

WIRTSCHAFT UND FINANZEN

NIE WIEDER EINEN KREDIT?

Wie private Gläubiger Entschuldungs-
initiativen torpedieren

Kristina Rehbein und Jürgen Kaiser
August 2021



Die im Kontext der COVID-19-Krise aufgelegten Entschuldungsinitiativen drohen zu scheitern, weil ärmere Länder zögern sie in Anspruch zu nehmen.



Ein Grund dafür ist die vor allem von privaten Gläubigern verbreitete Behauptung, dass Schuldenerleichterungen den Nutznießer langfristig vom Kapitalmarkt ausschließen.



Wichtiger als eine kurzfristige Herabstufung von Ländern ist aber, ob gewährte Schuldenerleichterungen weitgehend genug sind, um einen wirtschaftlichen Neustart zu ermöglichen.

Im April 2020 boten die G20-Staaten im Rahmen der *Debt Service Suspension Initiative*¹ (DSSI) 73 ärmeren Ländern an, ihren Schuldendienst gegenüber den G20 und allen Mitgliedern des Pariser Clubs zeitweise auszusetzen. So wollten sie sie bei der Bekämpfung der Pandemie und ihrer Folgen unterstützen. Im November schufen die G20 zudem ein Rahmenwerk² für die gleiche Ländergruppe, um frühzeitig Umschuldungen in den Fällen zu verhandeln, in denen die Länder ihren Schuldendienst ggf. nicht einfach wieder aufnehmen können. Seit der multilateralen HIPC-Initiative (*Heavily Indebted Poor Countries-Initiative*) für hoch verschuldete arme Länder Ende der 1990er Jahre ist dies die erste Entschuldungsinitiative für eine ganze Gruppe von Ländern. Nach der Entschuldung wurden Staatsschuldenkrisen von Gläubigern und internationalen Finanzinstitutionen ein für alle Mal als überwunden betrachtet, sodass größere politische Reformdiskussionen in diesem Bereich nicht stattfanden. DSSI und *G20 Common Framework* sind in diesem Sinne auch ein Eingeständnis, dass das Schuldenmanagement, wie es vor der Pandemie existierte, keine angemessenen und zukunftsfähigen Antworten auf die Schuldenprobleme im Globalen Süden geben kann.

Doch beide Initiativen bleiben hinter ihrer möglichen Wirksamkeit zurück: Einige Länder lehnten die Inanspruchnahme von Schuldenerleichterungen offensiv ab. Einer der Gründe ist das Signal, dass sich ihr Rating an den internationalen Kapitalmärkten verschlechtern würde, wenn sie Schuldenerleichterungen in Anspruch nehmen würden. Dies führe zu höheren Kreditkosten in der Zukunft.³ Nicht zuletzt aufgrund dieser Überlegung haben bislang nur 47 der zugangsberechtigten 73 Staaten die DSSI genutzt.⁴ Auch der Anspruch der Gleichbehandlung von Gläubigern in Umschuldungen, den die G20 mit dem *G20 Common Framework* erheben⁵ und der für eine umfassende Lösung zentral ist, wird dadurch gefährdet. Äthiopien ist eines der drei Länder, die bislang unter dem *Common Framework* eine Umschuldung beantragt haben. Aus Sorge, seinen zu-

künftigen Kapitalmarktzugang zu gefährden, hat das Land bereits signalisiert, seinen privaten Gläubigern keine höheren Verluste zumuten zu wollen.

In dieser Analyse wird der Frage nachgegangen, wie plausibel es tatsächlich ist, dass die Inanspruchnahme von Schuldenerleichterungen gegenüber öffentlichen und privaten Gläubigern eine Verteuerung der Kreditaufnahme zur Folge hat. Beleuchtet werden sowohl die Herausforderungen, die sich für kritisch verschuldete Länder ergeben, als auch die einzelnen Argumente gegen Schuldenerleichterungen. Außerdem werden die Motive der beteiligten Akteure kritisch hinterfragt und Empfehlungen gegeben, wie Schuldnerländer dem Dilemma aus notwendiger Schuldenerleichterung und der Gefahr höherer Kreditkosten entkommen können.⁶

1. DIE AKTUELLE HERAUSFORDERUNG FÜR ÄRMERE LÄNDER

Die G20 haben richtigerweise erkannt, dass Schuldenerleichterungen eine geeignete Unterstützung für die Länder sind, die in der frühen Phase der Pandemie nicht über ausreichende finanzielle Mittel verfügten, um ein wirksames Krisenmanagement zu betreiben und die Wirtschaft zu stützen. Dadurch müssen nicht von Gebern aufwendig neue Mittel akquiriert werden, sondern es werden Hartwährungsbestände, die bereits im Besitz der betroffenen Länder sind, umgewidmet. Effizienter lässt sich fiskalischer Spielraum nicht schaffen.

Doch wenn ein solches Moratorium nicht umfassend umgesetzt wird, besteht die Gefahr, dass diese Spielräume nicht wie vorgesehen für die Finanzierung von Krisenbewältigung genutzt werden, sondern vielmehr dafür, den Schuldendienst an Gläubiger, welche sich nicht an den Schuldenerleichterungen beteiligen, aufrechtzuerhalten. Diese wären ohne Schuldenerleichterungen der öffentlichen Gläubiger möglicherweise von unregelmäßigen Zahlungseinstellungen betroffen gewesen, weil die Schuldnerstaaten durch pandemiebedingte Einbrüche ihrer Wirtschaft keine Mittel mehr für den laufenden Schuldendienst gehabt hätten. In dieser Rolle finden sich nach den Zugeständnissen des öffentlichen Sektors vor allem private ausländische Banken und die ebenfalls privaten Inhaber öffentlicher Anleihen.

Tatsächlich hat es seit der Schaffung der DSSI im April 2020 nicht einen einzigen Zahlungsaufschub von privater Seite für eines der in die DSSI einbezogenen Länder gegeben.⁷

1 Das Schuldenmoratorium sieht eine barwertneutrale Verschiebung des laufenden Schuldendienstes für 2020 und 2021 in die Jahre 2023 bis 2027 vor. Dadurch sollte ärmeren Ländern zusätzlicher fiskalischer Spielraum für die Bewältigung der Folgen von COVID-19 eingeräumt werden. Die Initiative wurde zweimal verlängert, zuletzt final bis Ende 2021.

