

Die schweizerische Entschuldungsfazität – ein Flop?

DOMINIK EGLI*

1. EINLEITUNG

Grundlegende Idee hinter der Petition der schweizerischen Hilfswerke, die schliesslich zum "700 Millionen Franken Geschenk" führte, war es, aus Anlass des Geburtstages der Eidgenossenschaft ein Geschenk an einige der ärmsten Länder der Welt zu machen. Ausgehend von den zu beobachtenden massiven Abschlägen auf die Schuldtitel erscheint es verlockend, über den Markt billig Schulden armer Länder aufzukaufen und den betreffenden Ländern zu schenken. Bei einem Sekundärmarktpreis von beispielsweise 10% könnte man mit 100 Millionen Franken Schulden in Höhe von 1 Milliarde Franken aufkaufen und dem Land schenken. Damit dieses Geschenk auch wirklich den ärmsten Bewohnern des Landes zugutekommt, wurden Gegenwertfonds vorgesehen. Die Regierung des Schuldnerlandes muss nach dieser Idee die dank der Schuldreduktion anfallenden Einsparungen beim Zinsendienst auf ein Konto, genannt Gegenwertfonds, einzahlen. Aus diesen Fonds sollen Projekte zur Armutsbekämpfung, verwaltet durch Nichtregierungsinstitutionen, finanziert werden.

Von den 500 zur Verfügung stehenden Millionen Franken sind bis anhin 150 Millionen aufgewendet worden, um Lieferanten- und Bankkredite aufzukaufen, sich an international koordinierten Rückkäufen zu beteiligen und um neue Kredite zu vergeben. Mit meinem Beitrag möchte ich der Frage nachgehen, ob diese Gelder auch wirklich bei den Adressaten angekommen sind bzw ankommen werden. Es gibt ernstzunehmende ökonomische Theorien, die besagen, dass die Gelder, die für Rückkäufe eingesetzt werden, in der Regel zum grossen Teil in die Taschen der Gläubiger fliessen. Tatsächlich geschehen ist dies bei der sogenannten Bolivien-1-Aktion. Von den durch Dritte bereitgestellten 34 Millionen US-Dollar flossen gerade 400'000\$, das sind 1,2%, nach Bolivien, der Rest ging zu den Banken.

Im nächsten Kapitel gebe ich eine Übersicht über den Stand der theoretischen Diskussion. Um präzise zu sein, ist dieses Kapitel formal gehalten. Im dritten und vierten Kapitel beurteile ich den im Lichte der Theorie zu erwartenden Erfolg der bisherigen Aktionen im Rahmen der schweizerischen Entschuldungsfazität. Das Resultat wird sein, dass die Frage, die den Titel meines Beitrages bildet, nur mit "ja" beantwortet werden kann.

* Institut für Volkswirtschaft, WWZ, Petersgraben 51, CH-4003 Basel.
Für inhaltliche Unterstützung möchte ich mich bei MARTIN HELLWIG und PATRIK WETTSTEIN bedanken.
Die Arbeit wurde durch den Kanton Basel-Stadt und den Schweizerischen Nationalfonds finanziert.

2. THEORETISCHE BETRACHTUNGEN

Die Wohlfahrt W des Schuldnerlandes sei gegeben durch die Differenz zwischen dem Gegenwartswert des zukünftigen Outputs Q und dem Gegenwartswert der erwarteten zukünftigen Schuldendienste R :

$$W = Q - R \quad (1)$$

Auf der Gläubigerseite gehe ich aus von zwei Banken, die Schuldtitel in Höhe von $D = D_1 + D_2$ halten. Die Bruttoeinnahmen der Banken werden mit V_i , $i=1,2$ bezeichnet und belaufen sich auf den Gegenwartswert aller erwarteten zukünftigen Zahlungen.

Das Schuldnerland ist souverän, es bestimmt somit selbst, wieviel Schuldendienst es leisten will. Allerdings haben die Banken die Möglichkeit, das Land durch Strafdrohungen zu Verhandlungen zu zwingen. Geht man davon aus, dass die Durchführung solcher Sanktionen zu Kosten führt, wird eine Verhandlungslösung erzielt. Das Land wird sich bereit erklären, einen bestimmten Betrag, er sei mit R bezeichnet, zu leisten, die Gläubiger werden auf die Sanktion verzichten (siehe BULOW und ROGOFF 1989). Die Rückzahlung R beläuft sich somit auf

$$R = \begin{cases} \bar{R} & \text{für } \bar{R} < D \\ D & \text{für } \bar{R} \geq D \end{cases} \quad (2)$$

Annahme: $\bar{R} < D$

Die Annahme impliziert, dass das Land die vertraglich vereinbarten Zahlungen nicht einhalten wird, da die erzwingbaren Zahlungen geringer sind als die laut Vertrag zu leistenden. Das Land befindet sich somit in einer Schuldenkrise. Wie diese Krise entstanden ist, wird nicht erklärt. Damit die Krise gelöst werden kann, müssen entweder die erwarteten Rückzahlungen steigen, oder aber der Schuldbestand muss sinken. Neue Kredite sind erst möglich, wenn $D < \bar{R}$ gilt, das heisst, wenn die vorhandenen Kredite vollständig bedient werden.

Die Schuldtitel werden auf einem kompetitiven Sekundärmarkt gehandelt. Der Preis der Titel beläuft sich auf das Verhältnis der erwarteten Rückzahlungen zur Nominalschuld:

$$p = \frac{\bar{R}}{D} < 1 \quad (3)$$

Warum? Ein Gläubiger, der einen Anteil γ der Gesamtschuld D hält, hat damit einen ebenso grossen Anspruch auf die Zahlungen des Landes. Er misst damit seinen Titeln den Wert γR zu. Damit er bereit wäre, seinen Teil γD zu verkaufen, müsste er mindestens

diese Grösse erhalten. Es gilt somit: $p\gamma D \geq \gamma \bar{R}$ und damit $p \geq \bar{R}/D$. Ist der Preis strikt grösser als das Verhältnis von Rückzahlungen zu Schuld, werden die Gläubiger besser gestellt, wenn sie verkaufen. Allerdings müsste ein Käufer mehr bezahlen, als die Titel wirklich wert sind. Dies kann kein Gleichgewicht sein. Es verbleibt als einzige Lösungsmöglichkeit der obige Preis.

