavallo ließ daraufhin mit dem berüchtigten „Corralito“¹⁰ die Dollar-Bankeinlagen einfrieren. Dies führte zur sozialen Explosion. Eine über fast alle gesellschaftlichen Schichten und politische Schattierungen reichende Koalition des Protests bildete sich aus. Große Menschenmengen zogen kochtopfschlagend durch die Strassen der Hauptstadt Buenos Aires und vieler Provinzstädte, skandierten dabei „Que se vayan todos“ („Weg mit Allen [Politikern]“) und schlugen die Fensterscheiben aller erreichbaren Bankfilialen zu Bruch; bei Zusammenstößen mit der Polizei starben fast 30 Menschen. Der derzeitige Präsident de la Rúa trat zurück, und erst nach mehreren Wochen des politischen Chaos mit insgesamt drei Interimspräsidenten übernahm Eduardo Duhalde die Übergangsregierung. Die Erklärung des *default* war in diesem Zusammenhang nicht mehr als eine Formalität.

3. Wie Schulden tragbar werden? Eine Kritik des *debt sustainability*-Ansatzes

Das zweite Problem, das einer effektiven Reform des Internationalen Währungsfonds entgegensteht, ist seine Interpretation der Ursachen und Konsequenzen einer Auslandsverschuldung für die Entwicklung eines Landes. Daraus resultieren, wie im folgenden gezeigt werden soll, gravierende Probleme bei dem Versuch, objektive Kriterien für eine klare Trennlinie zwischen Liquiditäts- und Solvenzkrisen zu finden, die eine notwendige Bedingung für die Umsetzung der neuen Politikleitlinien des Fonds sein soll.

3.1. Das Konzept der *debt sustainability* – Zur Definition der Begriffe

In einem programmatischen Papier (IMF 2002a) liefert der Fonds folgende Definition zur Festlegung der Grenze der Zahlungsfähigkeit sowie der Liquidität:

„An entity is solvent if the present discounted value (PDV) of its current and future primary expenditure is no greater than the PDV of its current and future path of income, net of any initial indebtedness. (...) An entity is illiquid if, regardless of whether it satisfies the solvency condition, its liquid assets and available financing are insufficient to meet or roll-over its maturing liabilities” (IMF 2002a: 5).

Die Solvenz gilt also als gesichert, wenn der abdiskontierte Gegenwartswert der Verschuldung nicht höher ist als das laufende und zukünftige Einkommen unter den derzeitigen Bedingungen. Anders gesagt: die Zahlungsfähigkeit kommt in Gefahr, wenn zur Bedienung der Zinsen neue Schulden aufgenommen werden müssen. Die Frage der Liquidität hingegen bezieht sich nur auf die Zahlungs(un)fähigkeit zu einem bestimmten Zeitpunkt, während die Solvenz langfristig gegeben ist. Das Problem ist jedoch, wie auch die Autoren dieses Dokuments einräumen, dass die Grenze zwischen Liquiditäts- und Solvenzkrise im

¹⁰ Das Einfrieren der Dollar-Guthaben wurde im Volksmund als „Zwinger“ (*corralito*) bezeichnet.

Zweifelsfall sehr rasch verschwimmt, da eine Liquiditätskrise, wird sie nicht unmittelbar gelöst, in der Regel zu steigenden Refinanzierungskosten und damit zu einer Erhöhung des Gegenwartswerts der Verschuldung führt (IMF 2002a: 5).

Daher wird im Zusammenhang mit Problemen der Verschuldung zunehmend auf das Konzept der „Tragbarkeit der Verschuldung“ (*debt sustainability*) zurückgegriffen, wobei unter einer tragbaren Verschuldung die Erfüllung des Liquiditäts- sowie des Solvenz Kriteriums verstanden wird. „Sustainability thus incorporates the concepts of solvency and liquidity, without making a sharp demarcation between them“ (IMF 2002a: 4). Ebenso einbezogen in die Tragbarkeit eines bestimmten Schuldenniveaus wird die Annahme, dass dieses ohne größere Korrekturen auf der Einnahmen- oder Ausgabenseite, die an die Grenzen der politischen und sozialen Belastbarkeit eines Landes stoßen, finanzierbar ist (IMF 2002a: 6).

Nun ist jedoch nicht nur die Grenze zwischen Liquidität und Solvenz eine fließende, sondern auch das Konzept der Tragbarkeit ist bei genauer Betrachtung alles andere als präzise. Denn bei den gelieferten Definitionen ist die Höhe der Kosten die zentrale Schlüsselgröße. Die Höhe des Schuldendienstes ist jedoch in erster Linie von zwei makroökonomischen Größen bestimmt: dem Zins zur Refinanzierung einer Fremdwährungsverschuldung sowie dem Wechselkurs, der darüber bestimmt, wie hoch Schuldenbestand und Schuldendienst ausgedrückt in einheimischer Währung ausfallen.¹¹

Die Entwicklung der Zinsen und des Wechselkurses in der mittleren Frist mit hoher Wahrscheinlichkeit realistisch zu schätzen oder gar als fest annehmen zu können, dieser Illusion gibt sich kein seriöser Ökonom dieser Welt hin. Denn diese Größen hängen wiederum nicht nur von schwer prognostizierbaren Politikvariablen ab, sondern auch von einer Vielzahl von intrinsisch unsicheren und hochgradig schwankenden makroökonomischen Variablen, allen voran der Entwicklung der Finanzmärkte (Daseking 2002: 12). Die Einschätzung der internationalen Gläubiger über die mittelfristige Zahlungsfähigkeit eines Landes ist entscheidend für ihre Bereitschaft, ihre Forderungen zu verlängern. In diese Einschätzung aber fließen zudem eine ganze Reihe von Faktoren ein, die häufig auf historisch basierten Erwartungen sowie durchaus nicht unveränderbaren Mehrheitsmeinungen basieren, ob und in welchem Maße Anpassungsleistungen zur Erbringung des Schuldendienstes politisch und sozial durchsetzbar seien. Zudem hängt die Zahlungsfähigkeit einer Ökonomie in Fremdwährung von ihren Netto-Exporterlösen ab, die wiederum von den *terms of trade* des Landes, von den Import- und Exportelastizitäten und weiteren Faktoren bestimmt werden (IMF 2002a: 3ff.). Daraus schließt der Fonds korrekterweise, dass die Bestimmung der Tragbarkeit einer Fremdwährungsverschuldung hohen Unsicherheiten unterliegt: „Assessments of sustainability are thus inherently probabilistic and no framework can dispense with the need for making judgments“ (wiederum IMF 2002a: 6).

