

**Barbara Fritz**

## **Tragfähigkeit von Verschuldung. Ein Blick über die Gläubigerperspektive hinaus**

Die Lateinamerikaner, so hatte der Kulturwissenschaftler Néstor García Canclini einmal gesagt, integrieren sich auf dreierlei Wegen in die globalisierte Weltwirtschaft: Als Kulturschaffende, als Emigranten und als Schuldner (Garcia Canclini 2002: 12). Gerade letzteres ist alles andere als neu: Viele der Staaten Lateinamerikas wurden bereits mit Schulden in die Unabhängigkeit entlassen; die Geschichte des 19. Jahrhunderts ist vor allem an seinem Ende, als Waren- und Kapitalströme in ähnlichem Maße global integriert waren wie dies seit Ende des 20. Jahrhunderts der Fall ist, auch eine Geschichte der sich rasch wiederholenden Schuldnerkrisen.

Die „goldenen Jahre“ der Nachkriegszeit stellten mit einem System fester Wechselkurse, hoher Handelsbarrieren und einer anfänglich fast vollständigen Unterdrückung privater internationaler Kapitalflüsse auf der globalen Ebene hochgradig regulierte Bedingungen bereit, die auch den lateinamerikanischen Ländern relativ dauerhafte und hohe Wachstumsraten ermöglichten. Ironischerweise just in dieser Phase der weitgehenden Unterdrückung des privaten Kapitalmarkts (die internationalen Entscheidungsträger setzten die Verwerfungen der *Great Depression* in enge Verbindung mit dem freien Kapitalverkehr) entwickelte die junge Disziplin der Entwicklungstheorie die Vorstellung, dass ökonomische Entwicklung in armen Ländern des Imports ausländischer Ersparnisse bedürfe, eine Vorstellung, die sich über die paradigmatischen Grenzen und Umwälzungen hinweg hartnäckig gehalten hat.

Die große Schuldenkrise der 80er Jahre jedoch setzte den Wachstumsjahrzehnten ein eindeutiges Ende. Verschuldung wurde zum zentralen Thema; über Entstehung, Folgen von Schuldenkrisen und Lösungsmechanismen entstand eine intensive Debatte mit signifikant unterschiedlichen Positionen. Ende der 80er Jahre jedoch schien es zunehmend, als müssten die Länder nur die richtigen, also in erster Linie auf Effizienzsteigerung angelegten Reformen wählen und umsetzen. Das Thema Verschuldung verschwand nicht nur aus den Schlagzeilen der Zeitungen, sondern auch aus dem, was der ökonomische Mainstream für wichtig befand.

Lange hielt dieser Zustand nicht an. Schon ab Mitte der 90er Jahre häuften sich erneut dramatische Währungskrisen in so genannten *emerging markets* (Mexiko 1994/95; Thailand, Malaysia, Südkorea 1997/98; Russland 1998; Brasilien 1999; Argentinien 2001, Brasilien 2002). Die internationale Finanz- ebenso wie die Wissenschafts-Community reagierten zuerst mit erheblicher Verstörung, reichten doch die mikroökonomisch angelegten Analyseraster weder zur Prognose noch zur Erklärung und auch nicht zur Lösung dieser Krisen aus.

Im Laufe der letzten Jahre hat sich – innerhalb der überaus breiten Debatte zu Entstehung, Lösungsmechanismen und Möglichkeiten des zukünftigen Vorbeugens derartiger Krisen – ein wichtiger Strang herausgebildet, der sich mit dem Schuldenmanagement, also der Wahrnehmung (und Vermeidung) mittel- und langfristiger Risiken in Verbindung mit einer Fremdwährungsverschuldung aufgrund von Wechselkurs- und Zinsniveauänderungen (*balance sheet effects*) beschäftigt und der derzeit die Diskussion bestimmt, maßgeblich vorangetrieben durch den IWF. Hintergrund ist die Reformdebatte über die Funktion des IWF, der aufgrund der gehäuften Krisen in die Schusslinie der unterschiedlichsten Kritiker geraten war. Die neue, mit den G7-Mitgliedern abgestimmte Politikleitlinie<sup>1</sup> für den Umgang des Fonds mit Zahlungsbilanzkrisen besteht in der systematischen Unterscheidung zwischen Liquiditäts- und Solvenzkrise und der entsprechend unterschiedlichen Behandlung der Fälle: Liquiditätskrisen sollen durch neue Kredite, Solvenzkrise durch Restrukturierung der Schulden gelöst werden.

