

# Der Internationale Währungsfonds als internationaler Lender of Last Resort

von Umberto Schwarz, Ressort Bretton-Woods-Institutionen,  
Schweizerische Nationalbank, Zürich

# 1 Einführung

Seit zehn Jahren ist die Schweiz Mitglied des Internationalen Währungsfonds (IWF). Aus diesem Anlass wird im Folgenden auf das vergangene Jahrzehnt Rückschau gehalten. Es hat dem IWF tief greifende Veränderungen gebracht: Erstens verstärkte der IWF sein Engagement in den ärmsten Ländern der Welt. Zweitens gewährte er ab Mitte der neunziger Jahre Kredite in weit grösserem Umfang als in den zwei vorangegangenen Jahrzehnten. Als Folge dieser Entwicklung wurden die Kompetenzbereiche des IWF ausgedehnt. Dieser wurde sozusagen zum internationalen Lender of Last Resort, wodurch insbesondere der Moral Hazard zunahm. Mit anderen Worten änderten die internationalen Gläubiger und Schuldnerländer ihr Verhalten, indem sie höhere Risiken eingingen. Dieser Artikel soll aufzeigen, dass ein grosser Teil der vom IWF in den vergangenen zehn Jahren ergriffenen Massnahmen darauf abzielte, diesen Moral Hazard zu mindern.

In den neunziger Jahren, besonders in deren zweiten Hälfte, wurde die vom IWF gebilligte Finanzhilfe stark erhöht. Ihre Summe belief sich am 30. April 2002 auf 87 Milliarden Sonderziehungsrechte (SZR; *Special Drawing Rights*), was ungefähr 174 Milliarden Franken entspricht. Dieser Betrag machte hingegen 1994, vor der Finanzkrise in Mexiko, nur 8 Milliarden SZR aus. Zwei Jahre später, als die Krise ihren Höhepunkt erreichte, stieg er auf 28 Milliarden SZR an. Ab 1998 nahm die Finanzhilfe auf Grund der Krisenserie in Asien, Russland, Brasilien, Argentinien und der Türkei stetig zu.<sup>1</sup>

Die Ausweitung der Kreditsummen war möglich, weil die dem IWF zur Verfügung stehenden Mittel aufgestockt wurden. Diese bestehen aus dem Kapital des IWF sowie aus den Kreditlinien, über die er verfügen kann. Sein Kapital wurde 1999 von 146 Milliarden auf 212 Milliarden SZR erhöht. Das Kapital ist allerdings nicht vollständig verfügbar. Es können nur jene Anteile verwendet werden, die von den Ländern ohne Zahlungsbilanzschwierigkeiten eingezahlt wurden. Der Umfang der Kreditlinien, auf die der IWF zurückgreifen kann, wurde 1998 von 17 Milliarden auf 34 Milliarden SZR verdoppelt.<sup>2</sup>

Die Erhöhung der Kreditbeträge wurde auch dadurch erleichtert, dass die Grundsätze der IWF-Kreditpolitik geändert wurden. Auslöser dafür waren die Mexiko-Krise von 1995 und die Korea-Krise von 1997. Nach der Mexiko-Krise verankerte der IWF die Politik des raschen und massiven Einschreitens bei einer eventuellen Krise (Finanzierungsmechanismus für Not-

fälle; *Emergency Financing Mechanism*). Diese Politik wurde während der Korea-Krise präzisiert. Dabei wurde ein neues Kreditfenster geschaffen: die Fazilität zur Stärkung von Währungsreserven (*Supplemental Reserve Facility*). Sie ist anders gestaltet als die traditionellen Kreditfenster. Die Darlehen des IWF dienen normalerweise dazu, den Zufluss von Privatgeldern zu stimulieren. Sie haben nicht die Aufgabe, einen bedeutenden Teil des Zahlungsbilanzdefizits auszugleichen. Die Darlehen können demnach von bescheidenem Umfang sein. Die Auszahlung der Gelder erfolgt gestaffelt und wird vom Erreichen bestimmter Ziele des wirtschaftlichen Anpassungsprogramms abhängig gemacht. Die im Rahmen dieser neuen Fazilität gewährten Kredite hingegen werden anders gehandhabt. Die Beträge dieser Darlehen sind hoch, und sie werden grösstenteils sofort freigegeben.

Die Aufstockung der Geldmittel des IWF und die Änderung der Grundsätze seiner Kreditpolitik entsprechen einem Bedürfnis, das durch den Anstieg der internationalen Kapitalflüsse entstanden ist. Die zunehmende Liberalisierung des Kapitalverkehrs erlaubte zwar weltweit eine bessere Verteilung der Geldmittel, schwächte jedoch auch das internationale Finanzsystem. Krisen im Zusammenhang mit der Kapitalverkehrsbilanz können heftig ausfallen und bedeutende Ausmasse annehmen, insbesondere bei Rückzügen von kurzfristig angelegten Geldern.

Der Kapitalrückzug beziehungsweise die Nichterneuerung von Krediten kann viele Ursachen haben. Die Folgen sind jedoch die gleichen: Das Schuldnerland findet keine privaten Geldgeber mehr. Unter solchen Umständen kann sich der Schuldner an den IWF wenden. Dieser übernimmt dann die Rolle eines Lender of Last Resort, der als Einziger fähig oder willens ist, Liquidität zur Verfügung zu stellen, nachdem alle anderen Finanzierungsquellen versiegt sind. Auf die gleiche Weise wie der Lender of Last Resort – meistens die Zentralbank – auf nationaler Ebene einem Bankinstitut, das mit der Abhebung von Einlagen konfrontiert ist, Unterstützung bietet, kann der IWF einem Staat, der einem Kapitalabfluss gegenübersteht, Hilfe leisten. Diese Sichtweise vertrat, mit gewissen Vorbehalten, vor allem Stanley Fischer als damaliger Erster Stellvertretender Geschäftsführender Direktor des IWF (Fischer, 1999). Die Vorbehalte erklären sich dadurch, dass die Mittel des IWF beschränkt sind. In der Tat kann der IWF, im Gegensatz zu einer Zentralbank, kein Geld schaffen. Sein Kreditangebot ist durch die zu seiner Verfügung stehenden Ressourcen begrenzt. Folglich ist der IWF ein Lender of Last Resort der besonderen Art.