2 *Common Framework for Debt Treatment beyond the DSSI*. Siehe *Extraordinary G20 Finance Ministers and Central Bank Governors' Meeting Final Statement*, 13.11.2020 (https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/world/G7-G20/G20-Documents/2020-11-13-extraordinary-g20fmcgbg-statement-of-november-13.pdf%3F__blob%3DpublicationFile%26v%3D6).

3 Vgl. zum Beispiel: *Africa needs to be wary of the unintended consequences with a moratorium on its debt*, Quartz Africa, 11.05.2020 (<https://qz.com/africa/1855578/africa-needs-to-be-wary-of-consequences-of-debt-moratorium/>).

4 Vgl. Weltbank: *COVID 19: Debt Service Suspension Initiative* (<https://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/covid-19-debt-service-suspension-initiative> abgerufen am 04.06.2021).

5 Beschlossen ist die zeitweilige Aussetzung des Schuldendienstes nur für öffentliche Gläubiger_innen, die Mitglieder der G20 oder des Pariser Clubs sind. Allerdings hat diese Gruppe von vornherein die Gleichbehandlung privater Gläubiger_innen gefordert, dies allerdings bislang nicht umgesetzt.

6 Diese Analyse baut auf die folgende Veröffentlichung vom 11.09.2020 auf: *Schuldenerleichterung? Nein danke!* (<https://www.ipg-journal.de/regionen/global/artikel/schuldenerleichterung-nein-danke-4637/>).

7 Für eine Einbeziehung des privaten Sektors in Schuldenerleichterungen hat sich im G20-Kreis nach eigenen Angaben auch die Bundesregierung stets eingesetzt, so Staatssekretär Wolfgang Schmidt im Interview mit [erlassjahr.de](https://www.erp.de/erlassjahr.de). Siehe: *Schulden mit noch mehr Schulden bekämpfen? Ein Gespräch mit Wolfgang Schmidt und Patricia Miranda*, [erlassjahr.de/Misereor](https://www.erp.de/erlassjahr.de/Misereor): Schuldenreport 2021.

Die G20 argumentierten bei Schaffung des *Common Framework* im November 2020, dass bei richtigen Umschuldungsverhandlungen der Privatsektor durch die Vorgabe der sogenannten Gleichbehandlung auf jeden Fall einbezogen werden kann und muss.⁸ Im Rahmen der Gleichbehandlungsklausel, die Teil der Umschuldungsvereinbarungen zwischen Schuldner und den betreffenden G20-Regierungen ist, werden die Schuldner verpflichtet, mit allen Gläubigern, die nicht Teil der G20 oder des Pariser Clubs sind – also vor allem mit privaten Gläubigern – (mindestens) gleichwertige Vereinbarungen zu Schuldenerleichterungen zu treffen. Wie Schuldner private Gläubiger ohne eine Rechtsgrundlage und entgegen gültiger Kreditverträge davon überzeugen sollen, derartige Konzessionen hinzunehmen, verraten die G20 und der Pariser Club nicht. Und das *Common Framework* enthält auch keinerlei Instrumente, um die Schuldner dabei zu unterstützen, Gleichbehandlung durchzusetzen.⁹ Die Afrikanische Entwicklungsbank forderte daher im Rahmen ihres *African Economic Outlook* im März 2021 stringendere Gleichbehandlungsklauseln, die auch die G20-Regierungen in die Pflicht nehmen, den Einbezug des Privatsektors durchzusetzen.¹⁰

Da es keine verbindlichen Mittel gibt, den Privatsektor mit in die Verantwortung zu nehmen, wurde diese Politik im Rahmen früherer Umschuldungsvereinbarungen des Pariser Clubs, von dem das Prinzip der Gleichbehandlung stammt, bisher unterschiedlich umgesetzt. Nach 2010 scheint sie meist funktioniert zu haben, aber auch in dieser Zeit gab es offenbar Privatgläubiger, die ihre Forderungen einfach aufrechterhalten haben, auch wenn sie vorläufig nicht mehr bedient wurden. Sie hofften wohl, die Altforderungen doch noch in voller Höhe (ggf. samt Straf- und Verzugszinsen) eintreiben zu können, wenn der Schuldner sich wirtschaftlich erholt hat – oder die Forderungen an einen sogenannten Geierfonds¹¹ verkaufen zu können, wenn auch mit einem hohen Abschlag.

Im Kontext der COVID-19-Krise und der G20-Maßnahmen bauten private Gläubiger ein wirksames Bedrohungsszenario auf, um Länder davon abzuschrecken, Schuldenerleichterungen, die eine Beteiligung des Privatsektors vorsahen, in Anspruch zu nehmen. Der Diskurs zur DSSI in der öffentlichen Berichterstattung legitimierte sogar zuneh-

mend deren Nicht-Beteiligung: Immer wieder wurden und werden Banker_innen und Fondsmanager_innen mit der Aussage zitiert, dass Schuldenerleichterungen die künftige Kreditaufnahmen verteuern könnten und damit letztlich den Interessen der verschuldeten Länder zuwiderliefen.¹² Ratingagenturen ließen sich schon in der Frühphase der Initiative für diese Botschaft einspannen und auch die Finanzminister_innen von begünstigten Ländern wiederholten sie und begründeten damit ihre Ablehnung des G20-Angebots.¹³ Selbst der Sprecher der im Pariser Club versammelten öffentlichen Gläubiger, die zuvor noch an den Privatsektor bezüglich einer Beteiligung appelliert hatten, ließ sich schlussendlich auf diese Logik ein. Am 25. Juni 2020, zum Abschluss eines G20-Arbeitsgruppentreffens,¹⁴ vermeldete der stellvertretende Vorsitzende des Pariser Clubs Guillaume Chabert: Dass inzwischen 41 Länder das Moratorium in Anspruch nehmen würden, sei auch dadurch möglich geworden, dass die Einbeziehung des Privatsektors ausdrücklich nicht (mehr) zur Bedingung gemacht worden sei.