Der Wert der von Gläubiger i gehaltenen Schuld und der Gesamtwert der Schuld belaufen sich auf:

$$V_i = pD_i \quad i = 1, 2 \quad (4)$$

$$V_1 + V_2 = V = \bar{R} \quad (5)$$

Was geschieht nun, wenn von dritter Seite Gelder in Höhe von X aufgewendet werden, um Schuldtitel des Landes aufzukaufen und dem Land als Geschenk zu überlassen? Grundsätzlich ist die Auswirkung auf die Wohlfahrt des Schuldnerlandes die Differenz zwischen der Wohlfahrt vor und derjenigen nach dem Buy-Back¹:

$$\Delta W \equiv W_B - W = (Q_B - Q) + (R - R_B) \quad (6)$$

Damit das Land durch den Rückkauf bessergestellt wird, müssen entweder die Rückzahlungen sinken, oder aber der Output muss grösser werden. Will die dritte Partei durch das Geschenk dem Schuldnerland helfen, muss für eine effiziente Verwendung der Gelder $\Delta W \geq X$ gelten, da X dem Land auch direkt geschenkt werden kann.

2.1 Die Schuldhöhe hat keinen Einfluss auf den Output

Für diesen Fall sind Q_B und Q äquivalent. $\Delta W > 0$ gilt nur, wenn $R_B < R$ ist, wenn also die Schuldbedienung nach dem Buy-Back tiefer ist als vorher. Damit die effektiven Zahlungen sinken können, muss die Schuldhöhe soweit reduziert werden, dass $D_B < \bar{R}$ gilt. Der Erlass $D - \bar{R}$ muss grösser sein als der Schuldüberhang.

2.1.1 Rückkauf über den Sekundärmarkt

Ein Schuldenrückkauf mit nachfolgendem Erlass beeinflusst den Sekundärmarktpreis, da die Nominalschuld sinkt.

1. Mit Subskript B werden die Grössen nach Buy-Back bezeichnet.

$$p_B = \begin{cases} \frac{\bar{R}}{D_B} & \text{für } \bar{R} < D_B \\ 1 & \text{sonst} \end{cases} \quad (7)$$

Zu welchem Preis können mit den Mitteln X Titel aufgekauft werden, zu p oder zu p_B ? Ein Gläubiger weiss, dass der Preis nach Buy-Back p_B betragen wird. Verkauft er zu einem tieferen Preis, stellt er sich schlechter, als wenn er die Titel behält. Will man also auf dem Markt Titel aufkaufen, muss man bereits den Preis nach Buy-Back bezahlen (RODRIGUEZ 1989). Die Schuldreduktion beträgt somit

$$D - D_B = \frac{X}{p_B} \quad (8)$$

Dies eingesetzt in Gleichung (7) ergibt

$$p_B = \begin{cases} \frac{\bar{R} + X}{D} & \text{für } \bar{R} < D_B \\ 1 & \text{sonst} \end{cases} \quad (9)$$

Wie wir gesehen haben, wird die Wohlfahrt des Schuldnerlandes nur erhöht, wenn der Buy-Back gross genug ist, um den Gegenwartswert des verbleibenden Schuldendienstes unter die maximal erzwingbare Rückzahlung $\bar{R}$ zu senken. Gleichung (9) besagt, dass dies nur zum Nominalwert der Schuld möglich ist. Da im Ausgangszeitpunkt ein Schuldüberhang besteht, der ebenfalls zum Nominalwert aufgekauft werden muss, ist ein Geschenk in der geschilderten Verknüpfung von Rückkauf und Erlass immer schlechter als ein direktes Geschenk.

Um der Frage nachzugehen, wohin die Mittel verschwinden, betrachten wir die Auswirkungen des Buy-Back auf die Gläubiger:

Für $\bar{R} \geq D_B$:

$$V_i = \alpha_i X + p_B \left(D_i - \alpha_i \cdot \frac{X}{p_B} \right) = p_B D_i = \frac{D_i}{D} (\bar{R} + X) \quad (10)$$

$$V = \bar{R} + X \quad (11)$$

α_i bezeichnet den Anteil von Bank i am Total der verkauften Schuldtitel, wobei $\alpha_1 + \alpha_2 = 1$. $\alpha_i X$ in Gleichung (10) ist der Erlös, den Gläubiger i durch den Buy-Back erzielt, der zweite Term bemisst den Wert der Gläubiger i nach dem Buy-Back verbleibenden Schuld. Gleichung (11) zeigt, dass das für den Buy-Back bereitgestellte Geld

vollständig den Gläubigern zugute kommt. Der Gewinn wird unter den beiden Gläubigern gemäss ihren ursprünglichen Anteilen an der Gesamtschuld aufgeteilt, unabhängig davon, welcher der Gläubiger wieviel von seinen Schuldtiteln verkauft.²

Für $\bar{R} \geq D_B$:

Damit dieser Fall eintreten kann, muss der Schuldenüberhang vollständig aufgelöst werden, was nach Gleichung (9) nur zum Nominalwert der Schuld möglich ist. Es gilt somit

$$X \geq D - \bar{R} \quad (12)$$

woraus als Konsequenz für die Gläubiger resultiert

$$V = D \leq \bar{R} + X \quad (13)$$

Die geschenkten Gelder fliessen in diesem Fall nicht vollständig zu den Gläubigern, so dass auch das Land durch das Geschenk bessergestellt wird. Solange ein Schuldenüberhang bestand, war das Land nicht mehr kreditfähig. Durch das Abtragen dieses Überhangs wird die Kreditfähigkeit wiederhergestellt. Der effektive Nutzen für das Land besteht im erneuten Zugang zu den Weltkapitalmärkten.³ KAPPEL (1993) meint, die Aufteilung des Rückkaufs auf mehrere Tranchen würde die Situation retten: "Wenn man jedoch davon ausgeht, dass mehrere kleine Schritte der Schuldenreduktion über die Zeit hinweg zu einem grossen Volumen anwachsen, muss diese Vorgehensweise etwas anders beurteilt werden. Dann ist es letztlich eine Frage der Zeit, wann die volle Schuldendienstfähigkeit und damit eine deutlich verbesserte Kreditwürdigkeit der Schuldner wieder erreicht wird." KAPPEL geht hierbei implizit von Kurzsichtigkeit der Gläubiger aus. Sehen diese nämlich die vielen kleinen Schritte voraus, ist bereits die erste Tranche nur zum Nominalwert zu haben (RODRIGUEZ 1989). Auch wenn die Banken jeweils nur die nächste Tranche sehen und nicht mit weiteren Rückkäufen rechnen, steigt der Rückkaufpreis von Tranche zu Tranche. Eine Umverteilung zugunsten der Gläubiger ist damit nicht zu verhindern. Diese Resultate sind ein Beispiel für die sogenannte Coase-Conjecture, welche Aussagen macht über die Rolle der Erwartungsbildung bei Transaktionen mit dauerhaften Gütern, zum Beispiel Wertpapieren. COASE (1972) zeigt, dass ein dauerhafte Güter anbietender Monopolist seine Marktmacht nicht ausnützen kann, da jeder Nachfrager weiss, dass der Monopolist einen Anreiz hat, auch diejenigen Nach-

