

**Mögliche Rolle der ORKB beim Management
öffentlicher Schulden und der Begrenzung
finanzwirtschaftlicher Gefahren**

INTOSAI-Ausschuss zum Thema öffentliche Schulden

Februar, 2003

Mögliche Rolle der ORKB beim Management öffentlicher Schulden und der Begrenzung finanzwirtschaftlicher Gefahren

“Es wird wieder eine Itwirtschaftskrise geben. Sie wird einen anderen
Auslöser haben und ein anderes Land betreffen. Aber der Vorgang
als solcher wird sich wiederholen.”

George Muñoz, Overseas Private Investment Corporation

Zusammenfassung	5
Einleitung	7
A. Erleichterter Zugang zu den Kapitalmärkten und gestiegene Risiken	9
B. Folgerungen aus den Finanzkrisen der letzten Jahre für das Schuldenmanagement	12
<i>i. Schwellen- und Entwicklungsländer</i>	<i>16</i>
<i>ii. Industrieländer</i>	<i>18</i>
C. Die mögliche Rolle der ORKB besteht in der Förderung einer sachgerechten Schuldenpolitik und Praxis des Schuldenmanagements	19
<i>i. Rolle der ORKB bei der Förderung einer soliden Schuldenpolitik mit angemessenem Risikomanagement</i>	<i>20</i>
<i>ii. Rolle der ORKB bei der Verbesserung der Öffentlichkeitsarbeit hinsichtlich der staatlichen Finanzlage</i>	<i>23</i>
<i>iii. Rolle der ORKB: Hinwirken auf die Inkraftsetzung eines angemessenen Regelwerks für und einer angemessenen Aufsicht über das Kreditwesen</i>	<i>25</i>
Schlussbemerkungen	29
Anhang I Finanzkrisen der letzten Jahre	33
Finanzkrise in Mexiko 1994-1995	33
Südostasienkrise 1997	35
Russlandkrise 1998	38
Anhang II Glossar zu finanziellen und operativen Risiken	41
Risiko der Umschuldung oder refinanzierung (Rollover)	41
Liquiditätsrisiko	42
Marktrisiken	42
Kreditrisiko	44
Operatives Risiko	44



Anhang III	Nutzung von Frühwarnindikatoren zur Risikoanfälligkeit im Rahmen der Risikoüberwachung	45
	Einleitung.....	45
1. Rolle der Gefährdungsindikatoren		46
Tabelle 1	Beispiele für die Unbrauchbarkeit traditioneller wirtschaftlicher Indikatoren für die Vorhersage der bereits einsetzenden Südostasienskrise	48
2. Beispiele für Gefährdungsindikatoren		49
Tabelle 2	Beispiele für Gefährdungsindikatoren hinsichtlich Verschuldung und Liquidität	50
	<i>i. Indikatoren für die Inlands- und Auslandsverschuldung.....</i>	<i>52</i>
	<i>ii. Liquiditätsindikatoren</i>	<i>54</i>
3. Beispiele für Indikatoren zur Risikoabschätzung für den Sektor Finanzdienstleistungen.....		57
Tabelle 3	Beispiele für Indikatoren zur Gefährdung des Finanzsektors.....	57
Anhang IV	Beispiele neuerer Initiativen zur Offenlegung von Daten.....	58
Quellennachweis		61

Zusammenfassung

Öffentliches Schuldenmanagement findet derzeit unter sehr schwierigen und komplexen Rahmenbedingungen statt. Ein globaler Kapitalmarkt bietet zahlreiche Vorteile (z.B. leichteren Zugang zu einem größeren Kapitalangebot zu niedrigeren Kosten, effizientere nationale Kapitalmärkte und die Möglichkeit, mit Hilfe neuartiger Finanzierungsinstrumente die Risiken zu beschränken). Treten jedoch unvorhergesehene Ereignisse ein, z.B. eine wirtschaftliche Rezession mit entsprechendem Rückgang vom Steuereinnahmen, sieht sich die öffentliche Schuldenpolitik gegebenenfalls mit bedeutenden Gefahren konfrontiert. Wirtschaftliche Rückschläge könnten sich auf die Auslandsverschuldung der betreffenden Volkswirtschaft auswirken, was erhebliche Gefahren nicht nur für die Wirtschaft allgemein sondern auch für die öffentliche Finanzwirtschaft mit sich bringen kann. Als Beispiele aus der jüngsten Zeit könnten wirtschaftliche Krisen in Schwellenländern dienen.