In jüngster Zeit hat ein Teil dieser den Zustand der Unsicherheit erhöhenden Effekte zunehmend Berücksichtigung unter dem Begriff der *balance sheet effects*¹² gefunden. Anlass war die Häufung von Währungskrisen in Südostasien Ende der 90er Jahre; aus der

¹¹ Im Prinzip bezieht sich die Debatte auf sämtliche Formen der Verschuldung, also die private genauso wie öffentliche und Fremdverschuldung wie diejenige in einheimischer Währung. Wechselkursänderungen haben jedoch *cet. par.* nur einen Einfluss auf Kredite in ausländischer Währung.

¹² Zur theoretischen Aufarbeitung von *balance sheet effects* vgl. Aghion et al. (2000 und 2003); Allen et al. (2002) so wie Cespedes et al. (2000); zur Rezeption und Anwendung innerhalb des IWF vgl. Keller et al. (2002) sowie IMF (2003a).

Beschäftigung mit diesen Ereignissen entstand die sogenannte dritte Generation von Modellen der Währungskrisen, die Realschuldenprobleme in den Mittelpunkt der Analyse stellen (Chang/Velasco 2000; Corsetti et al. 1998; Krugman 1997 und 2003).

Balance sheet effects, auch als Realschuldeneffekte bezeichnet, erfassen die Interaktion zwischen *stocks* (Beständen) und *flows* (Flussgrößen), die durch die Veränderung des Zinsniveaus beziehungsweise des Wechselkurses erzeugt werden. Diese treten in Folge von Änderungen des Zinsniveaus bei kurzfristigen Kreditverträgen in einheimischer Währung („*maturity mismatch*“) sowie in Folge von Änderungen des Wechselkursniveaus bei Kreditverträgen in ausländischer Währung („*currency mismatch*“) auf.

- Zinsänderungen schlagen sich umso rascher in einer Veränderung des Gegenwartswertes von Verbindlichkeiten nieder, je kürzer die Laufzeiten der Kreditverträge; dabei führt eine Erhöhung (Senkung) des Zinssatzes zu einer steigenden (sinkenden) realen Schuldenbelastung (*maturity mismatch*).
- Eine Veränderung des Wechselkurses resultiert für Fremdwährungsschuldner in einer Veränderung des Schuldendienstes, gemessen in einheimischer Währung, wenn ein Fremdwährungsschuldner Gewinne nicht (oder nicht in für den Schuldendienst ausreichendem Maß) in der Fremdwährung, sondern in einheimischer Währung erzielt.¹³ Dabei zieht eine Abwertung (Aufwertung) des Wechselkurses eine Erhöhung (Senkung) der Fremdwährungsverschuldung nach sich. Ein makroökonomischer *currency mismatch* entsteht immer dann, wenn ein Land eine Netto-Außenverschuldung aufweist, die höher als der laufende Exportüberschuss ist, selbst wenn einzelne Sektoren, sei es nun der Unternehmens, der Banken oder der öffentliche Sektor des Landes gegen die Realschuldeneffekte durch ausreichende Deviseneinnahmen geschützt sind.

Die Erhöhung des Schuldendienstes, ob nun aus einer Währungsabwertung oder einer Zinssatzerhöhung rührend, führt zu Solvenzkrise einzelner Sektoren der Ökonomie, die rasch auf andere übergreifen können und häufig gravierende fiskalische Kosten nach sich ziehen. Wenn beispielsweise der Realschuldeneffekt vor allem im Unternehmenssektor auftritt, überträgt dieser sich rasch über die Verschlechterung der Qualität des Forderungsportfolios auf die Geschäftsbanken. Um dann eine systemische Bankenkrise zu verhindern, ist ein rascher und ausreichend hoher staatlicher *bail out* des Bankensektors erforderlich. Dieses Phänomen hoher fiskalischer Kosten auf Grund von impliziten oder expliziten Bankeinlagenversicherungen im Kontext von Realschuldenproblemen wird auch unter dem Begriff der *contingent liabilities* diskutiert (Rojas-Suárez/Weisbrod 1996; Schinasi et al. 1999). Für Konzepte zur Messung der Tragbarkeit stellt die ex ante-Schätzung dieser potentiellen Verbindlichkeiten des Staates, die häufig nicht einmal explizit, sondern ausschließlich implizit bestehen, ein erhebliches Problem dar (IMF 2002a: 13).

3.2. Fremdwährungsverschuldung als Generator von Unsicherheit

Die mit den Realschuldeneffekten verbundenen Imponderabilien in Bezug auf die Tragbarkeit der Verschuldung eines Landes sind jedoch im Grunde das kleinere Problem, das sich mit einer Netto-Fremdwährungsverschuldung und den damit verbundenen

¹³ Die Effektivierung des Realschuldeneffekts hängt zudem von der Fristigkeit der Verbindlichkeiten ab. Im Grenzfall kann ein Schuldner durch eine hohe Abwertung der einheimischen Währung buchtechnisch insolvent, aber aufgrund der Langfristigkeit der Verbindlichkeiten liquide sein.

Leistungsbilanzdefiziten verbindet. Denn eine externe Verschuldung erzeugt systemische Unsicherheiten, die zusätzlich zu den marktwirtschaftlich inhärenten Unsicherheitsfaktoren hinzutreten. Denn a) wird das Vertrauen in eine Schuldnerwährung systematisch dadurch untergraben, dass eine Fremdwährungsverschuldung dauerhafte latente Abwertungserwartungen schafft, die sowohl das interne als auch das externe Zinsniveau für diese Ökonomie erhöhen, und b) die Effekte einer Abwertung kumulativ wirken, unabhängig davon, welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen ergriffen werden.

zu a) Zwar vermag eine Abwertung der Währung kann auf dem Gütermarkt insofern eine verbesserte Schuldentragbarkeit herstellen, als diese die Importe verteuert und Exporte verbilligt, die Handelsbilanz also verbessert. Dies gilt jedoch zum einen nur unter bestimmten Voraussetzungen. Wenn beispielsweise die Importelastizität bezogen auf die Preise niedrig ist, aber hoch in Relation zum Binnenwachstum, oder wenn die Exporte in hohem Maß auf importierten Vorprodukten basieren, bleiben die Effekte einer realen Abwertung auf die Handelsbilanz gering. Zum anderen wird die Verbesserung der realen Wettbewerbsfähigkeit im Falle eines Netto-Fremdwährungsschuldnerlandes durch den Realschuldeneffekt der Abwertung konterkariert. Bei hoher Verschuldung und geringem belebendem Effekt auf die Handelsbilanz kann eine Abwertung gar hohe volkswirtschaftliche Netto-Kosten erzeugen. So können für die Wirtschaftspolitik (vor allem im Zusammenhang mit fixen oder quasi-fixen Wechselkursen) Anreize zur Nicht-Realisierung oder zumindest zur Verzögerung einer realen Abwertung entstehen¹⁴. Dies hat gravierende Konsequenzen:

“(...) if necessary devaluations are postponed or prevented, the countries tend to real overvaluation which hampers the international competitiveness and tends to increase the current account deficit even further. A current account deficit as such is a warning signal with respect to competitiveness and the exchange rate” (Herr/Priewe 2003: 38).