2. Ein Buy-Back erfordert demzufolge keine Absprache zwischen den Gläubigern. Das Schwarzfahren, das beim Schuldenerlass ein grosses Problem darstellt (KRUGMAN 1989), ist hier nicht möglich.
3. Schuldendienst einsparungen und Nutzen aus Neukrediten sind mögliche Konsequenzen derselben Tatsache. Sinken die zu leistenden Schuldendienste unter die maximal erzwingbare Höhe, kann das Land wählen zwischen verringerten jährlichen Zahlungen und Neukrediten, mit der Folge, jährlich wider den maximal erzwingbaren Betrag leisten zu müssen.

frager zu bedienen, deren Zahlungsbereitschaft nur sehr wenig über den Grenzkosten des Monopolisten liegen. Wenn dies alle Nachfrager voraussehen, kann der Monopolist nur zu Grenzkosten verkaufen. Der Preis wird von Anbeginn an den Grenzkosten entsprechen.⁴

2.1.2 Rückkauf durch Verhandlungen

Anstatt die Rückkauftransaktionen auf dem Markt vorzunehmen, kann die Drittpartei auch den Gläubigern eine Kaufofferte unterbreiten. Eine solche Offerte ist erfolgversprechend, wenn (i) mindestens der herrschende Sekundärmarktpreis geboten wird, und (ii) die gesamte Schuld zurückgekauft wird. Das Angebot muss garantieren, dass annehmende Gläubiger zumindest nicht schlechtergestellt werden, deshalb Bedingung (i). Gilt das Angebot nur für einen Teil der Schuldtitel, steigt aufgrund der Verringerung der Nominalschuld der Sekundärmarktpreis (die maximal erzwingbaren Forderungen bleiben durch den Rückkauf unbeeinflusst), so dass kein Gläubiger bereit sein wird, zu einem tieferen Preis als dem nach dem Buy-Back geltenden zu verkaufen. Die Resultate wären hierbei analog zum vorigen Abschnitt. Entscheidend ist für diese Aktion, ob die schenkende Partei den Gläubigern wirklich glaubhaft machen kann, dass sie den Rückkauf nur durchführt, wenn alle Gläubiger verkaufen. Gelingt dies, kann die gesamte Schuld zum Sekundärmarktpreis getilgt werden. Die dafür notwendigen Mittel betragen $X = pD$.

Fehlen die Mittel, um die gesamte Schuld eines Landes zum Sekundärmarktpreis aufzukaufen, kann den Gläubigern eine Umschuldung mit Schuldenerlass vorgeschlagen werden. Die Gläubiger werden einen solchen Vorschlag nur akzeptieren, wenn sie dabei nicht schlechtergestellt werden. Es muss folglich gelten: $V_U \geq V = \bar{R}$. Nach der Umschuldung wird sich ein Preis gemäss Formel (9) bilden. Damit die Gläubiger indifferent sind zwischen Einwilligung der Umschuldung und Ablehnung, muss die Schuldhöhe demzufolge auf

$$D_U = \frac{\bar{R}D}{R + X} \quad (14)$$

reduziert werden.

Durch Verhandlungen kann somit das im vorigen Abschnitt aufgezeigte Dilemma aufgelöst werden. Allerdings sind dazu unter Umständen langwierige und damit teure Verhandlungen vonnöten, während die obigen Resultate nur für den Idealfall fehlender Verhandlungskosten zutreffen. Sind die Verhandlungskosten höher als die Durchführungskosten eines direkten Geschenkes, ist das Zweite vorzuziehen.

4. Für ein weiteres Beispiel siehe GROSSMAN und HART 1980.

2.1.3 Gegenwertfonds

Die Wohlfahrtsfunktion (1) gelte nicht für das Schuldnerland als Ganzes, sondern nur für die Regierung. Die schenkende Partei will die Regierung dazu veranlassen, Gelder in Höhe von G an andere Teile der Bevölkerung auszuschütten. Die Regierung kann über den Output des Landes verfügen und hat die Schuldendienste zu leisten. Die neue Wohlfahrtsfunktion der Regierung lautet

$$W_R^B = Q - R_B - G \quad (1')$$

Damit die Regierung die Umverteilung gutheisst, muss $W_R^B \geq W = Q - R$ gelten. Daraus folgt, dass die Höhe des Gegenwertfonds maximal den eingesparten Rückzahlungen entspricht:

$$G \leq R - R_B \quad (15)$$

Mehr als die Regierung durch die Rückkauf-Erlass-Transaktion einspart ist sie nicht bereit, in einen Gegenwertfonds einzuspeisen. Ein Gegenwertfonds dient letztlich der Umverteilung des wirklich im Land angekommenen Geschenkes. Wo wenig ist, kann auch nur wenig verteilt werden.

* * *

Die Aussage dieses Abschnittes lautet kurz zusammengefasst: Hat ein Schuldenüberhang weder einen Einfluss auf den Wirtschaftsgang des Schuldnerlandes noch auf die erzwingbaren Zahlungen, ist ein direktes Geschenk aus Sicht des Schuldnerlandes immer mindestens gleich gut wie Schuldrückkäufe verbunden mit Erlassen. Entscheidend für dieses Resultat ist die getroffene Annahme der Neutralität des Schuldbestandes. Hinter der Parole "Entwicklung braucht Entschuldung" steckt die Idee, dass diese Annahme falsch ist.