In diesen Fällen hat sich gezeigt, dass ein wirtschaftlicher Rückschlag sehr schnell zu einer Finanzkrise mit gravierenden Folgen für die staatliche Schuldenpolitik und die öffentlichen Haushalte führen kann. Hier kann die staatliche Finanzkontrolle einen Beitrag leisten, indem sie darauf hinwirkt, dass zur Wahrung der erforderlichen politischen Entscheidungsspielräume eine solide Schuldenpolitik mit angemessenem Risikomanagement betrieben wird, dass die betreffenden Finanzdaten entsprechend den Grundsätzen der Haushaltswahrheit und -klarheit offengelegt und eine wirksame staatliche Aufsicht über die Kreditwirtschaft eingerichtet und wahrgenommen wird, um die sich aus künftigen Forderungen und Verpflichtungen der öffentlichen Hand sowie aus Entwicklungen in der privaten Wirtschaft ergebenden Risiken so gering wie möglich zu halten. Hierbei muss jedoch zunächst geprüft werden, ob die Rechtsgrundlagen der Tätigkeit der betreffenden ORKB die Befugnis zu entsprechendem Tätigwerden abdecken. Insbesondere wenn der Tätigkeitsschwerpunkt der ORKB in der Praxis (gegebenenfalls wegen eines begrenzten Mandats) bisher auf der Recht- und Ordnungsmäßigkeitsprüfung gelegen hat, kommt es bei der Befassung der Finanzkontrolle mit der Schuldenpolitik zu einem qualitativen Übergang in den Bereich der Wirtschaftlichkeitsprüfung bzw. Beratung.



Im einzelnen könnten die ORKB mit einer Wirtschaftlichkeitsprüfung des Schuldenmanagements folgende Ziele anstreben:

- 1. Schutz der öffentlichen Finanzwirtschaft durch Hinwirken auf ein solides und sachgerechtes Schuldenmanagement,*
- 2. Einwirken auf die Regierung im Sinne einer stärkeren Beachtung finanzpolitischer Gefahren und einer stärkeren Gewichtung des Risikomanagements innerhalb der Schuldenpolitik.*

Die ORKB könnten auch auf eine verstärkte und verbesserte Offenlegung von Finanzdaten hinwirken und auf die Notwendigkeit eines angemessenen Regelwerks und einer wirksamen Aufsicht für den Bereich der Finanzdienstleistungen hinweisen. Damit könnten die ORKB

- 3. Die Regierungen zur Verbesserung der Rechenschaftslegung über die öffentlichen Finanzen und zu einer sachgerechteren Darstellung der öffentlichen Schulden bewegen, damit die finanzwirtschaftlichen Gefahren und Haushaltsrisiken besser abgeschätzt werden können.*

Die ORKB könnten prüfen, inwieweit die Regierungen den Anforderungen an eine wahre und klare Darstellung der finanziellen Verhältnisse der öffentlichen Hand entsprechen. Schließlich können die ORKB bei ihrer jeweiligen Regierung darauf dringen, dass diese die international erarbeiteten Normen für die statistische und finanzwirtschaftliche Berichterstattung einhalten.

- 4. Die ORKB könnten es sich darüber hinaus zur Aufgabe machen, bei den Regierungen darauf hinzuwirken, dass die Regelwerke für und die Aufsicht über den Bereich der Finanzdienstleistungen entsprechend internationalen Normen gestaltet werden, um dadurch die Gefahren abzuwehren, die andernfalls der öffentlichen Hand als Kreditgeber aus negativen Entwicklungen im privatwirtschaftlichen Bereich erwachsen könnten.*