Im Falle eines außenverschuldeten Landes bestehen im Grunde immer zumindest latente Abwertungserwartungen, denn bei akuten Zahlungsbilanzengpässen, die aus den verschiedensten Gründen immer wieder auftreten können, bleibt schlicht kein anderer Weg als der der Abwertung. Dies führt zu einem Risikoaufschlag seitens der internationalen Gläubiger, dem sogenannten *spread*. Dieser Aufschlag kann sowohl im Zeitverlauf, das heißt je nach aktueller Einschätzung der Schuldentragbarkeit, als auch zwischen verschiedenen Schuldnerökonomien erheblich schwanken, aber er ist aufgrund dieser inhärenten Aufwertungserwartungen immer positiv. Dasselbe gilt für das interne Zinsniveau, insbesondere unter den Bedingungen freien Kapitalverkehrs: die Zentralbank muss den inländischen Investoren einen Risikoaufschlag in Form eines erhöhten Zinses bieten, will sie eine anhaltende Kapitalflucht in eine ausländische Währung verhindern, die frei von diesen Abwertungserwartungen ist. Das heißt auch, dass Investoren in Schuldnerländern unter einem strukturellen Wettbewerbsnachteil leiden, indem sie vor allem in einheimischer, aber auch in

¹⁴ Die daraus resultierende Unsicherheit über den zukünftigen wirtschafts- und insbesondere währungspolitischen Kurs steht daher auch nicht zu Unrecht im Mittelpunkt von Modellen zur Erklärung von Währungskrisen der zweiten Generation, die auf die Existenz von multiplen Gleichgewichten abstellen (vgl. Obstfeld 1986). Die Unsicherheit darüber, ob die Zentralbank den bestehenden Wechselkurs verteidigen oder aber doch abwerten wird, löst dann ab einem bestimmten Moment die Flucht aus der Währung aus. In den 90er Jahren haben sowohl die Währungskrisen des EWS als auch der Zusammenbruch des mexikanischen Peso und dann die Krisen der südostasiatischen Währungen die Forschung in dieser Richtung vorangetrieben.

Fremdwährung höhere Refinanzierungskosten zu tragen haben als Investoren in Nicht-Schuldnerländern.

Zu b) Jenseits der direkten, durch die Umbewertung von Bestandsgrößen verursachten Kosten entfaltet eine reale Abwertung kumulative Wirkungen. Die Änderung des Devisenpreises setzt eine Abwertungs-Inflations-Spirale in Gang, die den abwertungsvermittelten Realschuldeneffekt für die einheimischen Fremdwährungsschuldner verstärkt. Jenseits von stabilitätspolitischen Zielen erfordert sie allein schon deshalb eine Verhärtung der Geldpolitik, um das Weiterdrehen dieser Spirale zu beenden. Denn ohne geldpolitische Eingriffe führt der Anstieg der Inflation zu weiteren Abwertungserwartungen, die wieder neue Kapitalexporte zur Vermeidung der erwarteten Vermögensverluste nach sich ziehen und den Wechselkurs weiter unter Druck setzen. Dem muss die Geldpolitik zuvorkommen, indem sie per Zinssteigerung den Kapitalabfluss stoppt und per Repression der Binnenmarktnachfrage das Importvolumen senkt, mit positiver Wirkung auf Handelsbilanz und internationale Zahlungsfähigkeit.

Die Zinserhöhung zur Konterkarierung des Realschuldeneffekts der Abwertung bei Fremdwahrungsschuldnern löst jedoch ihrerseits wiederum Realschuldeneffekte bei denjenigen Schuldnern aus, die Verbindlichkeiten in einheimischer Währung kontrahiert haben. Deren Verbindlichkeiten sind in der Regel kurzfristig, da die dem Schuldnerstatus inhärenten Abwertungserwartungen langfristige monetäre Verträge zu risikoreich machen; die Eindämmung des *currency mismatch* auf der einen Seite erzeugt eine Verschärfung des *maturity mismatch*. Unternehmens- und Bankensektor sowie Staat sind also in Schuldnerokonomien auf mehrfache Weise dem Risiko von Solvenzkrisen ausgeliefert, die sich rasch in Fiskal- und Währungskrisen niederschlagen können und vice versa. Auf diese Weise erzeugt eine Netto-Fremdwährungsverschuldung eine systematische Erhöhung des Zustands der Unsicherheit in der Ökonomie.

3.3 Von Unsicherheit durch Verschuldung zur Abkehr vom „Growth cum Debt“

Eine Netto-Auenverschuldung generiert also spezifische marktendogene Unsicherheiten, die über den „normalen“ Zustand der Unsicherheit, der das Handeln der ökonomischen Akteure grundsätzlich leitet, deutlich hinausgehen. Das Ausmaß dieser spezifischen marktendogenen Unsicherheiten korreliert positiv mit der Hohede Verschuldung, doch treten sie grundsätzlich auf, sobald ein Land eine Netto-Schuldenposition in Fremdwährung einnimmt und diese nicht durch dauerhafte Handelsbilanzuberschusse, die die Möglichkeit einer sehr raschen und weitreichenden Entschuldung eröffnen, konterkarieren kann.

Die erhöhete ökonomische Unsicherheit, die mit einer Schuldnerposition verbunden ist, wird inzwischen von der Mehrheit der okonomien in- und außerhalb des Fonds zumindest partiell durch die Berücksichtigung von *balance sheet effects* wahrgenommen. Damit stellt sich die Frage, welcher entwicklungsstrategische Nutzen jenseits der Frage der Schuldentragbarkeit, das heißt letztendlich der aktuellen Zahlungsfähigkeit, dem Import externer Ersparnisse zugewiesen werden sollte.