1 Vgl. IMF, *Annual Report*.

2 Es gibt zwei Kreditlinien: die Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV; *General Arrangements to Borrow*) in Höhe von 17 Milliarden SZR und die Neuen Kreditvereinbarungen (NKV; *New Arrangements to Borrow*) von 34 Milliarden SZR. Die Neuen Kreditvereinbarungen schliessen die Allgemeinen Kreditvereinbar-

rungen ein. Finanziert werden die AKV von den wichtigsten Industrieländern (Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Schweden, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich). Die Finanzierung der NKV wird von den genannten elf Staaten sowie von mehreren anderen Industrie-

und Schwellenländern finanziert (Australien, Dänemark, Finnland, Hongkong, Korea, Kuwait, Luxemburg, Malaysia, Norwegen, Österreich, Saudi-Arabien, Singapur, Spanien, Thailand). (In der Schweiz, wie auch in Deutschland, Schweden und Hongkong, ist die Zentralbank die beteiligte Institution.)

Die Tätigkeit als Lender of Last Resort stiftet Nutzen, verursacht aber auch hohe wirtschaftliche Kosten. Diese schlagen sich in einer Erhöhung des Moral Hazard nieder. Moral Hazard ist Folge eines jeden Versicherungsvertrages. Ein solcher Vertrag reduziert die Anreize, Massnahmen zur Vermeidung von Situationen zu ergreifen, die zwangsläufig zu einer Inanspruchnahme der Versicherungsleistungen führen. Je einfacher es ist, die Versicherungsleistung in Anspruch zu nehmen, desto häufiger und grösser ist das Risikoverhalten. Wenn ein nationaler Lender of Last Resort vorhanden ist, dann besteht eine solche Versicherung. Einerseits gehen Banken grössere Risiken in ihrer Kreditpolitik ein und erhöhen so die Wahrscheinlichkeit, dass ein Eingreifen des Lender of Last Resort nötig wird. Andererseits schenken die Einleger, d. h. die Gläubiger der Banken, der Risikopraxis der Banken weniger Beachtung.

Der IWF sieht sich auf internationaler Ebene mit dem gleichen Problem konfrontiert. Auf Grund seiner Rolle als Lender of Last Resort bietet er zum einen seinen Mitgliedern implizit eine Versicherung, welche diese dazu verleiten kann, das Überschuldungsrisiko zu vernachlässigen. Zum anderen gibt er den Gläubigern der Schuldnerländer eine gewisse Garantie, dass sie im Falle von Zahlungsschwierigkeiten ihr Geld zurückbekommen. Als Folge davon erhöht sich die internationale Finanzinstabilität, und die Leistungen des internationalen Lender of Last Resort werden vermehrt in Anspruch genommen.

Allerdings gibt es einen grossen Unterschied zwischen der Versicherung des IWF und einem Standardversicherungsvertrag. Gemäss Letzterem leistet die Versicherung im Schadensfall eine Geldüberweisung an den Versicherten. Nach erfolgtem Transfer ist der Versicherte frei von jeglicher weiterer Verpflichtung. Was den IWF anbelangt, ist das Vorgehen mit Ausnahme der ersten Stufe anders. Wie oben beschrieben, besteht im Schadensfall (Zahlungsschwierigkeiten) die erste vom Schuldner veranlasste Versicherungsleistung in einem Geldtransfer vom Versicherer (IWF) zum Versicherten (Schuldnerland). Doch damit ist das Verfahren nicht beendet. Die überwiesenen Mittel bleiben nicht in den Händen des Schuldnerlandes. Die Gelder erlauben diesem, seinen Schuldendienst zu gewährleisten; so gelangen die Mittel unverzüglich an die Gläubiger. Auch ist das Schuldnerland nicht von allen weiteren Verpflichtungen befreit: Die gegenüber dem IWF eingegangene Schuld muss es zu einem späteren Zeitpunkt zurückzahlen. Mit anderen Worten kommt die vom IWF in seiner Funktion als Lender of Last Resort geleistete

Hilfe nicht dem Schuldnerland, sondern dessen Gläubigern zugute.

Die Rückzahlung der Kredite ist an eine wirtschaftliche Anpassung gebunden, die einen manchmal starken Wachstumsrückgang bedingt. Dieser trifft nicht alle Gesellschaftsschichten gleichermaßen. Eine zu hohe Verschuldung kann u. a. darauf zurückgeführt werden, dass jene Gesellschaftsgruppen, welche die Verschuldung verursachen, nicht identisch sind mit jenen, welche die Kosten der wirtschaftlichen Anpassung aufgrund der Schuldentilgung tragen müssen. Die vom Schuldnerland veranlasste Versicherungsleistung besteht darin, Gelder von der Bevölkerung des Schuldnerlandes zu dessen Gläubigern zu übertragen. Somit löst diese Leistung keinen Transfer von Mitteln des Versicherers (also des von den Steuerzahlern der reichen Länder finanzierten IWF) an das Schuldnerland aus (Jeanne und Zettelmeyer, 2001).

Bis jetzt haben die Schuldnerländer dem IWF ihre Schulden mit einigen wenigen Ausnahmen immer zurückbezahlt. Es ist nicht gesagt, dass dies auch in Zukunft der Fall sein wird. Stellten diese Länder ihre Rückzahlungen ein, müssten die Steuerzahler jener Länder, die den IWF finanzieren, die daraus resultierenden Verluste tragen. Dieser Aspekt muss auch bei der Beurteilung des vom IWF ausgehenden Moral Hazard berücksichtigt werden.

## 2 Jüngste IWF-Massnahmen im Zusammenhang mit Moral Hazard

In jüngster Zeit hat der IWF zahlreiche Initiativen ergriffen. Sie weisen grosse Ähnlichkeiten mit bestimmten Massnahmen auf, welche die nationalen Lenders of Last Resort und die Währungsbehörden ergreifen, um dem Moral Hazard direkt oder indirekt entgegenzuwirken. Die Vielzahl und die Verschiedenartigkeit dieser Massnahmen erklären sich dadurch, dass es für das Problem des Moral Hazard keine einfache Lösung gibt.<sup>3</sup> Diese Feststellung gilt nicht nur auf nationaler, sondern auch auf internationaler Ebene.