2.2 Der Output ist abhängig von der Höhe der Schuldbestände

Die Idee realer Wirkungen einer hohen Schuld erscheint im Zusammenhang mit Länderkrediten zum ersten Mal bei SACHS (1988), geht aber eigentlich zurück auf MYERS (1977). SACHS betrachtet ein Zwei-Perioden-Modell. Zu Beginn verfügt das Land über eine hohe Schuld D und Mittel E . In Periode 1 müssen die Mittel auf Investitionen I und Konsum C_1 aufgeteilt werden: $E = I + C_1$. In Periode 2 zahlen sich die Investitionen aus:

$Q = f(I)$. Der Output Q wird aufgeteilt auf Konsum C_2 und Schuldbedienung R : $Q = R + C_2$.

Die maximal erzwingbare Rückzahlung ist nicht mehr exogen, sondern abhängig vom Output. SACHS geht davon aus, dass im Verzugsfall die Bezahlung des Anteils z des Outputs erzwungen werden kann:

$$\bar{R} = zQ \quad (16)$$

Die Zielfunktion des Landes lautet

$$W = U(C_1) + \beta C_2 \quad (17)$$

wobei $U(C_1)$ als konkav angenommen wird. Bei der Rückzahlungsentscheidung in Periode 2 vergleicht das Land wiederum die Kosten der Vertragserfüllung mit den Kosten der Nichteinhaltung

$$R = \begin{cases} D & \text{für } D \leq zQ \\ zQ & \text{sonst} \end{cases} \quad (18)$$

Nach Annahme ist die Schuld hoch, in diesem Fall bedeutet dies, dass $D > zQ$, so dass das Land in einer Schuldenkrise ist.

Bei der Investitionsentscheidung maximiert das Land folgende Funktion:

$$W = U(E - I) + \beta (f(I) - zf(I)) \quad (19)$$

so dass die Bedingung für optimale Investitionen

$$f'(I^*) = \frac{1}{\beta(1-z)} U'(C_1) \quad (20)$$

lautet. Ohne Schuldenüberhang würde das Land die Funktion $W = U(E - I) + \beta (f(I) - D)$ maximieren, woraus als Optimalbedingung

$$f'(I^{**}) = \frac{1}{\beta} U'(C_1) \quad (21)$$

resultieren würde, was nichts anderes bedeutet, als dass im Optimum das Grenzprodukt der Investitionen dem Grenznutzen des Konsums entsprechen müsste. Bei Schuldüberhang ist das Grenzprodukt im Optimum höher. Bei neoklassischer Produktionsfunktion sind somit die Investitionen zu tief. Das Schuldnerland investiert dann besser, wenn es die Schuld freiwillig bedient. Durch eine Reduktion der Schuld kann eine verbesserte Investitionstätigkeit veranlasst werden, womit eine Schuldensenkung reale Auswirkungen hätte. Geht das Land davon aus, dass es zu einer Zahlung in Abhängigkeit vom Output gezwungen wird, bezieht es die Tatsache, dass ein Anteil der Investitionserlöse an die Gläubiger abfließen wird, mit in seine Entscheidung ein. Dies reduziert die Höhe der optimalen Investitionen.

Das Resultat hängt zentral von der Annahme ab, dass die maximal erzwingbaren Rückzahlungen positiv vom Output abhängen. Für $z = 0$ ist $I^* = I^{**}$, der Zusammenhang zwischen Output und Schuldhöhe entfällt.^{5,6}

2.2.1 Rückkauf über den Sekundärmarkt

Ein Rückkauf beeinflusst den Sekundärmarktpreis auf zwei Arten: Wie im letzten Abschnitt sinkt der Schuldenbestand, wodurch die Qualität der verbleibenden Schuld verbessert wird. Zusätzlich steigt die Höhe der erwarteten Rückzahlungen, da aufgrund der höheren Investitionen der Output steigt. Sofern der Schuldüberhang durch den Rückkauf nicht vollständig beseitigt wird, fließen die bereitgestellten Mittel X weiterhin zu den Gläubigern. Aufgrund der induzierten Investitionserhöhung verbessert sich aber eventuell auch die Lage des Landes. Die Investitionserhöhung führt dank einer Senkung des Konsums in Periode 1 zu einer Erhöhung des Konsums in Periode 2, wobei die Höhe der Rückzahlung R unverändert bleibt. Dass der Nettoeffekt nicht negativ sein kann, lässt sich aus der Tatsache erkennen, dass das Land sein Investitionsverhalten nur verändert, wenn es dadurch zumindest nicht schlechtergestellt wird. Im Vergleich zur Situation mit

5. FROOT (1989) formuliert ein ähnliches Modell wie SACHS. Aufgrund des von ihm unterstellten zufallsabhängigen Outputs verändert sich das Investitionsverhalten des Landes nicht sprunghaft wie bei SACHS, sondern stetig. Dies liegt daran, dass eine Verringerung des Schuldenbestandes die Wahrscheinlichkeit erhöht, die Schuld in Periode 2 bedienen zu können, womit die Verzerrung der Investitionsanreize geringer wird. Dank der Stetigkeit lässt sich die sogenannte Schuld-Laffer-Kurve ableiten. Sie sagt aus, dass der Wert der Schuld (aus Sicht der Gläubiger) mit der Schuldhöhe zuerst ansteigt, und ab einer gewissen Höhe des Schuldenbestandes abnimmt.
6. KAPPEL (1993) formuliert als Argument der Schuldenabbaubefürworter durch den Erlass erhöhte Reformbereitschaft: "Weshalb also schmerzhaft Anpassungen einleiten, wenn ein erheblicher Teil der künftigen Einkommenssteigerungen in den Taschen der Gläubiger verschwindet?" Dieses Argument beruft sich auf das Vorhandensein einer Schuld-Laffer-Kurve. Im folgenden Abschnitt argumentiert KAPPEL für das Vorhandensein der Kurve, indem er auf die hohen tatsächlich geleisteten Zahlungen der Schuldnerländer hinweist. Die absolute Höhe der einforderbaren Zahlungen spielt aber für die Gültigkeit des Argumentes keine Rolle. Entscheidend ist einzig und allein die positive Beziehung zwischen Einforderbarkeit und Output.

einem exogenen $\bar{R}$ führt der Investitionseffekt dazu, dass der Sekundärmarktpreis schon bei geringerer Rückkaufhöhe auf 1 klettert. Dies hat zur Folge, dass es weniger Mittel X braucht, um einen Nutzeneffekt für das Land zu erzielen.⁷

2.2.2 Rückkauf durch Verhandlungen

Zusätzlich zum Nutzeneffekt aus dem erhaltenen Betrag X profitiert das Land noch von den verbesserten Investitionen. Bedingung ist hierbei wiederum, dass die schenkende Partei glaubhaft machen kann, dass sie das Geschenk nur durchführt, wenn die Gläubiger dem Vorschlag zustimmen.