2. ARGUMENTE GEGEN SCHULDENERLEICHTERUNGEN UND IHRE PLAUSIBILITÄT

Am weitesten ging in der Frühphase der DSSI die Aussage, schon die Inanspruchnahme des Schuldendienstmoratoriums gegenüber einer aus der Sicht privater Gläubiger dritten Partei (den öffentlichen Gläubigern aus den G20 und dem Pariser Club) würde sich negativ auf den künftigen Kapitalmarktzugang auswirken.¹⁵ Hintergrund war unter anderem der – wenn auch nicht verbindliche – Aufruf der G20 an Privatgläubiger, sich ebenfalls zu beteiligen. Das Argument ist eigentlich auch aus Sicht des Privatsektors nicht stichhaltig, da Zugeständnisse von dieser dritten Seite naturgemäß die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass die Schulden an die privaten Gläubiger zurückgezahlt werden. Ähnlich gilt dies auch für die Drohung mit negativen Konsequenzen für den Fall, dass das Schuldnerland echte Schul-

⁸ Siehe Aussagen des Chefökonom des Bundesfinanzministeriums im Rahmen der Online Expert Discussion: *Debt Relief as response to the corona-induced recession*, 25.09.2020 (<https://www.youtube.com/watch?v=pWcJ9at18Uk&t=806s>).

⁹ Fitch hebt sogar ausdrücklich und anerkennend hervor, dass eine Beteiligung des Privatsektors unter dem *Common Framework* nicht zwingend ist. Siehe Fitch Ratings (2021): *G20 Common Framework and Private Sector Restructurings*, S.3.

¹⁰ Siehe <https://www.afdb.org/en/documents/african-economic-outlook-2021>, ab Seite 84.

¹¹ »Geierfonds« ist eine abwertende Bezeichnung für Investment- bzw. Hedgefonds, die darauf spezialisiert sind, die Schulden von zahlungsunfähigen Staaten während einer Krise billig aufzukaufen, um dann vor Gerichten die volle Schuldsumme einzuklagen. Diese übersteigt oft den Erwerbspreis um ein Vielfaches. Das Ganze geschieht ohne Rücksicht auf die Situation des Schuldners/der Schuldnerin. Der Name Geierfonds spielt auf Geier an, die geduldig kreisen, um schließlich von der Schwäche ihres Opfers zu profitieren.

¹² Zuletzt äußerten sich Vertreter_innen des Privatsektors im April 2021 bei der IWF- und Weltbank-Frühjahrstagung (vgl. beispielsweise Aussagen von Julie Monaco von der Citi Bank bei der virtuellen Weltbankveranstaltung *Rethinking Debt: Financing the Future Amid Crisis*, <https://live.worldbank.org/rethinking-debt-financing-the-future>) und beim *UN Financing for Development Forum* (vgl. Aussagen von Clay Lowery vom Institute of International Finance bei der Podiumsdiskussion *Strengthening private creditor and credit rating agencies contribution to pandemic response and recovery* am 14.04.2021).

¹³ Vgl. *Kenya refrains from G20 Debt Relief Initiative*, 16.05.2020 (<https://kenyanwallstreet.com/kenya-refrains-from-g20-debt-relief-initiative/>).

¹⁴ Vgl. G20 (2020): *Working Group Report* (<http://www.publicnow.com/view/B3B830A5D0E1BE795FDE16A4C6EB635D3CE266C3>).

¹⁵ Siehe eine übersichtliche Zusammenstellung der Reaktionen privater Akteure von White&Case: *The G20 Debt Service Suspension Initiative – Reaction from Key Market Participants*, 08.06.2020 (<https://www.whitecase.com/publications/alert/g20-debt-service-suspension-initiative-reaction-key-market-participants>) oder *Private creditors push back against blanket debt relief for Africa*, 15.05.2020 (<https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-africa-creditors-idUKKBN22R1QX>).

denerleichterungen (und nicht nur die Aussetzung des Schuldendienstes) von öffentlichen Gläubigern in Anspruch nimmt, wie sie das *Common Framework* in Aussicht stellt.¹⁶

Zumindest vordergründig plausibler ist das Argument, die Inanspruchnahme eines Moratoriums gegenüber den privaten Gläubigern selbst stelle den künftigen Kapitalmarkt-zugang infrage. Versteht man ein Kreditgeschäft als »Dienst unter Freunden«, ist diese Linie nachzuvollziehen. Sie blendet allerdings aus, dass das Moratorium barwertneutral ist. Das heißt: Die nicht gezahlten Beträge werden ihrerseits zum Ursprungssatz verzinst; damit legt der Gläubiger die ausgesetzten Beträge de facto zu den gleichen Konditionen erneut an, zu denen er bereits ganz freiwillig den ursprünglichen Kredit gewährt hatte. Da Kapitalmarktmittel in der Regel die teuerste aller Kreditformen für Staaten sind, kann es sich dabei schwerlich um ein schlechtes Geschäft für den Gläubiger handeln. Einzig sinnvoll ist das Argument, wenn Gläubiger davon ausgehen müssen, dass das Überschuldungsrisiko eines Landes durch das Moratorium ansteigt und sie damit höhere Verluste fürchten müssen, zum Beispiel weil durch das Moratorium mittelfristig die Schuldenlast steigt. Manche Expert_innen raten daher dazu, Schuldendienstmoratorien mit der Möglichkeit von weitergehenden Schuldenerleichterungen zu kombinieren (was durch den *G20 Common Framework* prinzipiell ermöglicht wird).¹⁷ Doch dieses Argument treibt die privaten Gläubiger in der öffentlichen Debatte bisher nicht um.