### Hoher Preis der Fazilität zur Stärkung von Währungsreserven wenig abschreckend

Die Anwendung eines hohen Zinssatzes ist die klassische Lösung zur Minderung des Moral Hazard, der sich aus der Möglichkeit, eine Kreditquelle «of last resort» in Anspruch zu nehmen, ergibt. Auf nationaler Ebene wurde diese Lösung bereits im 19. Jahrhundert von Thornton und Bagehot skizziert. Die Erhöhung des Preises für einen Kredit «of last resort» bewirkt, dass die Dienstleistung des Lender of Last Resort weniger beansprucht und der Moral Hazard dadurch reduziert wird.

Der IWF hat ein Kreditfenster geschaffen, das sich an diesem Prinzip orientiert, nämlich die Fazilität zur Stärkung von Währungsreserven (Supplemental Reserve Facility), durch die Kredite zu einem hohen Zinssatz gewährt werden können. Obwohl der IWF von dieser Fazilität Gebrauch macht, hat die Kreditnachfrage nicht nachgelassen. Dafür gibt es drei Gründe: Erstens werden die relativ strikten Konditionen der Fazilität nicht auf alle Lender-of-last-resort-Kredite angewendet. Zweitens sind selbst bei Krediten zu diesen Konditionen die Nachteile in Form von höheren Kreditkosten immer noch weit weniger gravierend als die negativen Folgen, die ein Austrocknen des Kreditangebots nach sich ziehen würde. Drittens ist die abschreckende Wirkung auf die Kreditnachfrage auch dadurch gemildert worden, dass der IWF unter gewissen Umständen der Umwandlung eines ursprünglich zu einem hohen Zinssatz gewährten Kredits in ein normal verzinstes Darlehen zugestimmt hat. Seine Einwilligung hat er jeweils dann gegeben, wenn der Schuldner den ersten Kredit nicht innerhalb der vorgesehenen Frist zurückzahlen konnte. Vor diesem Hintergrund ist klar, weshalb die Nachfrage nach Lender-of-last-resort-Krediten auch durch die Schaffung dieser neuen, hoch verzinslichen Fazilität kaum abgeschwächt wurde.

<sup>3</sup> Freixas *et al.* (1999) legen detailliert die verschiedenen Massnahmen dar, welche die nationalen Lenders of Last Resort getroffen haben, um den Moral Hazard zu mindern.

### Konstruktive Mehrdeutigkeit verlockend, aber ungeeignet

Um den Moral Hazard einzuschränken, kann der Lender of Last Resort den privaten Sektor über seine Absichten im Ungewissen lassen, d. h., er gibt nicht bekannt, ob er im Krisenfall auch wirklich zu einer Intervention bereit wäre. Angesichts eines potenziellen Verlustes werden die Gläubiger bei der Kreditvergabe vorsichtiger sein. Eine solche Strategie ist einerseits mehrdeutig, denn sie basiert auf der Ungewissheit bezüglich des Vorgehens durch den Lender of Last Resort. Andererseits ist sie auch konstruktiv, denn sie reduziert die Wahrscheinlichkeit, dass der Lender of Last Resort eingreifen muss.

Die Grundsätze, die zurzeit beim IWF für die Hilfestellung im Krisenfall ausschlaggebend sind, lehnen sich an die konstruktive Mehrdeutigkeit (constructive ambiguity) an. Es handelt sich dabei insbesondere um die beiden folgenden Grundsätze, die vom Internationalen Währungs- und Finanzausschuss im September 2000 in Prag beschlossen wurden:

1. Die offizielle Finanzierung ist beschränkt.
2. Die Kreditvergabe hängt von den Aussichten eines Landes ab, wieder Zugang zu den Kapitalmärkten zu erlangen: Sind die Perspektiven gut, kann ein ausserordentlicher Kredit gerechtfertigt sein.

Diese zwei Grundsätze sind konkreter Ausdruck dieser konstruktiven Mehrdeutigkeit. Gemäss dem ersten Grundsatz bekräftigt der IWF einerseits seine Absicht, nur in bescheidenem Rahmen zum Ausgleich eines eventuellen Zahlungsbilanzdefizits beizutragen. Nach dem zweiten Grundsatz schwächt er diese Aussage andererseits wieder ab, indem er Ausnahmen einräumt, ohne jedoch genauer auf die Umstände einzugehen, unter denen solche Ausnahmefälle eintreten. Offensichtlich ist bei der Beurteilung, ob gute Aussichten auf einen Zugang zum Kapitalmarkt bestehen, ein grosser Interpretationsspielraum vorhanden.

Der grösste Schwachpunkt einer Politik der konstruktiven Mehrdeutigkeit ist, dass sie nicht glaubwürdig ist. Sie ist zeitinkonsistent: Während der IWF ex ante die Marktteilnehmer im Ungewissen darüber lassen kann, ob er einem in Schwierigkeiten geratenen Schuldnerland tatsächlich beistehen wird, so ist eine solche Haltung ex post nicht mehr optimal. Wenn die internationale Gemeinschaft das Risiko einer systemischen Krise nicht eingehen will, wird sie einem Schuldnerland in Schwierigkeiten unter die Arme greifen wollen. Es sei hier aber festgehalten, dass es in jüngster Vergangenheit zwei Fälle gab,

in denen der IWF einem wichtigen Mitglied keine Finanzhilfe leistete: Russland (1998) und Argentinien (ab Ende 2001). Es ist nicht klar, ob sich anhand dieser zwei Beispiele bereits sagen lässt, dass der IWF mit Erfolg eine Politik der konstruktiven Mehrdeutigkeit verfolgt hat, oder ob in diesen zwei Fällen unter den gegebenen Umständen kein systemisches Risiko vorlag.

Eine Politik der konstruktiven Mehrdeutigkeit hat noch einen zweiten Nachteil. Sie diskriminiert die kleinen Schuldnerländer, denn diese werden nicht als bedeutsam genug angesehen, um eine systemische Krise auslösen zu können.