Aufschlussreich ist hier eine empirische Studie, die nach den Auswirkungen einer Netto-Fremdwährungsverschuldung auf das Wachstum fragt (Pattillo et al. 2002 und 2004). Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass im Durchschnitt ab einer Verschuldung (abdiskontierter Netto-Gegenwartswert) von etwa 17-20% im Verhältnis zum BIP sowie einem Verhältnis von

Devisenverbindlichkeiten zu Exporten von 80-85% eine negative Wirkung auf das Investitionsverhalten ausgeht¹⁵. Dies würde bedeuten, dass der überwiegende Teil der Entwicklungsländer eine wachstumshemmende Verschuldung aufweist; selbst innerhalb der Gruppe der gering verschuldeten Länder gemäß der Kategorisierung der Weltbank liegt das Verschuldungsniveau vielfach höher als das von Pattillo et al. angegebene maximale investitionsunschädliche Niveau.¹⁶

Als Erklärung ziehen sie Theorien zur Erklärung von Ursachen und Wirkungen eines Schuldenüberhangs heran. Unter diesen ist vor allem der Ansatz von Serven (1997) relevant, der das Problem unter Berücksichtigung der Literatur zum Investitionsverhalten unter Unsicherheit behandelt. Demnach ziehen Investoren in einem hochgradig unsicheren Umfeld aufgrund zu hoher externer Verschuldung eine Wartehaltung vor, die impliziert, dass unter derartigen Bedingungen keine großen, auf langfristige Gewinnerwartungen angelegte Investitionen getätigt werden, selbst wenn derzeit eine Verbesserung der Fundamentaldaten stattfindet. Das heißt, dass sowohl das Volumen der Investitionen geringer ausfällt als auch die Effizienz der realisierten Unternehmungen aufgrund der Verkürzung des Zeithorizonts niedriger liegt, als dies in einem Umfeld ohne spezifische Unsicherheit der Fall wäre.

Sowohl die aufgrund empirisch gewonnener Erkenntnisse sehr niedrig liegende Grenze, bei der die Wachstumsimpulse einer Verschuldung negativ werden, als auch die Erklärung einer Investitionsblockade aufgrund der mit der Verschuldung erhöhten Unsicherheiten aufgrund der damit verbundenen (latenten) Abwertungserwartungen und der kumulativen Wirkung von Abwertungen führen im Grunde zu der Schlussfolgerung, dass nur eine sehr geringe Fremdwährungsverschuldung der nachholenden Entwicklung von Entwicklungsländern förderlich ist.

Trotz ihrer bahnbrechenden empirischen Erkenntnisse bleiben Pattillo et al. theoretisch allerdings nach wie vor in den Ansätzen des *Growth-cum-Debt* verhaftet, wie ihre weiteren Ausführungen zeigen. Zur Untermauerung ihrer These, dass zwar anfänglich eine Verschuldung wachstumsförderlich ist, aber ab einem relativ frühen Punkt die wachstumsfördernden Impulse einer Verschuldung überwiegen, ziehen sie zwei getrennte Theoriestränge heran, einen zu Wachstum per Verschuldung und einen zur Überschuldung. Die einzige Erklärung, die sie für den Übergang vom Wachstum per Verschuldung zur wachstumshemmenden Verschuldung bereit halten, sind ausgerechnet Politikfehler: die anfänglich zur effizienten Investitionsfinanzierung kontrahierte Verschuldung sei aufgrund schlechter Politiken und trotz sich verschlechternder externer Bedingungen über das richtige Maß angestiegen (Pattillo et al. 2002: 5).

Es ist jedoch erstens willkürlich und zweitens auch nicht wahrscheinlich, dass bei der großen Mehrheit der Entwicklungsländer, die eben eine Verschuldung über 20% des BIP aufweisen, eine falsche einheimische Politik als Erklärungsmuster herangezogen werden kann. Eher ist es wohl so, dass diese Länder dem *mainstream* der ökonomischen Entwicklungstheorien gefolgt sind, internationales Kapital zur Finanzierung des heimischen Wachstums zu importieren.

¹⁵ Wenn die Verschuldung das doppelte Niveau erreiche, also etwa 35 bis 40% des BIP bzw. 160 bis 170% der Exporte, dann sei auch das Niveau der Tragbarkeit überschritten, so Pattillo et al. (2002: 19; zur Kritik der verwandten Messgrößen s. unten). Die Autoren betonen dabei, dass die quantitativen Aussagen mit relativ hoher Unsicherheit belegt seien.

¹⁶ Die Kategorisierung nach Schuldnerklassen findet sich unter World Bank (2004); die Angaben zum Verschuldungsniveau der Entwicklungsländer ist World Bank (2003) entnommen.

Denn sowohl post-keynesianische als auch neoklassisch geprägte entwicklungstheoretische Ansätze postulieren als eines der zentralen Hemmnisse zur Überwindung der Unterentwicklung eine Sparlücke. Diese Sparlücke muss durch Kapitalimporte (ob in Form von Krediten, Portfolio- oder Direktinvestitionen) gefüllt werden, die die Realisierung einer für eine nachholende Entwicklung ausreichend hohen Investitionsquote erlauben.

Frühe Ansätze (Chenery/Strout 1966) wandten dafür das äußerst simple post-keynesianische Wachstumsmodell von Harrod-Domar auf die Entwicklungshilfe und im allgemeinen auf Kapitalimporte zur Ermöglichung einer nachholenden Entwicklung an. Und obschon Harrod als hauptverantwortlicher Autor des Theorems dasselbe später zurückzog, weil er es für theoretisch schwach fundiert hielt (Easterly 1997: 2), geistert es in Form der Berechnung des Kapitalimportbedarfs zur Erzielung einer bestimmten Wachstumsrate noch immer durch die Modelle der Ökonomen von IWF und Weltbank (Easterly 1997; Fritsche 2002: 114ff.).

Im Zuge der neoklassischen Kritik der Entwicklungstheorie in den 70er Jahren („*getting the prices right*“) behielten trotz der theoretischen Schwächen des Ansatzes Kapitalimporte ihren entwicklungsstrategischen Stellenwert, wenn auch die Verfechter dieses Ansatzes Wert darauf legten, dass nicht nur die Quantität, sondern auch die Qualität der Kapitalimporte beziehungsweise der damit realisierten Investitionen von Bedeutung sei („Verwendungshypothese“). Solange kein öffentliches Defizit zu verzeichnen sei, das eine Fehlallokation der importierten Ressourcen anzeige, sei ein steigendes Leistungsbilanzdefizit Ausweis für eine richtige Wirtschaftspolitik, nicht etwa Ausdruck ihrer Inkonsistenz. Korrekt allozierte Investitionen würden zu Wachstum und damit auch zur Erhöhung von Exporten führen, die dann eine Rückzahlung der Auslandsverbindlichkeiten ermöglichten (Corden 1994, Kap. 6).