Das klingt im Prinzip vernünftig. Jedoch steht einer konsequenten Umsetzung dieses Ansatzes 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 im Frühjahr 2003 abgelehnt wurde. Zum anderen erweist sich das Unternehen der Grenzziehung zwischen Solvenz- und Liquiditätskrise, und damit zwischen einer tragbaren und einer nicht tragbaren Verschuldung nicht nur technisch als ein überaus schwieriges Unterfangen. Denn die konsequente Anwendung der Ansätze, die die mit einer Fremdwährungsverschuldung verbundenen Risiken und Unsicherheiten explizit zu machen suchen, erfordert, so die im Folgenden ausgeführte Argumentation, im Grunde eine erheblich kritischere Bewertung des Imports von Ersparnis für die Förderung von nachholendem Wachstum.

---

<sup>1</sup> Diese Leitlinie wurde im „Prager Rahmenprogramm“ („Prague Framework“, s. Köhler 2000; IMF 2002b) anlässlich des IWF-Treffens in der tschechischen Hauptstadt im Jahr 2000 festgelegt.

## Liquidität, Solvenz und Tragfähigkeit von Verschuldung- zur Unschärfe der Konzepte

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 gerät 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 Solvenzkrisen im 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).

Das Konzept der *debt sustainability* nun versteht unter einer „tragbaren Verschuldung“ die Erfüllung des Liquiditäts- sowie des Solvenzkriteriums: „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.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> 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.

Kein seriöser Ökonom dieser Welt gibt sich der Illusion hin, die Entwicklung der Zinsen und des Wechselkurses in der mittleren Frist mit hoher Wahrscheinlichkeit realistisch zu schätzen oder gar als fest annehmen zu können. 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* (Aghion et al. 2000 und 2003; Allen et al. 2002; Cespedes et al. 2000; sowie IMF 2003a) gefunden. Anlass war die Häufung von Währungskrisen in Südostasien Ende der 90er Jahre; aus der Beschäftigung mit diesen Ereignissen entstand die so genannte 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 ist; 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. 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 Unternehmen, 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 Solvenzkrisen 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 Forderungs-Portfolios 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).

## **Konsequenzen der Fremdwährungsverschuldung auf den Zustand des Vertrauens**

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 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 auf dem Gütermarkt insofern eine verbesserte Schuldentragbarkeit herzustellen, 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 entstehen.<sup>3</sup> 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 Abwertungserwartungen 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 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

---

<sup>3</sup> 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.

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 Kapitalexperte 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 Fremdwährungsschuldnern 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 Schuldnerökonomien 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.

## **Von Unsicherheit durch Verschuldung zur Abkehr vom *Growth cum Debt***

Eine Netto-Außenverschuldung 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 Höhe der Verschuldung, doch treten sie grundsätzlich auf, sobald ein Land eine Netto-Schuldenposition in Fremdwährung einnimmt und diese nicht durch dauerhafte Handelsbilanzüberschüsse, die die Möglichkeit einer sehr raschen und weitreichenden Entschuldung eröffnen, konterkarieren kann.

Die erhöhte ökonomische Unsicherheit, die mit einer Schuldnerposition verbunden ist, wird inzwischen von der Mehrheit der Ökonomen 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 ausgeht.<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup>

Als Erklärung ziehen die Autoren der Studie 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 angelegten Investitionen getätigt werden, selbst wenn gleichzeitig 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.

Wenn empirisch gewonnene Erkenntnisse nahe legen, dass die Grenze, bei der die Wachstumsimpulse einer Verschuldung negativ werden, sehr niedrig liegt, und wenn als Folge der Verschuldung eine Investitionsblockade angenommen wird, die den erhöhten Unsicherheiten aufgrund der damit verbundenen (latenten) Abwertungserwartungen und der kumulativen Wirkung von (potentiellen) Abwertungen zuzuschreiben ist, so führt dies im Grunde zu der Erkenntnis, dass, wenn überhaupt, 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

---

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Die Kategorisierung nach Schuldnerklassen findet sich unter World Bank (2004); die Angaben zum Verschuldungsniveau der Entwicklungsländer ist World Bank (2003) entnommen.