#### **Vorsorgliche Kreditlinie kaum glaubwürdig**

Der IWF hat ausserdem eine Vorsorgliche Kreditlinie (*Contingent Credit Line*) geschaffen, wonach Mitgliedsländer, die bestimmte Auflagen erfüllen, bei Bedarf Kredite zu vorteilhafteren Bedingungen erhalten können als unter der Fazilität zur Stärkung von Währungsreserven. Bis anhin hat noch kein Land diese Kreditlinie beantragt. Dies erstaunt nicht. Würde ein Land einen solchen Antrag stellen, müsste es befürchten, dem Markt ein Warnsignal zu geben. In der Folge stiegen die Kapitalkosten und das Kapitalangebot würde allenfalls verknappt. Auch kann sich der IWF nicht darauf beschränken, seine Ressourcen einzig für diejenigen Länder zu reservieren, die bestimmte Auflagen erfüllen, wie dies beispielsweise im Bericht der International Financial Institution Advisory Commission unter dem Vorsitz von A. H. Meltzer (2000) vorgeschlagen wird. Diese Lösung ist ebenfalls zeitinkonsistent: Es wäre nicht optimal, einem Land, von dem ein systemisches Risiko ausgeht, die Hilfe unter dem Vorwand zu verweigern, dass dieses Land bestimmte Auflagen nicht erfüllt.

#### **Vorbeugung und Transparenz notwendig, aber nicht hinreichend**

Der IWF hat ausserdem ein Massnahmenpaket verabschiedet, das unter anderem indirekt den Moral Hazard reduzieren soll. Zu diesem Zweck hat er in den letzten Jahren sein Instrumentarium zur Krisenprävention beträchtlich ausgebaut. Er hat ein neuartiges Konzept zur Analyse des Finanzsektors entwickelt, das die bisherigen makroökonomischen Analysen ergänzt. Die Ergebnisse seiner Analysen wurden zudem transparenter gestaltet. Die vorbeugende Massnahme im Bereich der Finanzsektoranalyse ist in drei Schritten umgesetzt worden. In einem ersten Schritt hat der IWF bzw. eine andere spezialisierte Institution einen Standard oder Verfahrens-

kodex erarbeitet, an dem die angewendeten Praktiken gemessen werden können.<sup>4</sup> In der Folge überprüft der IWF diese Praktiken und die Situation in den Mitgliedsländern in regelmässigen Abständen. Die Prüfungen werden im Rahmen des *Financial Sector Assessment Program (FSAP)*, einem Programm zur Bewertung des Finanzsektors, durchgeführt. Der IWF übt eine Meta-Prävention aus. Die Aufsicht übernimmt er nicht selbst, sondern gibt Empfehlungen an die Aufsichtsbehörden ab. Schliesslich werden die auf Grund dieser Prüfung ausgearbeiteten Empfehlungen in einem Bericht (*Financial Sector Stability Assessment, FSSA*) publiziert. Die Veröffentlichung der Prüfungsergebnisse zum Zustand einer Volkswirtschaft und eines Finanzsystems soll die Marktdisziplin stärken, indem sich die Finanzmarktakteure aus Ländern, die ein zu grosses Risiko darstellen, zurückziehen. Mit der so erreichten Transparenz kann zwischen guten und schlechten Risiken differenziert werden.

Ausserdem führt der IWF seit Anfang 2002 vierteljährliche Prüfungen der globalen Finanzstabilität (*Global Financial Stability Report*) durch. Diese erweitern und ersetzen den Jahresbericht über die Entwicklung des internationalen Kapitalmarktes. Ferner ergänzen sie den halbjährlichen Bericht über die weltwirtschaftlichen Aussichten (*World Economic Outlook*).

Die Entwicklungen auf dem Gebiet der Finanzsektoranalyse machen deutlich, dass der IWF seine traditionelle Vorgehensweise, die ganz auf die Aufsicht über die Geld- und die Fiskalpolitik ausgerichtet war, geändert hat. Dieser Ansatz war so lange angemessen, wie das grösste Zahlungsbilanzproblem eines Landes ein Ertragsbilanzproblem war, das von einem monetären oder fiskalischen Ungleichgewicht herrührte. Seit Zahlungsbilanzprobleme aber nicht mehr nur die Ertragsbilanz betreffen, genügt dieser Ansatz nicht mehr (Chang und Velasco, 2001; Diamond und Rajan, 2001).

Vorbeugung ist notwendig, um rechtzeitig Situationen zu erkennen, die Zahlungsbilanzprobleme verursachen können. Löst eine Empfehlung des IWF Korrekturmassnahmen aus, muss dieser mit geringerer Wahrscheinlichkeit als Lender of Last Resort eingreifen. Dies vermindert indirekt den Moral Hazard. Neben diesem Vorteil weist die Prävention eine grosse Schwäche auf. Jeder Finanzkrise haften einige Merkmale an. Würde diesen immer eine begrenzte und bekannte Zahl von Faktoren zu Grunde liegen, bräuchte man nur das Nichtvorhandensein dieser Faktoren zu überprüfen, um das Ausbrechen einer Krise völlig auszuschliessen. Dem ist jedoch

4 Zum jetzigen Zeitpunkt decken die wichtigsten Standards und Kodizes die folgenden Gebiete ab: Transparenz der Geldpolitik, Transparenz der Fiskalpolitik, Publikation von Statistiken, Bankenaufsicht, Ver-

sicherungsaufsicht, Wertpapiermarktregulierung, Zahlungssysteme, Unternehmensführung, Buchführung, Rechnungsprüfung, Insolvenz und Gläubigerrechte.

nicht so, denn jede Krise ist individuell unterschiedlich. Folglich ist auch das ausgeklügeltste Präventionssystem nicht in der Lage, sämtliche Krisen zu erkennen.