* * *

Ein direktes Geschenk erhöht die Anfangsausstattung E . Damit erhöhen sich auch die Investitionen, womit der Output in Periode 2 steigt, so dass ein Teil des direkten Geschenkes an die Gläubiger abfließt. Bei einer Abwägung des Nutzens eines direkten Geschenkes mit demjenigen eines Geschenkes via Rückkauf und Schuldenerlass müssen die Verhandlungskosten geringer sein als dieser Investitionseffekt des direkten Geschenkes, damit ein Erlass via Verhandlungen vorgezogen werden kann.

2.3 Zusammenfassung

Ob die Entschuldungsfazilität ein Erfolg wird, hängt von drei Punkten ab:

- Der Grösse des Investitionseffektes.
- Ob über den Markt zurückgekauft wird oder via Verhandlungen.
- Den Durchführungskosten einer Rückkauf-Erlass-Transaktion im Vergleich zu den Durchführungskosten eines direkten Geschenks.

2.3.1 Der Investitionseffekt

Empirische Arbeiten zum Vorhandensein eines Investitionseffektes kommen zu widersprüchlichen Resultaten. Zweifellos kam es in den 80er Jahren zu einem Zusammenbruch der Investitionstätigkeit der verschuldeten Länder. Weniger klar hingegen ist der kausale Zusammenhang zwischen Investitionen und Schuldenkrise.

Für die siebzehn höchstverschuldeten Länder schätzt EATON (1990) den Einfluss der Höhe des Bruttosozialprodukts auf die Höhe der Rückzahlungen auf 1,1%. Eine Erhö-

7. Bei der von FROOT (1989) unterstellten Stochastik profitiert das Land immer von einem Schuldenerlass finanziert durch Dritte.

hung des Outputs um eine Einheit führt demzufolge zu einer Erhöhung der Zahlungen um 0,01 Einheiten. Dies ist eine "Grösse", die die Investitionstätigkeit kaum beeinflussen dürfte.

COHEN (1993) schätzte für 81 Länder den Einfluss von Bevölkerungswachstum, Inflation, des Export/Output-Verhältnisses, des Pro-Kopf-Einkommens und des Schuld/Export-Verhältnisses auf die Investitionen. Sein Resultat kann einen Einfluss der Schuld nicht stützen.

BORENSZTEIN (1990) schätzt für die Philippinen den Einfluss der Investitionsgüterpreise, der Grenzproduktivität des Kapitals, der erwarteten Realzinsen und verschiedener Schuldvariablen auf die Investitionstätigkeit. Die Hypothese der Neutralität der Schuld wird in dieser Studie verworfen.

HOFMAN und REISEN (1990) regressieren die Investitionen auf die Schuldhöhe und die Nettokapitaltransfers. Ihr Resultat zeigt einen Einfluss der Transfers, jedoch keinen Einfluss der Schuldhöhe.

Alle diese Schätzungen sind aus demselben Grund problematisch. Möglicherweise wurden sowohl der Rückgang der Investitionen wie auch die Schuldenkrise durch dieselben exogenen Schocks (Rohstoffpreisfall, Zinsanstieg, Rezession in den Industrieländern) ausgelöst. Ist dies der Fall, sind die erklärenden Variablen in den oben dargestellten Schätzungen endogen, die Resultate damit nicht verlässlich. SAVVIDES (1992) versucht das Problem durch ein simultanes Gleichungsmodell zu umgehen und kommt zum Resultat, dass Schuldbestände einen Einfluss auf die Investitionshöhe haben.

WARNER (1992) versucht, das Problem auf andere Art zu umgehen. Aufgrund von Vergangenheitsdaten schätzt er die zu erwartende Reaktion der Investitionstätigkeit auf die vorgekommenen exogenen Schocks. Seine Hypothese lautet, dass die tatsächlichen Investitionen tiefer liegen müssen, damit ein Einfluss der Schuldenkrise nicht abgelehnt werden kann. Bei elf der dreizehn untersuchten Länder⁸ muss die Hypothese verworfen werden. Die beiden Ausnahmen sind Nigeria und Argentinien.

Die Verschiedenartigkeit der erreichten Lösungen lassen kein abschliessendes Urteil über das Vorhandensein eines Investitionseffektes zu. Eine andere Möglichkeit, mehr Licht ins Dunkel zu bringen, ist, die Auswirkungen tatsächlich erfolgter Schuldreduktionen zu untersuchen. 1988 führte Bolivien einen Buy-Back mit Mitteln von dritten Parteien durch (siehe BULOW und ROGOFF 1988). Die gegenüber den privaten Gläubigern ausstehende Schuld belief sich auf $D = 670$ (Beträge in Millionen US-Dollar), der Sekundärmarktpreis betrug $p = 0,06$. Der Wert der ausstehenden Schuld berechnete sich als $V = pD = 40,2$. Die Drittparteien stellten $X = 34$ zur Verfügung. Der Kaufpreis entsprach dem Nach-Buyback-Preis und betrug $p_B = 0,11$. Damit gelang es, die bestehende Schuld um 308 zu kürzen: $D_B = D - \frac{X}{p_B} = 670 - 308 = 362$. Der Wert der verblei-

8. Venezuela, Marokko, Equador, Mexiko, Kolumbien, Bolivien, Chile, Brasilien, Argentinien, Uruguay, Peru, die Philippinen und Nigeria.

benden Schuld betrug $V_B = p_B D_B = 39,8$. Von den eingesetzten 34 Millionen US-Dollar gingen nach dieser Rechnung 400'000 \$ an Bolivien, der Rest an die Gläubiger. Das Beispiel macht deutlich, dass der Investitionseffekt in der Tat sehr gering sein dürfte, und dass von einem Geschenk in Form eines Buy-Back über den Markt ein Schuldnerland kaum profitieren kann, auch wenn der Erfolg beeindruckend aussieht, wenn man sich nur die Zahlen der aufgewendeten Mittel und die Reduktion der Schuldhöhe ansieht. Immerhin konnte doch die Schuld von 670 Millionen \$ für nur 34 Millionen \$ etwa halbiert werden. Nur kann davon ein Land nicht profitieren, wenn nicht auch die effektiven Rückzahlungen sinken.