Während die neoklassischen Ansätze immerhin einen intertemporalen Ansatz des Ausgleichs der Leistungsbilanz verfolgten, der die zukünftige Entschuldung zumindest vorsah (allerdings ohne eine Begründung dafür liefern zu können, auf welchen Marktprozessen der Übergang vom verschuldungsbasierten Wachstum zur Phase der Entschuldung basieren soll; s. unten), schleppen die jüngeren Tragbarkeitsansätze zwar den theoretischen Ballast der Sparlücken-Hypothese implizit noch immer mit sich, weisen jedoch darüber hinaus eine auf die Sicherung der Zahlungsfähigkeit verkürzte Sichtweise auf. Die eingangs aufgeführte Definition von Schuldentragbarkeit (s. Abschnitt 3.1) zielt ausschließlich auf die Stabilisierung des Schuldenniveaus, nicht mehr auf den Abbau des Schuldenbestands. Damit rückt im Grunde die Gläubigerperspektive in den Mittelpunkt, die an der geregelten Bedienung ihrer Forderungen ein Interesse hat, nicht aber an den Entwicklungsperspektiven der Schuldnerländer.

Das Hauptproblem des Sparlücken-Ansatzes besteht jedoch darin, dass es keinen auf Marktprozessen basierenden Zusammenhang zwischen der Akkumulierung von Devisenverbindlichkeiten und dem Wachstum aus der Verschuldung per Exportüberschuss gibt (Nitsch 1995 und 1999; Riese 1989 und 1997). Da Kapitalimporte zur Investitionsfinanzierung aufgrund der gestiegenen Nachfrage am Devisenmarkt immer eine reale Aufwertung der heimischen Währung erzeugen, wird die produktive (Re-)Strukturierung grundsätzlich stärker auf die Binnennachfrage und nicht auf den Exportmarkt hin orientiert sein, falls keine Politikintervention stattfindet, da die Währungsaufwertung der Währung zu einem Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit führt. Ein Gleichgewicht der Zahlungsbilanz setzt jedoch voraus, dass – zumindest über einen absehbaren Zeitraum – Deviseneinnahmen in Höhe der vorherigen Kapitalimporte einschließlich ihrer Verzinsung

erzielt werden. Binnenmarkt-orientierte Investitionen, die durch externe Ersparnisse finanziert werden, mögen die heimischen Produktionskapazitäten stärken und die Produktivität erhöhen, sie führen jedoch zu einem negativen Devisensaldo und damit zu einem Leistungsbilanzdefizit im Zeitverlauf.

Daher erfordert die Erzielung einer positiven Handels- und Leistungsbilanz zum Zweck des externen Schuldenabbaus bei einem extern verschuldeten Land also grundsätzlich die Einschränkung der Binnennachfrage und eine Abwertung der Währung zur Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Die destabilisierenden Vermögenseffekte einer Abwertung und, damit verbunden, einer kontraktiven Geldpolitik (s. Abschnitt 3.2) resultieren in der Unvereinbarkeit von externen Überschüssen mit dauerhaftem Wachstum. Im Gegenteil, eine Netto-Fremdwährungsverschuldung in Kombination mit einem Leistungsbilanzdefizit zwingt dazu, die Wirtschaftspolitik auf die Sicherstellung eines ausreichend hohen Netto-Kapitalzustroms zur Finanzierung der kumulativen Leistungsbilanzdefizite auszurichten. Daraus erwächst die Notwendigkeit, die Geld- und Fiskalpolitik an einen marktinduzierten Zyklus des *stop and go* anzupassen, der von der Verfügbarkeit internationalen Kapitals abhängt (Fritz 2002: 132ff.). Eine *stop*-Politik wird immer dann unvermeidlich, wenn die autonomen Kapitalimporte zu sinken drohen; sie erzwingt eine Repression der Binnennachfrage zur kurzfristigen Maximierung von Exporten und zur Reduzierung der Importe, vermittelt über eine deutliche Verhärtung der Geld- und Fiskalpolitik, und führt auch zu sinkenden Reallöhnen und steigender Arbeitslosigkeit. Die Aktivierung der Handels- oder gar der Leistungsbilanz wird folglich auf Kosten der Binnenökonomie erkaufte. Die *go*-Phase hingegen ist durch Binnenwachstum, steigende Löhne und steigende Beschäftigung gekennzeichnet, die durch hohe Kapitalimporte, eine erneute Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits und damit auch eine weiter steigende Verschuldung ermöglicht wird¹⁷. So kommt es, dass Wachstum in solchen Ökonomien mit der Sicherung von Kapitalimporten in Verbindung gebracht wird, d. h. mit weiterer Schuldenakkumulierung, während andererseits Schuldenreduzierung mit ökonomischer Rezession assoziiert wird. Der Mythos von der Sparlücke als Grundlage nachholender Entwicklung erhält auf diese Weise eine erneute – falsche - Begründung.

Neuere Publikationen zu den Problemen der Fremdwährungsverschuldung stützen die Ablehnung der These der wachstumsfördernden Kapitalimporte. So kommen Eichengreen et al. (2002; sowie 2003) auf der Grundlage breit angelegter empirischer Studien zu dem Schluss, dass Länder, die keine langfristige Investitionsmittel in einheimischer Währung erhalten, selbst wenn sie hervorragende Fundamentaldaten aufweisen, eine erheblich höhere makroökonomische Volatilität aufweisen als Länder, die nicht dieser Beschränkung unterliegen. Dabei stellen sie fest, dass selbst schnell wachsende sogenannte *emerging markets* mit robusten Fundamentaldaten in einheimischer Währung nur kurzfristige Finanzierung, langfristige Kredite hingegen nur in Fremdwährung erhalten. Die Autoren haben dies das Problem des „*original sin*“ genannt, der „Ursünde“ der Fremdwährungsverschuldung. Diese „Ursünde“ begründen sie mit einem Bündel historischer und anderer Faktoren, die jedoch explizit nicht heimischen Politikfehlern entspringen. Analytisch erklären sie die hohe Korrelation von „*original sin*“ und Volatilität mittels einer konsequenten Anwendung der Realschuldeneffekte der Bilanzveränderungen einer externen Verschuldung auf die makroökonomische Konstitution dieses Ländertyps. Demnach macht

¹⁷ Diese Unvereinbarkeit von interner und externer Stabilisierung kann auch im sog. Swan-Diagramm erfasst werden; vgl. Krugman (1998) sowie Roy (2000).

die wechselseitige Kumulation von *currency* und *maturity mismatches* die finanzielle Fragilität aus, die die sogenannten *emerging markets*, die großen Kapitalimporteure unter den Entwicklungsländern, so deutlich prägt.