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. 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 – aufgrund der unterstellten geringeren Effizienz des Staates im Vergleich zum Privatsektor – 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 ermöglichen (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 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 Binnen- nachfrage und nicht auf den Exportmarkt hin orientiert sein, falls keine Politikintervention stattfindet, da die Währungsaufwertung 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 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 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.; Schwarzer 2002). 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 wird<sup>6</sup>. 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; 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 so genannte *emerging markets* mit robusten Fundamentaldaten in einheimischer Währung nur kurzfristige Finanzierung, langfristige Kredite hingegen nur in Fremdwährung erhalten. Die Autoren haben dies das Problem der *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 die wechselseitige Kumulation von *currency* und *maturity mismatches* die finanzielle Fragilität aus, die die so genannten *emerging markets*, die großen Kapitalimporteure unter den Entwicklungsländern, so deutlich prägt.

## **Abwehr von Kapitalimporten als entwicklungsstrategische Leitlinie**

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

---

<sup>6</sup> Diese Unvereinbarkeit von interner und externer Stabilisierung kann auch im so genannten Swan-Diagramm erfasst werden; vgl. Krugman (1998) sowie Roy (2000).

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 sicherlich nicht sinnvoll, völlig von einer Fremdwährungsverschuldung abzusehen (*No-Debt-Growth*), schließlich gilt es im Rahmen einer Strategie der nachholenden Entwicklung ein gewisses Quantum an Technologie und Know-how zu importieren und unter spezifischen Umständen von den 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 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 auf verschiedenen Ebenen staatliche Interventionen in den Markt 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, ist 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 Lücken gen. Klaffen 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.

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. Daraus folgt auch, dass für hochverschuldete Länder – und selbst bei der Gruppe der sogenannten *emerging markets* ist die Mehrheit als hochverschuldet einzuschätzen – nach wie vor die Errichtung eines internationalen Insolvenzrechts zur koordinierten und effektiven Entschuldung notwendig ist.

Dass eine Schuldenreduzierung Gläubigerinteressen beschneidet, ist offensichtlich. Aber auch ein Leistungsbilanzüberschuss bei Entwicklungsländern, die das Ziel einer nachhaltigen nachholenden Entwicklung verfolgen, hat Konsequenzen für die Leistungsbilanzen der anderen Länder der Welt, insbesondere der Industrieländer. Dafür müssen die Gläubigerländer 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.

## **Zur Bedeutung einer regional fokussierten Forschung und Lehre am Beispiel der Fremdwährungsverschuldung**

Was die Bedeutung der Regionalforschung innerhalb der Ökonomie angeht, so zeigt dieses Thema, das durchaus als repräsentativ für Themen und Problemstellungen einer regional fundierten Forschung gelten kann, dass die Wahrnehmung der Perspektive „der anderen“ den Blickwinkel tatsächlich verschiebt. Es ist nachvollziehbar, dass US-amerikanisch oder europäisch geprägte Lehrbücher dazu tendieren, das Problem der Verschuldung aus der Gläubigerperspektive zu

betrachten, wie dies seit geraumer Zeit durch die Reduzierung des Themas auf die Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit zu beobachten ist.

Um diese Verkürzung – die nicht der Simplifizierung des Problems dient, sondern letztendlich spezifische Akteursinteressen in den Vordergrund stellt – korrigieren zu können, reicht es nicht aus, sich mit der nackten Empirie spezifischer Länder und Regionen in Form von Datensätzen zu befassen. Darüber hinaus ist es notwendig, komplexere wirtschaftspolitische und gesellschaftliche Zusammenhänge sowie die akademische und gesellschaftliche Debatte in diesen Ländern wahrzunehmen und zu rezipieren. Erst das Zusammenfügen der unterschiedlichen Sichtweisen, hier also das gleichberechtigte Nebeneinanderstellen von Gläubiger- und Schuldnerperspektive ergibt ein vollständiges Panorama der Ursachen und Konsequenzen einer externen Verschuldung.