Werden private Gläubiger indes gezwungen, sich an echten Schuldenerleichterungen zu beteiligen, erleiden sie tatsächlich einen echten Verlust. Die Beteiligung am *Common Framework* wird von den G20 deutlicher vorausgesetzt als bei der DSSI. Inwieweit sich die Beteiligung an tatsächlichen Umschuldungen dann zu Sanktionierungen bei der künftigen Kreditaufnahme des Schuldners führen kann oder muss, hängt zunächst einmal von mehreren Voraussetzungen ab. Sind die vorzunehmenden Abschreibungen nur gering, erleidet der Gläubiger eventuell gar keinen Verlust, sondern verdient nur etwas weniger.¹⁸ Sind die Abschreibungen substanziell, ist tatsächlich ein echter Verlust eingetreten. Dieser darf allerdings nicht nur an den ursprünglichen Einnahmeerwartungen gemessen werden, sondern auch am Buchwert, zu dem die Anleger einzelne Forderungen in ihren Büchern führen (müssen). Wer als Bank etwa Forderungen an das notorisch nicht zahlende Simbabwe hält, muss nach den Bilanzrichtlinien diese bereits jetzt im Wert reduzieren und dafür gegebenenfalls

(steuerbegünstigte) Rückstellungen bilden. Tritt der Verlust dann tatsächlich ein, nähern Buchwert und realer Wert sich einander an. Solche Abschreibungen müssen von Banken und Anlegern gegenüber privaten Schuldern tagtäglich vorgenommen werden. Für sich alleine sind sie keineswegs ein Grund, das betreffende Unternehmen von künftiger Kreditaufnahme ausschließen, wenn es nach erfolgter Sanierung erneut einen überzeugenden Businessplan vorlegen kann.

Bei den genannten Argumenten greift zudem folgende Fehldeutung: Um dem Schuldner drohen zu können, muss der individuelle Gläubiger so tun, als gebe es wie beim Monopoly nur eine einzige Bank und keine Konkurrenz unter Anlegern. Das aber ist eindeutig nicht der Fall: Auch wenn sich ein einzelner Altgläubiger nach erfolgter Abschreibung im Rahmen der HIPC-Initiative aus einem der begünstigten Länder zurückgezogen hat, gab es genügend andere, die mit Blick auf einen durch die Initiative weitgehend schuldenfrei gewordenen Kreditnehmer durchaus bereit waren, Darlehen zu vergeben. Schließlich waren die zukünftigen wirtschaftlichen Aussichten nach dem Schuldenerlass nun äußerst vielversprechend.¹⁹

Grundsätzlich liegt Argumentationen gegen Schuldenerleichterungen die populäre Annahme zugrunde, dass es verantwortungslosen und verschwendungssüchtigen Regierungen im Globalen Süden Tür und Tor öffnen würde, wenn umfassende (und geordnete) Umschuldungen leichter würden. In der Folge seien Gläubiger gezwungen, die Kreditkosten zu erhöhen. Die Schaffung von Schuldenerlassinitiativen oder grundsätzlichen Regeln, die Umschuldungsverhandlungen effizienter und effektiver gestalten, würde Schuldnerländern leichter zu Schuldenerlassen verhelfen. Diese hätten dann keinen Anreiz mehr, verantwortlich zu haushalten (das »*Moral hazard*«-Argument). Dahinter steht auch die Annahme, dass diejenigen, denen Schulden in welcher Form auch immer erlassen werden müssen, fortan als »schlechte Schuldner« gelten würden – denen, wenn überhaupt, neue Kredite nur noch zu höheren (Zins-)Kosten und gegen Gewährung von Sicherheiten eingeräumt würden. Dieses Argument hat eine hohe öffentliche Wirkmächtigkeit, denn im privaten Kontext, wo Kredite häufig Freundschaftsdienste für einen in Schwierigkeiten geratenen Mitmenschen sind, ist diese Wirkungskette zweifellos überzeugend und gängige Praxis. Allerdings übersieht sie wichtige Unterschiede zwischen einem solchen Freundschaftskredit und der Kreditvergabe an ärmere Staaten:

- Staaten nehmen, wie Unternehmen, Kredite hauptsächlich auf, um Investitionen zu finanzieren, welche aus sich heraus den notwendigen Schuldendienst erwirtschaften. Das ist bei den privaten Freundschafts-

¹⁶ Siehe beispielsweise die Aussage Kevin Daly in *Analysis: Is the 'free ride' over for poor countries' bondholders?*, 02.02.2021 (<https://www.reuters.com/article/ethiopia-debt-g20-analysis-int-idUSKB-N2A22J8>), außerdem unter anderem *Ethiopia's debt relief request to put other DSSI nations under scrutiny*, 01.02.2021 (<https://www.reuters.com/article/ethiopia-debt-morganstanley-idUSL8N2K72Y5>).

¹⁷ Vgl. Hatchondo, J. C., et al. (2020): *Sovereign Debt Standstills*, IMF Working Paper WP/20/290, zum Beispiel S. 2–3.

¹⁸ So etwa in der auf den ersten Blick sehr hohen Abschreibung der Anleiheforderungen an Argentinien 2020. Durch die Gestaltung der künftigen Rückzahlungen machten die Anleihehaber immer noch einen Gewinn auf ihre ursprünglichen Ausleihungen, nur eben einen etwas geringeren.

¹⁹ Das trifft so auch nicht nur auf die Konkurrenz zwischen privaten Gläubigern zu. Nach der Abschreibung des größten Teils der Forderungen »traditioneller westlicher« Gläubiger an die HIPC-Länder hat China sehr offensiv und mit enormen Mitteln den Kreditbedarf zahlreicher für seine globale Strategie interessanter Länder gedeckt.

kreditieren normalerweise nicht der Fall; dort hofft man, dass das normale Einkommen des Schuldners/der Schuldnerin in der Zukunft ausreichen wird, um den gegenwärtigen Kredit zu bedienen.