Wenn es den Investitionseffekt nicht gibt, entfällt auch der reale Effekt einer geringen Verringerung hoher Schuldbestände. Ein realer Effekt kommt nur zustande, wenn die Schuld soweit gesenkt wird, dass das betroffene Land wieder kreditfähig wird. Von Transaktions- und Verhandlungskosten abgesehen kann dies höchstens soviel Nutzen stiften wie ein direktes Geschenk.

2.3.2 Verhandlungslösungen

Bei der 1990 durchgeführten Umschuldung von 48,9 Mrd US-Dollar mexikanischer Schuld war den privaten Gläubigern die Wahl zwischen drei Möglichkeiten gegeben worden. Die alten Ansprüche konnten gegen neue Ansprüche mit demselben Zinssatz LIBOR plus 13/16 Prozentpunkte, aber um 35% gesenktem Nominalwert getauscht werden (Discount Bond), oder sie konnten zu einer neuen Anleihe mit demselben Nominalwert, aber fixem Zinssatz von 6,25% eingetauscht werden (Par Bond). Die Rückzahlung dieser beiden Bonds sollte durch eine Einlage beim FED garantiert werden (Exit Bond). Als dritte Möglichkeit konnten die Banken alte Schuldtitel gegen neue mit unveränderten Konditionen umtauschen, verknüpft mit einer Vergabe neuer Kredite in Höhe von 25% des umgeschuldeten Nominalwertes. Für diesen Fall wurde keine garantierte Rückzahlung vorgesehen. Schuldtitel, die nicht eingetauscht wurden, verfielen. Die Zinszahlungen waren nur für die ersten 18 Monate besichert.

Etwa die Hälfte aller Gläubiger entschied sich für den Par Bond, etwa 40% wählten den Discount Bond, der Rest bevorzugte die Lösung mit Neugeld.

Zur Finanzierung des als Sicherheit dienenden Exit Bonds waren 7 Milliarden US-Dollar notwendig. 2,2 Milliarden US-Dollar kamen durch neue Kredite von IWF und Weltbank, 2,05 Milliarden US-Dollar durch einen Kredit Japans. Mexiko erhielt die Erlaubnis, bereits zugesprochene IWF- und Weltbankkredite in Höhe von 1,8 Milliarden US-Dollar für den Exit Bond zu verwenden. Der Rest kam aus Reserven Mexikos. Demnach kamen etwa 4,25 Milliarden US-Dollar aus Quellen, die Mexiko ansonsten verschlossen gewesen wären.

VAN WIJNBEGEN berechnet den Marktwert der betroffenen Schulden Mexikos vor und nach der Umschuldung auf 19 Mrd US-Dollar respektive 19,1 Mrd US-Dollar. Im

Unterschied zu Bolivien 1 flossen aber bei dieser Mexiko-Aktion keine Gelder an die Gläubiger.

Das Beispiel Mexikos zeigt, dass über Verhandlungslösungen tatsächlich verhindert werden kann, dass Geschenke oder Neukredite Dritter in die Taschen der Altgläubiger fließen.

Die Tatsache, dass der Marktwert der ausstehenden Schuld durch die Transaktion nicht verändert worden ist, weist auch hier auf das Fehlen einer Schulden-Laffer-Kurve hin. Durch die Transaktion wurden 12,9 Milliarden US-Dollar Schuld erlassen, ohne dass sich am Marktwert der gehaltenen Schuld etwas geändert hätte. Gäbe es eine Laffer-Kurve, hätte der Anstieg der Investitionen zu einer Verbesserung der Einschätzung durch die Gläubiger führen müssen, mithin also zu einem Anstieg des Marktwertes.

2.3.3 Verhandlungskosten

Um den Bolivien-1-Buyback durchführen zu können, war die Einwilligung sämtlicher Gläubigerbanken notwendig, da Rückkäufe durch den Schuldner vertraglich untersagt sind. Auch die Durchführung des Buy-Back selbst war aufwendig. Zuerst wurde mit den Bankenvertretern der Preis ausgehandelt, zu dem jede Bank verpflichtet war, zu verkaufen. Danach wurden die Transaktionen durchgeführt.⁹

Auch das Beispiel Mexikos zeigt, wie kompliziert Umschuldungen sind. Zuerst führte Mexiko Verhandlungen mit dem IWF und der Weltbank über Neugeld und die neue Verwendung schon versprochener Kredite durch. Hierbei ging es vor allem um die Konditionen, die Mexiko erfüllen musste. Nachdem diese Verhandlungen erfolgreich abgeschlossen waren, begannen die Gespräche mit den privaten Gläubigern. Sie dauerten mehrere Monate und drehten sich vor allem um die Konditionen der neuen Anlagentitel und den damit verbundenen Schuldenerlass. Am 23. Juli 1989 wurde das Paket bekanntgegeben, bis Ende Januar 1990 hatten alle Banken ihre Wahl bekanntgegeben.

3. DIE SCHWEIZERISCHE ENTSCULDUNGSFAZILITÄT

Aus diesen theoretischen Betrachtungen bleibt nur ein Schluss bezüglich der schweizerischen Entschuldungsfazilität: Sie müsste ein Flop sein. Wie verhält es sich nun in Wirklichkeit, was wurde bisher unternommen, wie ist dies zu beurteilen?

Für 59 Millionen SFr. wurden Selbstbehaltanteile schweizerischer Exporteure aus der ERG aufgekauft. Damit konnten für insgesamt 22 Länder die ausstehenden Handelskredite gegenüber Schweizer Exporteuren um 95% gekürzt werden. Der durchschnittliche

9. Auch der Bolivien-Buyback kam somit durch Verhandlungen zustande, nicht durch Transaktionen auf dem Sekundärmarkt. Da aber die Altschuld nicht in reduzierte Neuschuld umgetauscht werden musste, konnte das Free-Rider Problem nicht umgangen werden.