Ziel grösserer Transparenz ist es, den Marktkräften zu ermöglichen, ihre Aufsichtsfunktion besser wahrzunehmen und gegebenenfalls zweifelhafte Schuldner durch eine Kreditverknappung zu sanktionieren, bevor es zu einer ausweglosen Situation kommt. Transparenz alleine vermag indessen dieses Ziel nicht zu erreichen. Der Grund dafür liegt darin, dass die Privatgläubiger keinen Anlass sehen, einem zweifelhaften Schuldner den Kredithahn zuzudrehen, wenn sie gleichzeitig wissen, dass es eine Institution gibt, die bereit ist, als Lender of Last Resort einzuspringen. Ziehen sie sich zurück, so erzielen sie einfach einen tieferen Gewinn, da zweifelhafte Schuldner einen höheren Zins zahlen als Schuldner mit einem geringeren Risiko.

### 3 Einbezug des Privatsektors

Der Einbezug des Privatsektors in die Krisenbewältigung reduziert auch indirekt den Moral Hazard. In diesem Prozess werden die Gläubiger dazu gebracht, die Zahlungsfristen zu verlängern oder die Schulden teilweise zu erlassen, d. h., einer Umschuldung zuzustimmen. Im gleichen Ausmass, wie die grossen IWF-Kredite einen Moral Hazard verursachen, schmälert der Einbezug privater Kreditgeber dieses Risiko, da sich das Engagement des IWF dadurch verringert. In diesem Falle müssen die privaten Kreditgeber selber – und nicht der IWF – zusätzliche Liquidität zur Verfügung stellen oder gegebenenfalls einen Teil der Schulden erlassen.

Wird der Schuldendienst einseitig unterbrochen, so führt dies ebenfalls zu einer Beteiligung des Privatsektors. Eine solche Beteiligung wird allerdings unter Zwang erreicht und gewährt nur eine kostspielige und provisorische Verschnaufpause: Der souveräne Schuldner wird vom Rest der Welt abgeschnitten, aber die noch ausstehenden Schulden bleiben dadurch unverändert. Dies ist eine Notlösung, auf die hier nicht weiter eingegangen wird.<sup>5</sup> Wird dieser Lösungsansatz verworfen und stützt man sich auf die Annahme, dass der IWF nicht tatenlos zusehen kann und will, gibt es nur die zwei oben aufgezeigten Alternativen: Entweder kommt der IWF selbst den Ländern in Schwierigkeiten zu Hilfe, oder aber er bringt die privaten Gläubiger dazu, einzuspringen. Beim ersten Szenario resultiert ein Moral Hazard, beim zweiten nicht.

Das Hauptproblem bei der Einbindung des Privatsektors liegt darin, dass es Trittbrettfahrer gibt, d. h. Gläubiger, die im Alleingang handeln wollen. Als Kollektiv sind die Gläubiger daran interessiert, einer Schuldenumstrukturierung zuzustimmen, um einen Schuldnerverzug zu vermeiden. Individuell gesehen hat jeder einzelne Gläubiger jedoch ein Interesse daran, dass alle anderen Gläubiger – ausser ihm selbst – einer Schuldenumstrukturierung zustimmen. Im gleichen Masse, wie die anderen Gläubiger auf einen Teil ihrer Ansprüche verzichten, erhöht sich der Anteil des alleine handelnden Gläubigers. Als Folge erklärt sich keiner der Gläubiger mit einer Umschuldung einverstanden. Um dieses Hindernis zu überwinden, muss den Gläubigern vor Augen geführt werden, dass keiner von ihnen im Alleingang handeln kann, es sei denn, die anderen wären bereit, ohne ihn weiterzumachen. Es muss ihnen klargemacht werden, dass überhaupt nichts geschehen wird, wenn jeder auf eigene Faust handeln will. Das Vorgehen der Gläu-

<sup>5</sup> Eine Unterbrechung des Schuldendienstes seitens eines Privatschuldners führt zur Eröffnung eines Konkursverfahrens, das zur Liquidation des Vermögens des Schuldners führen kann, wobei die Gläubiger nur anteilmässig aus den vorhandenen Nettoaktiven befriedigt

werden. Im Falle eines souveränen Schuldners ist dies hingegen nicht möglich. Es besteht kein Mechanismus, um gegen einen souveränen Schuldner ein Konkursverfahren einzuleiten.

biger muss also notwendigerweise koordiniert werden. Jeder Gläubiger muss sicher sein, dass alle anderen am gleichen Strick ziehen.

Je mehr Gläubiger involviert sind, desto schwieriger wird die Koordination. Es gibt mehr Obligationeninhaber als Banken, die einen Kredit vergeben haben. Deshalb ist es schwieriger, Obligationen an einem Tisch zu versammeln oder in einer Telefonkonferenz zusammenzubringen. Im Übrigen sind Obligationen, im Gegensatz zu den Banken, dem Schuldner normalerweise nicht bekannt. Die Koordination gestaltet sich auch komplexer, je liquider die Schuldeninstrumente sind. Ist ein liquider Markt vorhanden, können die Gläubiger, die sich nicht auf eine Umschuldung einlassen wollen, ihre Papiere leicht abstoßen.<sup>6</sup> Schliesslich wird die Koordination auch erschwert, wenn die Gläubiger sich der Risiken besser bewusst sind und ihre Guthaben zum Marktwert anstatt zum Nominalwert bilanzieren. Der Verlust, der im Falle einer Umschuldung eingesteckt werden muss, ist kleiner, falls Rückstellungen gebildet worden waren. Dies schwächt die Verhandlungsposition der anderen Gläubiger und schmälert die Chancen auf eine erfolgreiche Koordination.

Der Einbezug des Privatsektors kann durch Ad-hoc-Verfahren oder im Rahmen eines Mechanismus zur Restrukturierung souveräner Schulden erreicht werden.