- Die Motivation des Gläubigers hat nichts mit Freundschaft zu tun. Er tätigt eine Investition, um dadurch ein Einkommen aus Zinszahlungen zu generieren. Für die Frage, ob er damit tatsächlich rechnen kann, ist das Rückzahlungsverhalten des Schuldnerlandes in der Vergangenheit nur einer von zahlreichen zu berücksichtigenden Aspekten. Vor allem geht es um die künftige Rückzahlungsfähigkeit des Schuldners. Diese aber kann durch Schuldenerleichterungen in der Vergangenheit nicht nur nicht beeinträchtigt, sondern ausdrücklich sogar gesteigert oder überhaupt erst hergestellt werden.²⁰ Selbst Kredite im Rahmen von Entwicklungszusammenarbeit sollte man besser nicht als Freundschaftsdienste betrachten, denn sie dienen neben der Besserstellung des Kreditnehmers auch einer Vielzahl von Interessen aufseiten der Gläubiger – von der Beschäftigung der heimischen »Entwicklungsindustrie« aus Expert_innen und Gutachter_innen über die Erschließung von Märkten für die heimische Exportwirtschaft bis hin zu geostrategischen Interessen. Zahlt ein Schuldner solche Kredite eine Weile nicht zurück, bedeutet das nicht automatisch, dass er sich für weitere Finanzierungen disqualifiziert.

Ein weiteres, eher suggeriertes als explizit formuliertes Argument gegen Schuldenerlasse lautet: Wenn der Schuldner nur weiterzahlt, werde er trotz der sich verschlechternden wirtschaftlichen Lage weiter Zugang zum Kapitalmarkt haben. Entsprechend machten Schuldner während der Pandemie die Erfahrung, dass sie von ihren Privatgläubigern weder Schuldenerleichterungen noch Überbrückungsfinanzierungen erhielten.²¹

Tatsächlich orientieren sich aber die Ratingagenturen ebenso wie einzelne Anleger im Hinblick auf die Rückzahlungsfähigkeit des Schuldners vor allem an seiner tatsächlichen wirtschaftlichen und fiskalischen Situation – was völlig logisch ist. Ausschlaggebend für die Verschlechterung oder den Verlust des Zugangs zu Kapitalmarktfinanzierungen (zum Beispiel durch ein schlechteres Rating) ist daher einzig die Frage, ob Schuldenerleichterungen, wenn sie nötig

sind, auch ausreichen, um die Handlungsfähigkeit des Schuldners wiederherzustellen. Fitch Ratings stellte in einer nicht öffentlichen Publikation klar, dass das Rating eines Schuldnerlandes nach der Umschuldung selbstverständlich der Kreditwürdigkeit (und damit dem künftigen Überschuldungsrisiko) entsprechend angepasst wird.²² Würde der *Common Framework* Schuldenstreichungen allerdings kategorisch ausschließen und nur Erleichterungen beim laufenden Schuldendienst ermöglichen, würde also in entsprechend kritisch verschuldeten Ländern die Schuldsituation nicht ausreichend verbessert, weil die Umschuldung nicht weit genug geht, dann würde sich auch die Kreditwürdigkeit (und entsprechend auch das Rating) nicht verbessern. Damit wiederum wäre der zukünftige Kapitalmarktzugang gefährdet.²³ Systematische Untersuchungen vergangener globaler Schuldenkrisen, etwa nach dem Ersten Weltkrieg und in den Schwellenländern zwischen 1978 und 2010, bestätigen die in sich bereits plausible Annahme. Nicht die »zu tiefen Schuldenschnitte« führten in der Vergangenheit stets zu höheren Kosten für alle Beteiligten, sondern die zu zaghafte Umschuldungen, die den Gläubigern möglichst wenig wehtun sollten. Erst weitreichende Schuldenstreichungen brachten Staaten wieder auf den Wachstumspfad und versetzten sie so in die Lage, verbliebene Forderungen an ihre Gläubiger wieder verlässlich zu bedienen.²⁴

Trotzdem dominiert in der politischen Debatte der Blick darauf, dem Gläubiger möglichst wenig wehtun zu wollen.²⁵ Das erklärt auch die Drohung an die Schuldnerländer, bloß keine umfassenden Umschuldungsverhandlungen zu ersuchen.

3. WIRKUNGSGESCHICHTE VON SCHULDENERLEICHTERUNGEN IM HINBLICK AUF DEN KAPITALMARKTZUGANG

Die bisherigen Erfahrungen von Ländern, die die DSSI in Anspruch genommen haben, sind keineswegs so eindeutig wie der postulierte Zusammenhang zwischen Schuldenerleichterung und Kapitalmarktzugang nahelegt: Im April 2021 platzierten Pakistan und die Malediven – beides Länder, die die DSSI in Anspruch nehmen – neue Staatsanleihen. Sie zahlten darauf bis zu 10,3 Prozent. Auf der anderen Seite lag Ghana, welches die Teilnahme an der DSSI ablehnte, bei einer Neu-Platzierung mit 7,3 Prozent deutlich darunter – wenn der Zinssatz auch immer noch recht hoch

²⁰ Ein gutes Beispiel dafür sind die (bislang 37) HIPC-Staaten, die durch die gleichnamige multilaterale Entschuldungsinitiative um das Jahr 2000 überhaupt erst mal Zugang zum internationalen Kapitalmarkt erhalten haben, welchen sie zuvor nicht hatten.

²¹ Siehe beispielsweise die Aussage: *Speaking on behalf of the creditor group, Mr. Kevin Daly, Senior Investment Manager at Aberdeen Asset Management, said: »We expressed our desire to support African countries address liquidity pressures that have arisen due to the crisis, and by ensuring they remain current on their Eurobonds, we believe financing opportunities will materialize soon.«*, in: *Africa's debt load forces negotiations, with China at the center*, 19.05.2020 (<https://www.clbrief.com/africas-debt-load-forces-negotiations-with-china-at-the-center/>). Moritz Krämer beschreibt dies als »Strategie des Nichtstuns«; siehe Krämer, M.: *Bondholders need to forgive some African debt*, Financial Times, 26.08.2020.

²² Fitch Ratings (2021): *G20 Common Framework and Private-Sector Debt Restructuring*, S. 5.

²³ Vgl. ebd.

²⁴ Siehe zum Beispiel Reinhart, C. M., und Christoph Trebesch (2015): *Sovereign Debt Relief and its Aftermath*, HKS Faculty Research Working Paper Series RWP15-028.