3.4 When less is more: Zur entwicklungsstrategischen Bedeutung geringer Kapitalimporte

Nicht umsonst basierte die Strategie aller Länder und Regionen, die seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs eine erfolgreiche nachholende Entwicklung durchlaufen haben, also Japan, die Bundesrepublik Deutschland sowie in jüngster Vergangenheit eine Reihe asiatischer Länder wie China, auf einer Strategie sehr geringer Fremdwährungsverschuldung (Dooley et al. 2003).

Dementsprechend sollte eine wirtschaftliche Entwicklungsstrategie für die Entwicklungsländer nicht auf ein *Growth-cum-Debt* zielen, wo die Bereitstellung wirtschaftlicher Rahmenbedingungen für die Attrahierung internationaler Investitionen eine immer größere Bedeutung erlangt. Stattdessen scheint es notwendig, eine Strategie des Wachstum-mit-ein-bißchen-Verschuldung-bei-Leistungsbilanzüberschüssen zu verfolgen, eine Art „*Low-Debt-Growth*“. Es ist nicht sinnvoll, völlig von einer Fremdwährungsverschuldung abzusehen („*No-Debt-Growth*“), schließlich gilt es im Rahmen einer Strategie der nachholenden Entwicklung natürlich ein gewisses Quantum an Technologie und *know how* zu importieren und von einigen Vorteilen des internationalen Kapitalmarkts zu profitieren.

Eine geringe Fremdwährungsverschuldung kann für ein Land, das an dem Problem des *original sin* einer international nicht kontraktfähigen Währung zu leidet, nicht über eine liberale Wirtschaftsstrategie erreicht werden. Denn bei liberalisiertem Kapitalverkehr ist es aus betriebswirtschaftlicher Sicht immer billiger, sich in fremder Währung zu verschulden, weil die Dollarzinsen immer niedriger sind als die einer Entwicklungsländerwährung – nur dass diese Verschuldung später gravierende volkswirtschaftliche Kosten nach sich zieht. Daher sind staatliche Interventionen in den Markt auf verschiedenen Ebenen notwendig, deren eventuell auftretende Effizienzverluste dadurch eingegrenzt werden können, dass ein zentrales Kriterium für die Intervention immer auch die Herstellung und Sicherung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit sowie die Sicherung der internen Preisniveaustabilität sein muss.

Um dieses Ziel zu erreichen, sind eine ganze Reihe von Maßnahmen nötig und möglich, die je nach ökonomischer und gesellschaftlicher Struktur der Länder durchaus variieren kann. Dies umfasst Konvertibilitätsbeschränkungen und Kapitalverkehrskontrollen, eine gezielte, eventuell zeitlich begrenzte und von Exporterlösen abhängige Protektionismuspolitik zum Schutz bestimmter Bereiche des Binnenmarktes gegen Importe, gestützt durch öffentliche Kredite in inländischer Währung, eine Steuerung von ausländischen Direktinvestitionen in exportorientierte Bereiche, indem bestimmte Exportquoten zur Auflage gemacht werden, eine öffentliche Nachfrage, die die Binnenproduktion stützt, gezielte öffentliche Kapitalexporte in Form der Kreditgewährung an andere Länder und Investitionen in diesen Ländern und anderes mehr (ausführlich s. hierzu Lüken gen. Klauen 1993; sowie Metzger 2003).

In diesem Sinne ist das zentrale Kriterium, das eine entwicklungsstrategische Schuldentragbarkeit anzeigt, indem es die Fähigkeit zur Schuldentilgung mittels Netto-

Deviseneinnahmen ausweist, das Verhältnis zwischen Verschuldung und Leistungsbilanz (Flaßbeck 2004: 1). Hat dieses Verhältnis ein negatives Vorzeichen, verweist es auf eine kumulative Verschuldung und damit auf zunehmende Entwicklungshemmnisse. Ist die Relation hingegen positiv, das heißt steht einer Netto-Fremdwährungsverschuldung (*stock*) ein positiver Leistungsbilanzsaldo (*flow*) gegenüber, der im Zweifelsfall einen relativ raschen Abbau der Verschuldung möglich erscheinen lässt, so können die wachstumshemmenden Effekte der Verschuldung als gering oder nicht existent betrachtet werden.

Ein Leistungsbilanzüberschuss (wobei der Handelsbilanzüberschuss die erste Phase der Entschuldung markiert und der Leistungsbilanzüberschuss die zweite) suggeriert, dass die Währung nicht überbewertet (und somit abwertungsverdächtig) ist, sondern eher unterbewertet (und damit aufwertungsverdächtig). Damit kann sich die einer Fremdwährungsverschuldung inhärente spezifische Unsicherheit mit ihren fatalen Auswirkungen auf Geld- und Fiskalpolitik sukzessive verringern, was sich dann in einem sinkenden Zinsniveau und der Fristenverlängerung der internen Kreditverträge niederschlägt.

Ein Leistungsbilanzüberschuss bei Entwicklungsländern, die das Ziel einer nachhaltigen nachholenden Entwicklung verfolgen, hat jedoch Konsequenzen für die Leistungsbilanzen der anderen Länder der Welt, insbesondere der Industrieländer. Dafür müssen die Gläubigerländer jedoch zulassen, dass der Abbau ihrer Forderungen gegenüber den Schuldnerländern mit dem Aufbau eines Leistungsbilanzdefizits auf ihrer Seite einhergeht (Flaßbeck 2004: 2) – schließlich ist der Welthandel ein geschlossenes System, in dem die Überschüsse des einen zwangsläufig Defizite eines anderen in gleicher Höhe erfordern. Dies ist sicherlich der konfliktivste aller Punkte, handelt es sich hier doch um nichts anderes als den Anspruch der Entwicklungsländer auf eine Umverteilung der Reichtümer dieser Welt zu ihren Gunsten.

4. Die zukünftigen Aufgaben des IWF: Entschuldung qua Verfahren und Entschuldung qua Vermeiden von Verschuldung

Zählt man die Probleme zusammen, die in den neueren *balance sheet*-Ansätzen und in der Literatur zum Investitionsverhalten unter Unsicherheit mit einer Netto-Fremdwährungsverschuldung in Verbindung gebracht werden, so scheint es an der Zeit, sämtliche Theorien des *Growth-cum-Debt* ad acta zu legen. Denn aufgrund der sich wechselseitig verstärkenden destabilisierenden Effekte, die von Zins- oder Wechselkursänderungen ausgehen, schafft eine externe Verschuldung ein Klima der Unsicherheit, das das Investitionsverhalten nachhaltig beeinträchtigt. Daraus folgt, dass allenfalls ein wenig Verschuldung, möglichst bei gleichzeitig überschüssiger Leistungsbilanz, der Entwicklung förderlich ist.