#### Ad-hoc-Verfahren

Die gegenwärtig angewandten oder vorgeschlagenen Ad-hoc-Koordinationsverfahren richten sich im Wesentlichen nach der Art der Schuldeninstrumente. Bei mittel- und langfristigen Bankkrediten übernehmen die im Londoner Club zusammengeschlossenen wichtigsten Gläubigerbanken die Koordinationsfunktion. Sie handeln mit dem Schuldner eine Umschuldung aus. Danach unterbreiten sie die Vereinbarung den anderen Gläubigerbanken. Die Erfahrung aus den achtziger Jahren zeigt, dass es nicht immer einfach ist, das Einverständnis der nur wenig beteiligten Banken zu gewinnen. Die Umschuldung von kurzfristigen Bankkrediten ist viel seltener. Im Fall von Korea zeichnete sich im Jahre 1998 unter den Banken ein Konsens ab, wonach sich jede verpflichtete, ihre Kreditlinie nicht zu reduzieren, falls sich auch die anderen Banken dazu bereit erklärten. Um sicherzustellen, dass die Banken sich auch wirklich an diese Abmachung hielten, übernahm die Fed (die amerikanische Zentralbank) die Koordination. Sie organisierte Telefonkonferenzen zwischen den Zentralban-

ken der Länder, deren Banken in Korea Kredite gewährt hatten. Im Anschluss daran informierte jede Zentralbank die eigenen Banken über den Stand der Kreditzusagen der anderen Banken. Im Jahre 2001 versuchte der IWF, für die Türkei einen ähnlichen Mechanismus auf die Beine zu stellen, was aber nicht gelang. Der Informationsaustausch vermochte nicht zu verhindern, dass die Banken ihr Engagement reduzierten. Aus heutiger Sicht überrascht weniger das Scheitern des Koordinationsversuchs im Fall der Türkei, sondern der Erfolg in Korea.

Die Umschuldung von Forderungen aus Obligationen wurde im 19. Jahrhundert und in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts von Komitees oder Verbänden vorgenommen, in denen die Obligationen Gläubiger zusammengeschlossen waren. Dabei wandte man die gleiche Lösungsmethode an wie bei der Umstrukturierung von Schulden gegenüber Banken. Die Gläubigerkomitees ernannten Vertreter, die mit der Aushandlung der Schuldenumstrukturierung betraut wurden. Angesichts einer grossen Anzahl Gläubiger gestaltete sich der Prozess sehr schwerfällig und konnte reichlich Zeit beanspruchen. Davon zeugen die Umschuldungen der Zwischenkriegszeit (Eichengreen und Portes, 1989).

Während der ganzen zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts und bis vor wenigen Jahren hat es keine Restrukturierung von Obligationenschulden gegeben. Die Komitees und Verbände von Obligationen Gläubigern wurden nach und nach aufgelöst. Der IWF hat sich kürzlich für die Wiedereinführung dieser Verbände ausgesprochen. Alternativ zur Bildung von Komitees könnten in den Obligationenverträgen Klauseln eingebaut werden, welche das Koordinationsproblem zwischen einer Vielzahl von anonymen Gläubigern überwinden würden. Dazu müsste ein erster Typus von Klauseln die Ernennung von Vertretern erleichtern, welche die Umschuldungsbedingungen aushandeln können. Eine zweite Art von Klauseln müsste verhindern, dass eine Minderheit von Gläubigern eine Umschuldungsvereinbarung blockieren könnte. Diese Klauseln müssten demzufolge der Mehrheit der Gläubiger erlauben, eine Umschuldungsvereinbarung anzunehmen, die von ihren Vertretern ausgehandelt wurde. Die Einführung von Kollektivklauseln (collective action clauses) in den Obligationenverträgen von souveränen Schuldner wurde erstmals 1996 von der Zehnergruppe nach der Mexiko-Krise vorgeschlagen (Group of Ten, 1996).<sup>7</sup>

6 Papiere von Schuldnern, die in eine finanzielle Schieflage geraten sind, werden u. a. von einer besonderen Kategorie von Investoren aufgekauft. Diese haben sich auf den Kauf von Titeln spezialisiert, deren Markt-

wert weit unter ihrem Nominalwert liegt. Ihr Ziel ist es, die volle Schuldsomme für einige Titel zu erhalten (*vulture funds*). Diese Käufer erschweren eine eventuelle Umschuldung erheblich.

7 Obligationen mit Klauseln, die eine ähnliche Funktion erfüllen, gab es schon vor diesem Zeitpunkt (British style bonds). Die konkrete Bedeutung dieser Klauseln ist jedoch nicht klar. Pakistan, das 1999 nach englischem Recht ausgegebene Anlei-

hen umschuldet, hat diese Bond-Klauseln nicht in Anspruch genommen. Ist dies als eine Zurückhaltung dieses Landes zu betrachten, oder sind die Klauseln inadäquat? Auf diese Frage lässt sich keine klare Antwort geben.

Die Hauptschwierigkeit bei beiden Vorgehensweisen – Komitees und Klauseln – liegt darin, dass sie nicht automatisch zur Anwendung gelangen. Man kann sie weder den Schuldnern noch den Gläubigern aufzwingen. Die Gläubiger müssen sich bewusst dafür entscheiden, Komitees zu bilden oder solche Klauseln in die Obligationenverträge einzubauen. Die Bildung von Komitees oder die Einführung von solchen Klauseln kommt nur zustande, wenn die Gläubiger daran interessiert sind, d.h., wenn sie nicht zu einer Reduktion des Kreditangebots durch den IWF führen. Da der IWF genau dies zu erreichen versucht, haben die Gläubiger keinen Handlungsanreiz. Mit anderen Worten rechnet der Privatsektor damit, dass der IWF das Risiko einer systemischen Krise nicht eingehen will. Der Privatsektor ist deshalb nicht bereit, Massnahmen zu ergreifen, die seine Beteiligung zur Lösung von Krisen erleichtern würde. Er rechnet damit, dass ohne solche Massnahmen die Wahrscheinlichkeit einer IWF-Intervention zunimmt. Selbst wenn eines Tages beschlossen würde, nur noch Obligationen mit solchen Klauseln auszugeben, müsste dem zu einem solchen Zeitpunkt bestehenden Bestand an Obligationenschulden Rechnung getragen werden – einem Bestand, der keine solchen Klauseln beinhalten würde. Selbst wenn dieses Problem vollständig gelöst wäre, kann es Schwierigkeiten bei denjenigen Schuldeninstrumenten geben, deren Verträge nicht mit solchen Klauseln versehen sind. Die Beteiligung des Privatsektors an der Lösung von Krisen mit Hilfe von Ad-hoc-Verfahren im Allgemeinen und mit Kollektivklauseln für öffentliche Anleihen im Besonderen bleibt somit unsicher.