²⁵ So wurde in einem Gespräch zwischen europäischen IWF-Exekutivdirektor_innen und europäischer Zivilgesellschaft im Kontext der IWF- und Weltbank-Frühjahrstagung am 07.04.2021 gesagt, dass bei Schuldenerleichterungen die »Latte nicht zu hoch gehängt werden darf, um Gläubiger nicht zu verschrecken« (freie Übersetzung, interne Mitschrift).

liegt. Das trotz hoher Schuldenbelastung ebenfalls die DSSI ablehnende Laos musste eine Anleiheplatzierung abbrechen, weil sich nicht genügend Käufer_innen fanden.²⁶ Vieles spricht dafür, dass der Kapitalmarktzugang in erster Linie von den sogenannten Fundamentaldaten, also unter anderem dem Zustand der Volkswirtschaft und den weiteren wirtschaftlichen Aussichten eines Landes, abhängt und nicht davon, ob eine Schuldenerleichterung in Anspruch genommen wird.

Solche Anhaltspunkte können durch systematische Untersuchungen und im Hinblick auf vergangene Schuldenkrisen bestätigt werden:

- Vor der HIPC-Entschuldung seit 1996 hatte praktisch keines der in die Initiative einbezogenen Länder noch Zugang zum privaten Kapitalmarkt; und wo er doch bestand, war er exorbitant teuer.²⁷ Bis Ende 2020 haben 14 von bislang 37 unter der Initiative entlasteten Länder erfolgreich Anleihen am internationalen Kapitalmarkt platzieren können.²⁸
- Argentinien ist quasi der Inbegriff eines »schlechten Schuldners«. 1956 war es das Land, für dessen Umschuldung der Pariser Club gegründet wurde. Seitdem hat Argentinien nicht weniger als zehn Mal die Zahlungen an seine Gläubiger einstellen müssen. Hinsichtlich der Fragestellung in diesem Papier ist das Interessante daran indes nicht die Zahlungseinstellung, sondern mit welcher Geschwindigkeit Gläubiger nach jedem teilweisen Schuldenschnitt bereits wieder Schlange standen, um dem Land erneut Kredite zu gewähren.
- Auf der globalen Ebene zeigen die Untersuchungen von Andritzky und Schumacher, die die Einnahmen von Anlegern mit und ohne Verluste durch Schuldenschnitte über einen langen Zeitraum betrachtet haben, dass Anleger selbst mit auf den ersten Blick drastisch erscheinenden Schuldenschnitten noch positive Renditen erwirtschaften konnten. Sie lagen sogar höher als alternative Anlagen in risikofreie Papiere, wie zum Beispiel Bundesanleihen.²⁹ In der jüngsten Untersuchung zeigen sie mit aktualisierter Datenlage, dass die Beteiligung an Umschuldungen kein Akt der Barmherzigkeit ist, sondern deutlich im Eigeninteresse der Anleger und ihrer langfristigen Investitionsstrategien liegt.³⁰ Sie

plädieren daher dafür, Umschuldungsprozesse durch die Schaffung von weiteren Regeln zu erleichtern.

- Lang, Mihalyi und Presbitero beobachteten für die (noch kurze) Spanne der Umsetzung der DSSI von April bis September 2020 keine Zunahme, sondern im Gegenteil einen Rückgang der Renditeaufschläge der teilnehmenden Länder im Vergleich zu Ländern, die nicht an der DSSI teilgenommen haben.³¹ Dies wird auch durch weitere Untersuchungen bestätigt.³²

4. KEIN NEUES ARGUMENT: VOM SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURING MECHANISM BIS ZU DEN COLLECTIVE ACTIVE CLAUSES

Das Argument, Schuldenerlasse schlossen Länder nachhaltig vom Kapitalmarkt aus, ist nicht auf den Streit um die DSSI und den *Common Framework* begrenzt. Es flammte bereits bei den meisten Versuchen auf, Umschuldungsverfahren systematisch zu verbessern (siehe Abschnitt 2, »*Moral hazard*-Argument«). Schon in der Vergangenheit trafen Schuldnerländer die Entscheidung, Reformen im Hinblick auf Schuldenerleichterungen zu unterstützen, häufig nicht danach, ob diese Reformen effektivere und fairere Ergebnisse in Umschuldungsverhandlungen erzielen würden. Oder im Hinblick darauf, ob diese sinnvoll sind, um im Krisenfall ihre Volkswirtschaften ausreichend zu stabilisieren. Entscheidend für die Unterstützung von Reformen war die Frage, wie private Investor_innen ihre Unterstützung interpretieren und ob sie entsprechend mit höheren Kreditkosten reagieren würden. Schon in den 1930er Jahren erhielt ein Vorschlag Mexikos für einen umfassenderen Regelungsrahmen bei Schuldenkrisen, vorgestellt bei der panamerikanischen Konferenz in Montevideo, aus diesem Grund keine Zustimmung.

Auch bei gläubigergeführten Prozessen war das Narrativ des Kapitalmarktausschlusses ein Instrument in der Auseinandersetzung. Zum Beispiel beim *Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM)*, mit dem der Internationale Währungsfonds 2002/2003 versuchte, so etwas wie ein globales Staateninsolvenzverfahren unter seiner eigenen Ägide zu schaffen.

Etwas zur gleichen Zeit erschien in der Zeitschrift *Euromoney* ein kritischer Artikel über das Wirken des Pariser Clubs. Mit der provokanten Formulierung »Gulag-sur-Seine« kritisieren die Autor_innen, dass der öffentliche Sektor die wohlmeinenden privaten Geldgeber ärmerer Länder auf unrechtmäßige Weise zwingt, im Rahmen seiner Gleichbe-

²⁶ Vgl. Arnold, T., und M. Jones: Poorest countries will follow a tricky path back to debt markets. Reuters 01.04.2021 (<https://www.reuters.com/article/emerging-debt-eurobonds-idAFL8N2LU1H4>).

²⁷ Ein Teil der DSSI-begünstigten Länder vor allem in Afrika hat den Zugang zum Kapitalmarkt sowieso schon längst verloren (oder nie gehabt).

²⁸ Vgl. Munevar, D.: Sleeping now in the Fire. Sovereign Bonds and the Covid-19 Crisis, EURODAD 2021.

²⁹ Vgl. Andritzky, J., und J. Schumacher (2019): Long Term Returns in Sovereign Bond Markets, IMF WP 19/138.