Für den IWF bedeutet dies zum einen, dass es nicht so sehr bedeutend ist, neue Ansätze zur Differenzierung zwischen Liquiditäts- und Solvenzkrise zu entwickeln, sondern sehr viel stärker auf eine Schuldenreduzierung setzen. Dies impliziert zum einen das fortdauernde Beharren auf der Notwendigkeit eines internationalen Insolvenzrechts – selbst wenn der Vorschlag des Fonds im ersten Anlauf gescheitert ist. Was die zukünftige Realisierbarkeit eines internationalen Insolvenzrechts angeht, so ist davon auszugehen, dass die Industrieländer Schuldenstreichungen sehr viel offener gegenüber stehen werden, spüren sie erst den Druck auf ihre Leistungsbilanzen, der sowohl von denjenigen Ländern ausgeht, die eine aktive Strategie des Wachstums aus der Verschuldung heraus praktizieren, sowie von

denjenigen, die mangels neuer Kapitalimporte zu einem Schuldenabbau auf Kosten des internen Wachstums gezwungen sind.

Darüber hinaus sollte der Fonds, so weit dies mit seiner Aufgabenstellung vereinbar ist, die Schuldner in ihren effektiven Bemühungen unterstützen, mit einer Strategie des „Wachstum-mit-möglichst-geringer-Verschuldung“ aus der Netto-Schuldner-Position „herauszuwachsen“ und damit in Zukunft die Häufigkeit von Liquiditäts- und Solvenzkrisen effektiv zu mindern. Dafür ist es notwendig, dass der Fonds in seinen Forschungsarbeiten ebenso wie bei seinen Kreditfazilitäten verschiedene Formen von Kapitalverkehrskontrollen sowie die unterschiedlichsten protektionistische Maßnahmen zur Minimierung von Devisenausgaben und der Maximierung von Deviseneinnahmen zulässt und fördert, solange sich diese im Rahmen einer wettbewerbs- und exportorientierten Politik bewegen. Und nicht zuletzt bedeutet dies, dass der IWF den Druck auf die Industrieländer aufrecht erhalten und weiter intensivieren muss, ihre Leistungsbilanzüberschüsse abzubauen bzw. ihre Leistungsbilanzdefizite aufrecht zu erhalten.

Literaturverzeichnis

- Aghion, Philippe / Bacchetta, Philippe / Banerjee, Abhijit (2000): A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises, in: *European Economic Review*, Nr. 44, S.728-738
- Aghion, Philippe / Bacchetta, Philippe / Banerjee, Abhijit (2003): A Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises. Unveröff. Msk, erscheint im *Journal of Economic Theory*
- Allen, Mark / Rosenberg, Christoph B. / Keller, Christian / Setser, Brad / Roubini, Nouriel (2002): A Balance Sheet Approach to Financial Crisis. IMF Working Paper 02/210. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02210.pdf>
- Alonso i Terme, Rosa (2003): The Role of International Financial Institutions, in: Roett, Riordan/Paz, Guadelupe (eds.): *Latin America in a Changing Global Environment*. Boulder: Lienne Rienner, S. 117-140
- CEI [Centro de Economía Internacional, Ministerio de Relaciones Exteriores de Argentina]: www.cei.gov.ar
- Céspedes, Luis / Chang, Roberto / Velasco, Andres (2000): Balance Sheets and Exchange Rate Policy. NBER Working Paper Nr. 7840. Washington D.C.
- Chang, Robert / Velasco, Andres (2000): Financial Fragility and the Exchange Rate Regime, in: *Journal of Economic Theory*, Nr. 92, S. 1-34
- Chenery; Hollis B / Strout, A. M. (1966): Foreign Assistance and Economic Development, in: *American Economic Review*, 56. Jg., S. 679-733
- Corden, Max (1994): *Economic Policy, Exchange Rates, and the International System*. University of Chicago Press

- Corsetti, Giancarlo / Guimarães, Bernardo / Roubini, Nouriel (2003): International Lending of Last Resort and Moral Hazard – A Model of IMF's Catalytic Finance.
<http://www.econ.yale.edu/%7Ecorsetti/euro/imf.pdf>
- Corsetti, Giancarlo / Pesenti, Paolo / Roubini, Nouriel (1998): Paper Tigers? A Model for the Asian Crisis. NBER Working Paper No. 6788. Washington D.C.
- Daseking, Christina (2002): Debt – How Much Is Too Much?, in: Finance & Development, Dec., S. 12-14
- Dooley, Michael P. / Folkerts-Landau, David / Garber, Peter (2003): An Essay on the Revived Bretton Woods System. NBER Working Paper Nr. 9971. Washinton D.C.
- Easterly, William (1997): The Ghost of Financing Gap. How the Harrod-Domar Growth Model Still Haunts Development Economics. World Bank Policy Research Working Paper. 1807. Washington D.C.
- Eichengreen, Barry / Hausmann, Ricardo / Panizza, Ugo (2002): Original Sin: The Pain, the Mistery, and the Road to Redemption.
<http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-158.pdf>
- Eichengreen, Barry / Hausmann, Ricardo / Panizza, Ugo (2003): Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin - Why They Are Not the Same ans Why it Matters. NBER WP 10036; <http://www.nber.org/papers/w10036>
- Fischer, Stanley (1999): On the Need for an International Lender of Last Resort, in: Journal of Economic Perspectives, 13/4, S. 85-104
- Flassbeck, Heiner (2004): Debt Sustainability and the Transfer Problem. UNCTAD, unveröff. Msk.
- Fritsche, Ulrich (2002: Stabilisierungs- und Struktruanpassungsprogramme des Internationalen Währungsfonds in den 90er Jahren: Hintergründe, Konzeptionen und Kritik. FU Berlin, unveröff. Dissertations-Msk.
- Fritz, Barbara (2002): Entwicklung durch wechselkurs-basierte Stabilisierung? Der Fall Brasilien (Studien zur monetären Ökonomie, Bd. 28). Marburg: Metropolis
- Fritz, Barbara (Hg.; 2003): Argentinien – Ende eines Modells. Themenschwerpunkt in: Lateinamerika Analysen 2, Juni (Institut für Iberoamerika-Kunde), S. 55-156
- Hefeker, Carsten (2002): Ein Insolvenzrecht für souveräne Staaten?, in: Wirtschaftsdienst Nr.11, S. 684-88. Hamburg: HWWA
- Herr, Hansjörg / Priewe, Jan (2003): Macroeconomic Policies and Financial Sector Development within the Framework of Poverty Reduction Strategies - with Case Studies. Berlin, unveröff. Msk.
- IMF [International Monetary Fund] (2001): Reducing Vulnerabilities: The Role of the Contingent Credit Line. Remarks by Stanley Fischer, First Deputy Managing Director, Washington DC, April 25; <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/042501.htm>
- IMF (2002a): 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, D.C, May. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf>
- IMF (2002b): Reforming the IMF: Progress Since Prague 2000. By IMF Staff. Washington, D.C., December. <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2002/120502.htm>
- IMF (2003a): The Balance Sheet Approach and its Applications at the Fund. Prepared by the Policy Development and Review Department.
<http://www.imf.org/external/np/pdr/bal/2003/eng/063003.htm>
- IMF (2003b): World Economic Outlook. Washington, D.C., April