#### **Mechanismus zur Restrukturierung souveräner Schulden**

Eine Alternative zu diesen Ad-hoc-Verfahren besteht in der Schaffung eines Mechanismus zur Restrukturierung souveräner Schulden (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*), welcher das Eingreifen der Privatgläubiger im Krisenfall koordiniert. Krueger (2001 und 2002) hat die Ziele für einen solchen Mechanismus im Ansatz dargestellt:

1. Gerichtlicher Schutz des Schuldners bei einer Aktion gewisser Gläubiger.
2. Verhinderung, dass sich eine Minderheit von Gläubigern einer Umschuldungsvereinbarung widersetzen könnte.
3. Bevorzugung von Gläubigern, die bereit sind, nach Eintreten der Krise finanzielle Mittel bereitzustellen.

4. Zusage an die Gläubiger, dass der Schuldner eine Wirtschaftspolitik verfolgen wird, welche es ermöglicht, Zahlungen zur Tilgung von Auslandsschulden wieder aufzunehmen, und dass er deren Umschuldung nach Treu und Glauben aushandeln wird.

Auf internationaler Ebene entspräche ein solcher Ablauf dem auf nationaler Ebene im Konkursfall von Unternehmungen des Privatsektors oder der öffentlichen Hand (Gemeinden) angewandten Mechanismus. Solche Verfahren haben zum Ziel, übereilte Verkäufe von Aktiven zu verhindern. Gleichzeitig schaffen sie als Ausgleich ein Umfeld, in dem die Aktivitäten des Schuldners überwacht werden können. Die oben erwähnten Ziele sind mit einer Ausnahme identisch mit den von Hart (1995) beschriebenen wirtschaftlichen Zielsetzungen, wie sie im Idealfall bei Privatkonkursverfahren festgesetzt werden müssten. Ein effizientes Verfahren muss den Wert der Aktiven maximieren, indem es in erster Linie deren übereilten Verkauf durch vorschnelle Gläubiger verhindert und gleichzeitig Bedingungen schafft, die eine eventuelle Umstrukturierung der illiquiden oder insolventen Gesellschaft ermöglicht. Dieses Ziel ist im ersten und zweiten Punkt der obigen Liste formuliert. Ein effizientes Verfahren müsste sicherstellen, dass der Rang der Schuldner beibehalten wird. Dieses Bestreben wird im dritten Punkt angesprochen. Schliesslich müsste das Verfahren ermöglichen, die für den Konkurs Verantwortlichen angemessen zu bestrafen. Diese letzte Bedingung ist nicht erfüllt.

Der Bildung eines solchen Mechanismus stehen gewichtige Hindernisse im Weg. Es gibt zwei Hauptschwierigkeiten: Erstens müssen die Rahmenbedingungen für den Umgang mit der Zahlungsunfähigkeit eines staatlichen Schuldners weltweit anerkannt sein. Mit anderen Worten muss das Verfahren von allen Gerichtsständen akzeptiert sein. Wenn dies nicht der Fall ist, werden Anleihen einfach in Ländern ausgegeben werden, welche diesen Rahmen nicht anerkennen. Das Gleiche gilt für Bankschulden, welche in den Bilanzen von Unternehmungen ausgewiesen werden, die in diesen Ländern domiziliert sind. Zweitens muss dieser Rahmen gewährleisten, dass der Schuldner wirklich eine Wirtschaftspolitik verfolgt, welche es ihm ermöglicht, Zahlungen zur Tilgung von Auslandsschulden wieder aufzunehmen. Zudem muss er die Umschuldung nach Treu und Glauben aushandeln. Im Falle von Zuwiderhandlungen muss es möglich sein, Sanktionen zu verhängen. Weil es sich beim Schuldner um einen souveränen Staat

handelt und die Verantwortung für die Zahlungsschwierigkeiten bei der Regierung liegt, ist es nicht einfach, eine Lösung zu finden, die diesem Kriterium Rechnung trägt.

Es gibt zwei weitere Schwierigkeiten, die einem solchen Mechanismus im Weg stehen. Es wird notwendig sein, die Instanz – IWF, Schuldner oder Gläubiger – zu bestimmen, welche die Restrukturierung innerhalb dieses formellen Rahmens einleiten kann. In der Praxis wäre ein solches Vorgehen wahrscheinlich nur möglich, wenn der IWF den Zugang zu seinen Ressourcen einschränken würde. Deshalb müssen die Faktoren, die für die Inanspruchnahme von IWF-Ressourcen massgeblich sind, besonders beachtet werden. Zweitens wäre eine Instanz zu bestimmen, die mit der Schlichtung von eventuellen Konflikten zwischen den Gläubigern unter sich oder zwischen Schuldner und Gläubigern beauftragt ist.

Die Frage nach der Schaffung eines Mechanismus, der sich mit der Zahlungsunfähigkeit eines souveränen Schuldners beschäftigt, war schon nach der Mexiko-Krise aufgeworfen worden. Damals wurde die Idee aus verschiedenen Gründen verworfen (Group of Ten, 1996). Verhandlungen würden sich schwierig und langwierig gestalten, da die Ziele und die Philosophie von Konkursverfahren in den verschiedenen Ländern grosse Unterschiede aufweisen. Die mit der Wirtschaftspolitik betrauten Behörden können nicht überwacht oder ersetzt werden, wie dies bei Managern eines Privatunternehmens in einem inländischen Konkursverfahren der Fall ist. Man hatte gedacht, dass die streitigen Gläubiger für die souveränen Schuldner kein ernsthaftes Problem darstellen würden und es deshalb nicht nötig sei, Letztere zu schützen. Schliesslich wurde auch angenommen, dass mehrere der mit einem solchen Mechanismus angestrebten Ziele mit informelleren Methoden erreicht werden könnten. Auch wenn sich die ersten zwei Thesen als richtig herausstellten, haben sich die beiden letzteren als falsch erwiesen. Indem streitige Gläubiger ihr Anliegen vor die Gerichte brachten, konnten sie zum Beispiel verhindern, dass Peru seine Beziehungen mit kooperativeren Gläubigern normalisierte. Die Asienkrise und insbesondere die Art, wie der IWF den jüngsten Krisen in Argentinien (bis im Herbst 2001) und in der Türkei begegnete, haben die Grenzen der gegenwärtigen informellen Methoden aufgezeigt.