³⁰ Vgl. Andritzky, J., und J. Schumacher (2021): *Bond returns in sovereign debt crises: The investor's perspective*, 18.01.2021 (<https://voxeu.org/article/bond-returns-sovereign-debt-crises-investors-perspective>).

³¹ Vgl. Lang, V., D. Mihalyi und A. Presbitero (2020): *Borrowing costs after debt relief*, 14.10.2020 (<https://voxeu.org/article/borrowing-costs-after-debt-relief>).

³² Vgl. IWF (2021): Has the DSSI helped lower Sovereign Spreads of Eligible Participating Countries?, IMF Special Series on COVID-19, Washington, DC, forthcoming in IWF (2021): *Regional Economic Outlook Sub-Saharan Africa: Navigating a Long Pandemic*.

handlungspolitik auf Forderungen an ärmere Länder zu verzichten. Aus freien Stücken hätten die Anleger dem niemals zugestimmt. Es wurde versucht, zumindest unerschwellig Solidarität mit den ebenfalls ihres Selbststimmungsrechts beraubten Schuldnerländern zu suggerieren, indem man deren Schwierigkeiten am Kapitalmarkt nach einer in Paris erzwungenen Umschuldung problematisierte³³.

In jüngerer Zeit tauchte das Motiv in der Diskussion um die Einführung und später der Verbesserung von *Collective Action Clauses* (CACs) auf, welche nach dem Scheitern des SDRM allseits als Allheilmittel gegen künftige Schuldenkrisen gehandelt wurden. CACs erlauben es einer Mehrheit von Gläubigern Umschuldungen mit einem Schuldnerland auszuhandeln, an die dann auch eine nicht zustimmende Minderheit unter den Zeichnern einer bestimmten Anleihe oder gar eines kompletten Anleihebestandes gebunden ist. Verschiedene Untersuchungen – zuletzt von Chung und Papaioannou (2020)³⁴ zu Anleiheaufschlägen zwischen 1996 und 2020 – belegen auch hier, dass es keinen Zusammenhang zwischen der Einführung besserer Umschuldungsregeln und Zinsaufschlägen gibt. Tatsächlich seien auch hier Kreditkosten eher gesunken, was die Autoren mit dem Nutzen von geordneteren Verfahren im Krisenfall verbinden.

5. WIE REGIERUNGEN VERSCHULDETER LÄNDER DEM DILEMMA ENTKOMMEN KÖNNEN

Obige Ausführungen haben deutlich gemacht, wie wenig haltbar der beständige Diskurs von Gläubigern ist, dass Moratorien, Umschuldungen und Schuldenschnitte Schuldnern schaden würden.

Allerdings haben die drei großen Ratingagenturen Länder, die die DSSI in Anspruch genommen haben, tatsächlich heruntergestuft. Das allerdings bedeutet weniger, dass die betroffenen Länder anhaltend vom Kapitalmarkt ausgeschlossen sind. Fast keines der betroffenen Länder muss und kann kurzfristig am Kapitalmarkt neue Finanzierungen vornehmen. Vielmehr sind die meisten beim überwiegenden Teil ihrer Außenfinanzierung auf öffentliche Mittel aus multilateralen oder bilateralen Quellen angewiesen. Diese (begrenzten) Finanzquellen aber sind selbstverständlich nicht beeinträchtigt, wenn ein Land eine Schuldenerlassinitiative der G20 und des Pariser Clubs in Anspruch nimmt. Auch hat beispielsweise ein Großteil der DSSI-qualifizierten afrikanischen Länder sowieso seit fast einem Jahr keinen Zugang mehr zum Kapitalmarkt.

Die Herabstufung durch die Agenturen ist vielmehr eine Momentaufnahme, welche eher den Sekundär- als den Primärmarkt beeinflusst. Auf Sekundärmärkten werden Anleihen von Ländern, deren Kreditwürdigkeit bereits als spekulativ oder als (teilweiser) Zahlungsausfall eingestuft worden ist, indes ohnehin nur in sehr geringem Umfang gehandelt.

Für den erneuten oder verbesserten Zugang zu Kapitalmarktfinanzierungen ist entscheidend, wie schnell ein Land wieder in den Bereich eines mittleren Ratings gelangen kann. Und das wiederum hängt vor allem davon ab, ob der Schuldenschnitt hinreichend ist, um mittelfristige Wachstumsperspektiven bieten zu können. Ist das der Fall, wird Ländern auch wieder ein kapitalmarktfähiger Status zuerkannt.³⁵

Nicht zuletzt bedeutet das nach wie vor global niedrige Zinsniveau, dass ein möglicher Ausschluss aus dem Kapitalmarkt nicht lange anhalten wird: Anleger, die in den Industrieländern schwerlich Anlageformen finden, mit denen sie ihre eigenen Kapitalkosten decken können, gieren nach den Zinssätzen jenseits von fünf Prozent, die ärmere Länder anbieten (müssen). Egal, ob ein Land ein gutes oder schlechtes oder sogar gar kein Kreditrating hatte: Immer wieder waren Anleihen in ärmeren Ländern in den Jahren nach der globalen Finanzkrise deutlich überzeichnet – die Nachfrage nach der Anleihe war also höher als das Angebot.

WAS BEDEUTET DAS FÜR DIEJENIGEN, DIE ENTSCHEIDUNGEN ÜBER DIE TEILNAHME AN DSSI UND COMMON FRAMEWORK ZU TREFFEN HABEN?

Länder sollten nicht zögern, Schuldenerleichterungen in Anspruch zu nehmen und Verhandlungen dazu aktiv zu ersuchen. Die Herabstufung ist eine Momentaufnahme, aus der Länder so schnell wie möglich den Weg nach vorne suchen sollten: durch das DSSI-Moratorium, eine echte Schuldenerleichterung unter dem *Common Framework* und die heimischen Reformen, die ohnehin dringend auf den Weg gebracht werden müssen.