Preis, der bezahlt werden musste, belief sich auf $p_B = 0,19$, der Sekundärmarktpreis privater Bankschulden $p = 0,15$ auf. Damit konnten insgesamt Schuldtitel im Nominalwert von 310 Millionen Franken erworben werden ($D - D_B = 310$).¹⁰ Der Wert der ausstehenden Schulden der schweizerischen Exporteure vor dem Buy-Back beläuft sich auf $V = pD = 0,15 \cdot 310 = 46,5$. Dank der Bezahlung eines Preises von 19% flossen von den eingesetzten 59 Millionen 12,5 Millionen (22,5%) direkt in die Kassen schweizerischer Unternehmen. Damit das Geschenk trotzdem vollumfänglich bei den Adressanten ankommen könnte, müsste der Investitionseffekt enorme Dimensionen annehmen.

Ein anderer Ansatz, die Geschichte zu betrachten, ist, die Frage zu stellen, wieviel die Schuldnerländer im besten Falle von der Aktion profitieren können. Die Schuldendienstzahlungen auf die ausstehenden Lieferantenkredite beliefen sich pro Jahr auf etwa 3 Millionen Franken, was einer Verzinsung von etwa einem Prozent entspricht. Dies beträgt die maximal mögliche Einsparung für die Schuldner aus dieser Rückkauf-Erlass Transaktion. Schon bei einem Zinssatz von 5,2% wären die jährlichen Zinszahlungen höher, wenn die 59 Millionen an die Länder verschenkt und von diesen angelegt worden wären.

Dem Versuch, Bankschulden aufzukaufen, war kein Erfolg beschieden. Gegeben die Tatsache, dass der Sekundärmarktpreis geboten wurde, erstaunt dies nicht weiter. Jede Bank, die Titel hält, könnte sie zum Sekundärmarktpreis verkaufen. Dass eine Bank das nicht macht, weist darauf hin, dass sie es aus irgendwelchen Gründen nicht machen will. Warum soll ein Angebot des BAWI daran etwas ändern, vor allem wenn die Banken davon ausgehen könnten, dass der Sekundärmarktpreis durch den Rückkauf steigt?

Ein weiterer Kanal, durch den das Geschenk fließen soll, sind Beiträge an die Schuldhaftigkeiten der IDA. Im Rahmen der IDA werden Rückkaufgelder einzelner Länder zusammengeführt. Dies soll ermöglichen, die Gesamtschuld armer Entwicklungsländer bei geringstmöglichen Verhandlungskosten aufzukaufen. Mit schweizerischer Beihilfe konnten die gegenüber privaten Gläubigern ausstehenden Schulden Mozambiques zu 10% des Nennwertes, diejenigen Nigers zu 18% des Nennwertes aufgekauft werden. Insbesondere das Verhandlungsergebnis bei Niger ist beeindruckend, da der Sekundärmarktpreis 36% betrug. Man muss hier allerdings berücksichtigen, dass Niger ehemalige französische Kolonie ist und zur Franc-Zone gehört. Das Interesse Frankreichs an diesen Ländern ist durch diese beiden Gegenheiten geprägt. Es waren auch überwiegend französische Banken, die die private Schuld Nigers hielten.

Offenbar scheint es möglich zu sein, über koordinierte Verhandlungen Schulden zu beträchtlichen Abschlägen aufzukaufen. Es wären im Rahmen der IDA-Fazilität auch bereits genügend Mittel vorhanden, um weitere Länder vollständig aus ihrer privaten Schuld zu befreien, nur sind die Verhandlungen sehr zeitraubend, so dass das einfließende Geld nicht sofort verwendet werden kann.

10. Durch die gleichzeitige Streichung der ERG-Forderungen in Höhe von 850 Mio Franken resultiert ein Schuldenerlass von 1,1 Mrd Franken. Die gesamte Summe als Erfolg der Fazilität abzuhaken, ist nicht gerechtfertigt. Implizit bezahlt der Steuerzahler den Preis für die erlassene ERG-Schuld.

An einige Länder, die sich immer an die Konditionen gehalten haben, wurde Neugeld vergeben. Das ist das einzige Geld aus der gesamten bisher durchgeführten Aktion, das mit Sicherheit angekommen ist.

4. SCHLUSSFOLGERUNGEN UND KRITIKPUNKTE

Von den zur Verfügung stehenden 500 Millionen Franken sind bis anhin etwa 150 Millionen Franken ausgegeben worden. Diese Gelder sind den theoretischen Voraussetzungen entsprechend grösstenteils nicht an die Adressaten, sondern an die Gläubigergemeinschaft gelangt. Um wenigstens die verbleibenden 350 Millionen zu retten, müsste die Fazilität meines Erachtens durch eine gezielte Geschenkkaktion ersetzt werden. Hierbei stellt sich die Frage nach der Regressmöglichkeit der Gläubiger auf diese Gelder. Damit dies möglich ist, müssen die Gläubiger entweder die Auszahlung per Gericht einfordern können, oder aber die über Verhandlungen erzwingbaren Rückzahlungen müssen positiv von Geschenken abhängen. Der erste Fall ist aufgrund der Souveränität der Schuldnerländer auszuschliessen. Der zweite führt wieder zur Frage der Sanktionen zurück. Die Sanktionsmöglichkeiten verändern sich durch Geschenke nicht, womit die in den vorhergehenden Kapiteln geführte Diskussion über den Investitionseffekt auch auf Geschenke anzuwenden ist.