Die hier geschilderten Schwierigkeiten dürfen nicht als Vorwand dienen, um die Idee der Bildung eines Mechanismus zur Restrukturierung souveräner Schulden aufzugeben. Diese Schwierigkeiten beim Namen zu nennen ist vielmehr ein Aufruf, sie zu überwinden. Trotz dieser Schwierigkeiten bietet ein solcher Mechanismus eine vernünftige Lösung zur Problematik der Gläubigerkoordination an. Koordination ist notwendig, um die Beteiligung des Privatsektors bei der Krisenbewältigung sicherzustellen, eine Beteiligung, die ihrerseits notwendig ist, um den durch umfangreiche IWF-Darlehen verursachten Moral Hazard zu vermindern.<sup>8</sup>

8 Eine einfache Einschränkung der IWF-Kredite ohne Mechanismus zur Restrukturierung der Staatsschulden führt zu einer Aktivierung der Ad-hoc-Verfahren oder einer unilateralen Unterbrechung des Schuldendienstes. In Anbetracht der beschränkten

Effizienz dieser beiden Verfahren, muss der IWF mehr Mittel zur Verfügung stellen als notwendig. Die Verminderung der IWF-Kredite geht Hand in Hand mit einem Restrukturierungsmechanismus für die Auslandsschulden eines Landes.

## 4 Schlussbemerkungen

Ende der neunziger Jahre hat der IWF ein neues Rollenverständnis gefunden. Er hat vermehrt die Merkmale eines Lender of Last Resort angenommen. Das Vorhandensein einer letzten Finanzierungsinstanz hat dazu beigetragen, dass das mit internationalen Finanzierungen verbundene Risiko weniger wahrgenommen wird. Um diesem Anwachsen des Moral Hazard entgegenzuwirken, hat der IWF eine Reihe von Initiativen ergriffen. Er hat ein Kreditfenster geschaffen, welches ihm erlaubt, Kredite in grossem Umfang, aber mit einem hohen Zinssatz zu gewähren. Er hat ausdrücklich seinen Willen geäussert, den Zugang zu offiziellen Finanzierungen zu beschränken, sich aber gleichzeitig das Recht vorbehalten, in Ausnahmesituationen von dieser Politik abzuweichen. Ferner hat er sein Instrumentarium zur Krisenprävention ausgebaut, indem er sein Tätigkeitsfeld im Finanzsektor erweitert und die Ergebnisse seiner Analysen transparenter gestaltet hat. Man muss leider feststellen, dass diese Massnahmenpakete oder Absichtserklärungen nicht genügten, den Moral Hazard abzuschwächen. Dieses Ziel scheint vielmehr über eine Beteiligung des Privatsektors zu führen, so schwierig diese auch zu realisieren ist.

Gegenwärtig prüfen die internationale Gemeinschaft und der IWF insbesondere sowohl die Frage der Kollektivklauseln für öffentliche Anleihen als auch eines Mechanismus zur Restrukturierung souveräner Schulden. Die Arbeiten sind in beiden Richtungen im Gange, und zwar vorwiegend aus zwei Gründen. Erstens wirken sich zu viele Schwierigkeiten auf beide Strategien aus, als dass man sich erlauben könnte, eine von ihnen im jetzigen Stadium der Arbeiten fallen zu lassen. Zweitens zeigten sich im Verlauf von Diskussionen in verschiedenen Gremien klare Meinungsverschiedenheiten über die Bevorzugung der einen oder anderen Strategie zwischen Gläubigerländern, zwischen dem Privatsektor und der öffentlichen Hand der Gläubigerländer, sowie zwischen Schuldnerländern und Gläubigerländern. Angesichts dieser Meinungsverschiedenheiten legt der Privatsektor den Schwerpunkt auf die Kollektivklauseln für öffentliche Anleihen, während der IWF – ohne deswegen das Studium der Modalitäten, die mit seiner Beteiligung bei der Einführung solcher Klauseln einhergehen, zu vernachlässigen – intensiv die Bedingungen eines Mechanismus zur Restrukturierung souveräner Schulden prüft.

## Literaturverzeichnis

Chang, R. und Velasco, A. 2001. A Model of Financial Crises in Emerging Markets. *Quarterly Journal of Economics* 116: 489–517.

Diamond, D.W. und Rajan, R.G. 2001. Banks, short-term debt and financial crises: theory, policy implications and applications. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 54: 37–71.

Eichengreen, B. und Portes, R. 1989. After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment during the Interwar Years. In *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Hrsg.: B. Eichengreen und P. H. Lindert. Cambridge: MIT Press.

Fischer, S. 1999. On the Need for an International Lender of Last Resort. Überarbeitete Fassung eines Referats anlässlich eines joint luncheon der «American Economic Association» und der «American Finance Association», New York. <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>.

Freixas, X., Giannini C., Hogarth G. und Soussa F. 1999. Lender of last resort: a review of the literature. Bank of England *Financial Stability Review* 7: 151–167.

Group of Ten. 1996. *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises*. A Report to the Ministers and Governors prepared under the auspices of the Deputies. Basel: Bank for International Settlements und Washington D.C.: International Monetary Fund.

Hart, O. 1995. *Firms, Contracts and Financial Structure*. Oxford: Clarendon Press.

International Financial Institution Advisory Commission. 2000. *Report*. Kommission unter Vorsitz von Meltzer, A.H.

International Monetary Fund. *Annual Report*, diverse Jahrgänge.

Jeanne, O. und Zettelmeyer, J. 2001. International bailouts, moral hazard and conditionality. *Economic Policy, A European Forum* 33: 409–432.

Krueger, A. 2001. *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Referat anlässlich des «National Economists' Club Annual Members' Dinner» des «American Enterprise Institute», Washington D.C.

<http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>

Krueger, A. 2002. *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Washington D.C.: International Monetary Fund.