- IAED [Instituto Argentino para el Desarrollo Económico] (2003): Interpretación de la crisis Argentina (Dossier) <http://www.iade.org.ar/iade/dossiers/xq/primera.html>
- INDEC [Instituto Nacional de Estadísticas y Censos]: <http://www.indec.mecon.ar/>
- Larsen, Flemming (2003): Argentina and the IMF – The Need for Perspective. Address by the Director, Offices in Europe, of the International Monetary Fund; Toulouse, November 18-22. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/111803.htm>
- Keller, Christian et al. (2002): The Bottom Line, in: Finance and Development, Dec., S. 15-18
- Köhler, Horst (2000): Address by Horst Köhler, Chairman of the Executive Board and Managing Director of the International Monetary Fund, to the Board of Governors of the Fund. Prague, September 26, 2000. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2000/092600.htm>
- Kulfas, Matias / Schorr, Martin (2004): Die argentinische Auslandsverschuldung: Überlegungen zur Umstrukturierung und Tragfähigkeit der Schulden. FLACSO Argentina, unveröff. Manuskript
- Krueger, Anne O. (2001): International Financial Architecture for 2002 – A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. International Monetary Fund, November 26. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>
- Krueger, Anne O. (2002): A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. International Monetary Fund, April 16. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/>
- Krugman, Paul (1997): Currency Crises. Prepared for NBER conference, October. <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>
- Krugman, Paul (1998): Latin America's Swan Song. <http://web.mit.edu/krugman/www/#hard>
- Krugman, Paul (2003) Crisis – The Next Generation, in: Helpman, E. / Sadka, E. (eds.): Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin. Cambridge, UK: Cambridge University Press
- Lischinsky, Bernardo (2003): The Puzzle of Argentina's Debt Problem: Virtual Dollar Creation?, in: Teunissen/Akkermann (eds.), S. 81-100.
- Lüken gen. Klaffen, Mathilde (1993): Währungskonkurrenz und Protektion. Peripherisierung und ihre Überwindung aus geldwirtschaftlicher Sicht (Studien zur monetären Ökonomie, Bd. 12). Marburg: Metropolis
- Meltzer Commission (2000): Report of the International Financial Institutions Advisory Commission („Meltzer Commission“). Washington D.C.
- Metzger, Martina (2003): Wirtschaftspolitik und Entwicklung – Eine keynesianische Kritik des Strukturalismus und Neoliberalismus. Frankfurt/New York: Campus
- Nadler, Julio (2003): Las AFJP, capitalización o reparto... de pérdidas, in: Página/12, Buenos Aires, 17.8.
- Nitsch, Manfred (1995): Economic Theory and Latin American External Debt, in: Liehr, Reinhard (ed.): La deuda pública en América Latina en perspectiva histórica / The Public Debt in Latin America in Historical Perspective. Frankfurt a.M.: Vervuert / Madrid: Iberoamericana, S. 47-73
- Nitsch, Manfred (1999): Vom Nutzen des monetär-keynesianischen Ansatzes für Entwicklungstheorie und -politik, in: Schubert, Renate (Hrsg.): Neue Wachstums- und Außenhandelsstheorie – Implikationen für die Entwicklungstheorie und -politik (Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Neue Folge Bd. 269). Berlin: Duncker & Humblot, S. 183-214
- Obstfeld, Maurice (1996): Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payment Crises, in: American Economic Review, Nr. 76, S. 72-81

- Pattillo, Catherine / Poirson, Hélène / Ricci, Luca (2002): External Debt and Growth. IMF Working Paper 02/69. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0269.pdf>
- Pattillo, Catherine / Poirson, Hélène / Ricci, Luca (2004): What are the Channels Through Which External Debt Affects Growth? IMF Working Paper 04/15. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0415.pdf>
- Riese, Hajo (1989): Schuldenkrise und ökonomische Theorie, in: Riese, H./ Spahn.H.P. (Hrsg.): Internationale Geldwirtschaft. Regensburg: Transfer, S. 187-216
- Riese, Hajo (1997): Stabilität und Entwicklung – Anmerkungen zur Integration der Dritten Welt in die Weltwirtschaft, in: Braig, Marianne / Ferdinand, Ursula / Zapata, Martha (Hrsg.) Begegnungen und Einmischungen: Festschrift für Renate Rott zum 60. Geburtstag, Stuttgart: Akademischer Verlag, S. 81-108
- Rojas-Suárez, Liliana / Weisbrod, Steven (1996): Banking Crises in Latin America – Experiences and Issues, in: Hausmann, R./ Rojas-Suárez, L. (eds.): Banking Crises in Latin America. Washington D.C.: Inter-American Development Bank, S. 3-21
- Roy, Tobias (2000): Ursachen und Wirkungen der Dollarisierung von Entwicklungsländern. Ein Erklärungsansatz unter besonderer Berücksichtigung Boliviens (Studien zur monetären Ökonomie, Bd. 26). Marburg: Metropolis
- Schinasi, Garry J. / Drees, Burkhard / Lee, William (1999): Managing Global Finance and Risk, in: Finance & Development, Dec., S. 38-41
- Serven, Luis (1997): Uncertainty, Instability, and Irreversible Investment: Theory, Evidence, and Lessons for Africa. World Bank Policy Research Paper, Nr. 1722
- Stiglitz, Joseph (2002): Globalization and its Discontents. New York/London: W.W.Norton
- Teunissen, Jan J. / Akkermann, Age (eds; 2003): The Crisis That Was Not Prevented – Lessons for Argentina, the IMF, and Globalization. The Hague: FONDAD
- UNCTAD [United Nations Conference on Trade and Development] (2003): Trade and Development Report: Capital Accumulation, Growth and Structural Change. New York and Geneva
- World Bank (2003): World Development Indicators. Washington D.C.
- World Bank (2004): Data & Statistics: Country Classification. <http://www.worldbank.org/data/countryclass/countryclass.html>