KAPPEL (1993) führt als Argument gegen direkte Geschenke an, dass die Absorptionsfähigkeit der Länder bereits erreicht sei. Wenn die Länder mit neuem Geld nichts anzufangen wissen, ist vorerst nicht nachzuvollziehen, woraus sich ein Nutzen aus verringerten Zinszahlungen oder erneutem Zugang zu Krediten ergeben sollte. Nach KAPPEL sind die Vorteile auch nicht in direkten Zahlungserleichterungen respektive Neugeld zu sehen, sondern in langfristigen Vorteilen. Sollte etwa in Zukunft ein heutiger Problemschuldner aufgrund gewachsener Wirtschaftskraft erneuten Zugang zu den internationalen Kreditmärkten suchen, ist dies einfacher zu erreichen, je tiefer der Schuldenbestand ist. Die Geschichte der internationalen Schuldenkrisen spricht eher gegen diese These. So ist es beispielsweise Mexiko Ende des letzten Jahrhunderts gelungen, trotz siebenjähriger Zahlungsverweigerung und einem enormen Schuldenberg Zugang zu den Obligationenmärkten Europas zu erlangen. Ermöglicht wurde dies durch ein Umschuldungsabkommen, das neben einem Schuldenerlass von 36% der Nominalschuld dem Staat Mexiko die Möglichkeit gab, die verbliebene Schuld zu einem Preis von 40% zurückzukaufen. Die Schuld von 22 Millionen Pfund wurde durch Bezahlung von 5,5 Millionen Pfund getilgt. Das Geld für den Schuldenrückkauf stammte aus einer neuen Auslandsanleihe. Das Beispiel zeigt, dass die Gläubiger zu beträchtlichen Konzessionen bereit sind, wenn der Schuldenbestand ein Hinderungsgrund für neue Geschäfte darstellt. Die neueste Geschichte bietet ein weiteres Beispiel. Zwischen 1989 und Mitte 1992 ist es einzelnen mexikanischen Firmen gelungen, Obligationenanleihen in Höhe von insgesamt 6,4 Milliarden US-Dollar aufzunehmen. Dies kann auch als Erfolg des Brady-Planes interpretiert werden. Meines Erachtens zeigt das Beispiel aber

cher, dass Neugeld wieder fließt, wenn die Ertragsaussichten so gut sind, dass internationale Anleger Interesse zeigen. Der Schuldenbestand Mexikos ist auch nach dem Brady-Abkommen noch sehr gross. Evidenz für meine Vermutung bietet das stillschweigende Hinnehmen dieser Kreditströme durch die Altgläubiger.

Ein anderer Kritikpunkt liegt im Hinweis auf die tatsächlich geleisteten Zahlungen. Da diese nicht unbeträchtlich sind, so das Argument, sind auch die Sanktionsmöglichkeiten nicht eben gering, also muss es eine Schuldenlaffer-Kurve geben. Dieser Gedanke greift jedoch nicht, da für das Vorhandensein der Kurve nicht die Stärke der Sanktionsmöglichkeit als solche ausschlaggebend ist, sondern die Abhängigkeit der einforderbaren Zahlungen vom Wirtschaftsgang des Schuldnerlandes.

Ein Vorteil, den Schuldenerlasse haben, ist, dass erlassene Schulden nicht mehr neuverhandelt werden müssen, und dass dadurch die Verhandlungskosten gesenkt werden können.

LITERATUR

- BORENSZTEIN EDUARDO: Debt Overhang, Debt Reduction, and Investment: The Case of the Philippines. IMF Working Paper 1990
- BULOW JEREMY, KENNETH ROGOFF: The Buyback Boondoggle. Brookings Papers on Economic Activity 1988
- BULOW JEREMY, KENNETH ROGOFF: A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt. *Journal of Political Economy* 1989
- COASE RONALD: Durability and Monopoly. *Journal of Law and Economics* 1972
- COHEN DANIEL: Low Investment and large LDC Debt in the 1980's. *American Economic Review* 1993
- EATON JONATHAN: Debt Relief and the International Enforcement of Loan Contracts. *The Journal of Economic Perspectives* 1990
- EGLI DOMINIK: Wer profitiert vom 700 Millionen Geschenk? Diskussionspapier des Schweizerischen Nationalfonds 1991
- FROOT KENNETH: Buybacks, Exit Bonds, and the Optimality of Debt and Liquidity Relief. *International Economic Review* 1989
- GROSSMAN SANFORD, OLIVER HART: Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics* 1980
- KAPPEL ROLF: Die schweizerische Entschuldungsfazilität: Eine Zwischenbilanz. Handbuch Schweiz - Dritte Welt 1993
- KRUGMAN PAUL: Market-Based Debt-Reduction Schemes. In: FRENKEL et al.: Analytical Issues in Debt. IMF 1989
- MYERS STUART: Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 1977
- RODRIGUEZ CARLOS: The Strategy of Debt Buy-Backs: A Theoretical Analysis of the Competitive Case. In: FRENKEL et al.: Analytical Issues in Debt. IMF 1989
- SACHS JEFFREY: The Debt Overhang of Developing Countries. In: FINDLAY et al.: Debt, Growth and Stabilization. Oxford 1988
- VAN WIJNBERGEN SWEDER: The Mexican Debt Deal. *Economic Policy* 1991
- SAVVIDES ANDREAS: Investment Slowdown in Developing Countries during the 1980s: Debt Overhang or Foreign Capital Inflows? *Kyklos* 1992
- WARNER ANDREW: Did the Debt Crisis cause the Investment Crisis? *Quarterly Journal of Economics* 1992

ZUSAMMENFASSUNG

Der vorliegende Artikel befasst sich mit der im Jahre 1991 geschaffenen Entschuldungsfazilität der Schweizerischen Eidgenossenschaft zur Reduktion der negativen Folgen der Schuldbelastung hochverschuldeter ärmster Entwicklungsländer. Es wird der Frage nachgegangen, unter welchen theoretischen Voraussetzungen die Fazilität als Erfolg zu bewerten wäre. Diese Bedingungen werden mit der in der Literatur zu findenden empirischen Evidenz verglichen. Resultat des Artikels ist, dass ein direktes Geschenk den Adressaten mehr Nutzen bringen würde als die Fazilität.

RESUME

L'article présent s'occupe du crédit-cadre destiné au financement d'une remise de dettes aux pays les plus démunis qui était ouverte en 1991 par la Confédération Suisse. Les suppositions théorétiques sont montrées qui sont nécessaires pour un succès. Ces conditions sont comparées avec l'évidence. Le résultat de l'article est qu'un cadeau direct voudrait produire plus de bénéfice aux destinataire que le crédit-cadre.

SUMMARY

The article presents an evaluation of the Swiss debt-reduction-facility, which was founded in 1991 in order to reduce the negative consequences of high outstanding debts of poor countries. The theoretical conditions for a success of the action are shown and compared with the empirical evidence. The result is that a direct gift would bring more utility for the addressees than the chosen facility.