Auf keinen Fall sollten Schuldner (und Gläubiger) das Unvermeidbare hinauszögern. Oberstes Gebot sollte sein, die gesundheitliche, soziale und wirtschaftliche Lage so schnell und so umfassend wie irgend möglich zu stabilisieren. Gravierend wäre eine anhaltende Krise, die sich beständig verlängert durch die Versuche, eine solche Stabilisierung unter Wahrung der kurzfristigen Einnahmeerwartungen der eigenen Gläubiger aufrechtzuerhalten.

³³ Vgl. Euromoney (2000): *Paris Club comes under attack*, Issue No. 377, S. 56-61, konkreter Abschnitt auf S. 60.

³⁴ Siehe Chung, K., und Papaioannou, M.: *Do Enhanced Collective Action Clauses Affect Sovereign Borrowing Costs?*, IMF Working Paper WP/20/162.

³⁵ Vgl. Fitch Ratings (2021): *G20 Common Framework and Private-Sector Debt Restructuring*, S. 5.

WAS BEDEUTET DAS FÜR DIE REGIERUNGEN DER G20, DEREN INITIATIVEN ZU SCHEITERN DROHEN?

Die G20-Regierungen haben mit dem Schuldnerland ein gemeinsames Interesse, welches es gegen diejenigen Gläubiger zu verteidigen gilt, die sich nicht kooperativ zeigen. Die G20 sollten Schuldnerländern daher in der Auseinandersetzung mit privaten Gläubigern mit allen rechtlichen und politischen Mitteln den Rücken stärken. Anstatt sich den Einschüchterungsversuchen privater Gläubiger kampflos zu ergeben oder gar diese noch zu unterstützen, sollten sie ihrerseits vor den jeweils heimischen Gerichten ein glaubwürdiges Bedrohungsszenario aufbauen: durch die Androhung, zahlungsunwillige Schuldnerstaaten zu unterstützen. Das schreckt kooperationsunwillige Gläubiger davon ab, bei Zahlungseinstellung des Schuldners/der Schuldnerin Rechtswege zu beschreiten.

ÜBER DIE AUTOR*INNEN

Kristina Rehbein ist Politische Koordinatorin und Geschäftsführung von erlassjahr.de.

Jürgen Kaiser ist wissenschaftlicher und politischer Berater von erlassjahr.de.

IMPRESSUM

Herausgeberin:
Friedrich-Ebert-Stiftung e. V.
Godesberger Allee 149
53175 Bonn
Deutschland

E-Mail: info@fes.de

Registernr.: VR2392
Vereinsregister Bonn
Amtsgericht Bonn

Vorsitzender: Martin Schulz
Geschäftsführendes Vorstandsmitglied: Dr. Sabine Fandrych

Inhaltliche Verantwortung:
Annette Schlicht

Kontakt/Bestellung:
Christiane.Heun@fes.de

Lektorat: Kristina Simons

Gestaltung: Stefanie Brendle

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung e. V.. Eine gewerbliche Nutzung der von der Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) herausgegebenen Medien ist ohne schriftliche Zustimmung durch die FES nicht gestattet. Publikationen der Friedrich-Ebert-Stiftung dürfen nicht für Wahlkampfzwecke verwendet werden.

© 2021

Globale und Europäische Politik

Das Referat Globale und Europäische Politik bietet – in Deutschland, in Brüssel sowie an den UN-Standorten Genf und New York – Beratung für politische Entscheidungsträger*innen, Gewerkschaften sowie zivilgesellschaftliche Organisationen in zentralen Themen der europäischen und internationalen Politik an. Wir identifizieren Transformationsfelder, formulieren konkrete Alternativen und unterstützen unsere Partner darin, Bündnisse für deren Umsetzung zu schmieden.

Dabei denken wir nationale sowie europäische und internationale Politik zusammen. Die Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung und ihr weitgehender politischer Veränderungsanspruch auf eine sozial-ökologische Transformation bietet uns dafür einen klaren Orientierungsrahmen.

Verantwortliche*r Koordinator*in der Publikation:
Annette Schlicht, annette.schlicht@fes.de.

NIE WIEDER EINEN KREDIT?

Wie private Gläubiger Entschuldungsinitiativen torpedieren



Die zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise von der G20 aufgelegten Initiativen zur Schuldenerleichterung werden nur zögerlich in Anspruch genommen. Private Gläubiger haben Ländern, die davon Gebrauch machen wollen, prophezeit, dass sich diese damit langfristig selbst vom Kapitalmarkt ausschließen würden. Das hat wiederum einige der für die DSSI (*Debt Service Suspension Initiative*) qualifizierten Länder bewogen, weiter an die Privatgläubiger zu zahlen, obwohl der IWF längst diagnostiziert hatte, dass ihre Gesamtverschuldung untragbar ist. Allerdings entbehrt das Bedrohungsszenario der Gläubiger je-



der Grundlage. Es ist weder logisch noch empirisch belegbar. In der Vergangenheit hat die Inanspruchnahme von Schuldenerleichterungen nach einer kurzen Übergangsphase, in der ein Land hauptsächlich öffentliche Kredite erhalten konnte, eher zu einem verbesserten oder überhaupt erstmaligen Kapitalmarktzugang der betroffenen Länder geführt. Schließlich sorgt die Streichung untragbarer Altforderungen dafür, dass die Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung jeder neuen Finanzierung steigt. Für verschuldete Länder ist es deshalb niemals ratsam, über ihre Leistungsfähigkeit hinaus weiter zu zahlen. Ein wirt-



schaftlicher Neuanfang ist für den Schuldner nur ohne erdrückende Altschulden möglich. Für die Gläubiger bietet er überdies die Chance auf die verlässliche Bedienung der verbliebenen Schulden – nicht zuletzt, weil das betreffende Land auch für Neuanleger durch den Schuldenerlass attraktiv geworden ist. In der momentanen Situation sollten Schuldnerländer daher darauf bestehen, dass Schuldenerleichterungen schnell und weitreichend umgesetzt werden. Die G20 sind gefragt ihnen dabei in der Auseinandersetzung mit kooperationsunwilligen Gläubigern politisch und rechtlich den Rücken zu stärken.

Weitere Informationen zum Thema erhalten Sie hier:

www.fes.de/themenportal-die-welt-gerecht-gestalten/weltwirtschaft-und-unternehmensverantwortung