Diese Notwendigkeit des Wahrnehmens und Zusammenfügens unterschiedlicher Perspektiven gilt für viele Themen ähnlich. Will man das bloße Übertragen von Denkschablonen, die in der Regel im Kontext entwickelter Ökonomien entstanden sind, verhindern, will man auch das Denken vom Rand, das immer wieder kreative Inputs auch in die Wirtschaftswissenschaft geliefert hat, ermöglichen und fördern, dann muss die Weiterführung einer regional fokussierten Forschung und Lehre innerhalb der Wirtschaftswissenschaften, wie Manfred Nitsch sie über Jahrzehnte betrieben und dabei erfolgreich Studierende und Promovenden aus Deutschland und Lateinamerika geprägt hat, hohe Priorität haben.

## 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.
- / --- / --- (2003): „A Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises“. Unveröff. Manuskript, 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> (04.11.2004).
- Alonso i Terme, Rosa (2003): The Role of International Financial Institutions, in: Roett, Riordan / Paz, Guadalupe (Hrsg.): *Latin America in a Changing Global Environment*. Boulder: Lienne Rienner, S. 117-140.
- 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*. Chicago: 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.iue.it/Personal/corsetti/research/Imf.pdf> (04.11.2004)
- / 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 Mystery, and the Road to Redemption*. <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-158.pdf> (04.11.2004).
- / --- / --- (2003): *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin – Why They Are Not the Same and Why it Matters*. NBER WP 10036. <http://www.nber.org/papers/w10036> (04.11.2004).
- 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. Manuskript.
- Fritsche, Ulrich (2002): *Stabilisierungs- und Strukturanpassungsprogramme des Internationalen Währungsfonds in den 90er Jahren: Hintergründe, Konzeptionen und Kritik*. FU Berlin, unveröff. Dissertations-Manuskript.
- Fritz, Barbara (2002): *Entwicklung durch wechselkurs-basierte Stabilisierung? Der Fall Brasilien* (Studien zur monetären Ökonomie, Bd. 28). Marburg: Metropolis.
- Garcia Canclini, Néstor (2002): *Latinoamericanos buscando lugar en este siglo*. Buenos Aires: Paidós.
- Herr, Hansjörg / Priewe, Jan (2003): *Macroeconomic Policies and Financial Sector Development within the Framework of Poverty Reduction Strategies – with Case Studies*. Berlin, unveröff. Manuskript.
- IMF [International Monetary Fund] (2001): *Reducing Vulnerabilities: The Role of the Contingent Credit Line*. Remarks by Stanley Fischer, First Deputy Managing Director, Washington, D.C., April 25. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/042501.htm> (04.11.2004).
- (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> (04.11.2004).
- (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> (04.11.2004).

- (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> (04.11.2004).
- IAED [Instituto Argentino para el Desarrollo Económico] (2003): *Interpretación de la crisis Argentina* (Dossier) <http://www.iade.org.ar/iade/dossiers/xq/primera.html> (04.11.2004).
- INDEC [Instituto Nacional de Estadísticas y Censos]:  
<http://www.indec.mecon.ar/> (04.11.2004).
- 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> (04.11.2004).
- 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> (04.11.2004).
- Krugman, Paul (1997): *Currency Crises*. Prepared for NBER conference, October.  
<http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html> (04.11.2004).
- (1998): *Latin America's Swan Song*.  
<http://web.mit.edu/krugman/www/swansong.html> (04.11.2004).
- (2003) „Crisis – The Next Generation“, in: Helpman, Elhanan / Sadka, Efraim (Hrsg.): *Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Lüken gen. Klauen, 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.
- Nitsch, Manfred (1995): „Economic Theory and Latin American External Debt“, in: Liehr, Reinhard (Hrsg.): *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.
- (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> (04.11.2004).
- / --- / --- (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> (04.11.2004).

- Riese, Hajo (1989): „Schuldenkrise und ökonomische Theorie“, in: Riese, Hajo/ Spahn, Heinz-Peter (Hrsg.): *Internationale Geldwirtschaft*. Regensburg: Transfer, S. 187-216.
- (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, Ricardo/ Rojas-Suárez, Liliana (Hrsg.): *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 (2003) (Hrsg.): *The Crisis That Was Not Prevented – Lessons for Argentina, the IMF, and Globalization*. The Hague: FONDAD.
- World Bank (2003): *World Development Indicators*, Washington, D.C.
- (2004): *Data & Statistics: Country Classification*.  
<http://www.worldbank.org/data/countryclass/countryclass.html> (04.11.2004).