Einleitung

1. Im vorliegenden Papier werden die möglichen Rollen der Obersten Rechnungskontrollbehörden (ORKB) bei der Begrenzung von Gefahren für die öffentliche Finanzwirtschaft sowie der Gefahr allgemeiner Wirtschaftskrisen besprochen. Es wird dargelegt, dass die ORKB die Verbesserung des Schuldenmanagements und der Offenlegung von Finanzdaten sowie die Erstellung und Inkraftsetzung eines wirksamen Regelwerks für den Wirtschaftszweig der Finanzdienstleistungen und die Aufsicht über diesen fördern können.
2. Die ORKB haben keine unmittelbare Rolle bei der Festlegung der staatlichen Schuldenpolitik und bei der Vorgabe von Regeln für die Offenlegung von Finanzdaten. Auch haben sie keine originäre Zuständigkeit für die Regulierung und Beaufsichtigung des Wirtschaftszweigs Finanzdienstleistungen. Von den Befugnissen der ORKB und der Stichhaltigkeit ihrer Argumente hängt es ab, ob und in welchem Umfang sie auf das Management der öffentlichen Schulden einwirken kann. Das jeweilige Prüfungsmandat könnte aber den ORKB die Möglichkeit eröffnen, zugunsten einer soliden und stabilisierenden Praxis des Schuldenmanagements auf die Politik einzuwirken. Wie weiter noch unten noch dargelegt wird, findet das Schuldenmanagement unter den Rahmenbedingungen eines komplexen Kapitalmarkts statt, die zum Scheitern einer nicht sachgerechten Schuldenpolitik und zur massiven Einengung des finanzpolitischen Spielraums einer Regierung führen können. Zur Bearbeitung dieses Themas dürften die ORKB auf neue interdisziplinäre Methoden angewiesen sein.
3. Durch diese Tätigkeiten könnten die ORKB eine unterstützende Rolle bei der Prävention von Finanzkrisen und der Abwehr von Gefahren für die öffentliche Finanzwirtschaft spielen, insbesondere da die Weltwirtschaftsführer diesen Problemstellungen hohe Priorität eingeräumt haben. Das Schlusskommuniqué des Treffens der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G-20 vom Oktober 2000 in Montreal formulierte klare gemeinsame Zielvorgaben:



"Wir vereinbaren, den sich herausbildenden internationalen Konsens über politische Maßnahmen zur Verminderung der Gefährdung einzelner Volkswirtschaften durch Finanzkrisen umzusetzen, und zwar mittels entsprechender Wechselkursregelungen, vorsichtigen Managements der Verbindlichkeiten, der Einbeziehung des privaten Sektors in die Krisenprävention und -behebung sowie der Verabschiedung von Regelwerken und Normen in Schlüsselbereichen wie Transparenz, Datenverbreitung, Marktintegrität und Ordnungspolitik für den Sektor Finanzdienstleistungen." (25. Oktober 2002).

4. In Abschnitt A wird erläutert, warum die Kreditaufnahme bisher so leicht gewesen ist und erörtert die Folgen der massiven Kreditaufnahme. Abschnitt B stellt die Auswirkungen der Finanzkrisen der letzten Zeit auf die Schuldenpolitik dar. Eine Schlussfolgerung ist, dass eine solide Schulden- und Risikomanagementpolitik Voraussetzung für den Schutz der öffentlichen Finanzwirtschaften einzelner Staaten ist. Abschnitt C ist stärker normativ und stellt für die ORKB erstrebenswerte Rollen bei der Förderung einer angemessenen Schulden- und Risikomanagementpolitik, Offenlegungspolitik und Regulierungs- und Aufsichtspolitik für das Kreditwesen dar. Das vorliegende Dokument enthält 4 Anhänge. In Anhang I werden die Ursachen der Finanzkrisen in Mexiko, Südostasien und Russland untersucht, und zwar auf die zu Grunde liegenden Fehlentwicklungen und die Gründe für die Gefährdung der jeweiligen staatlichen Finanzwirtschaft. In Anhang II werden die Risiken behandelt, die das öffentliche Schuldenmanagement erkennen, überwachen und unter Kontrolle halten muss. Anhang III behandelt die Rolle von Gefährdungsindikatoren für das rechtzeitige Erkennen einer Verschlechterung der Wirtschaftslage, die schließlich die öffentliche Finanzwirtschaft gefährden können. Das vorgeschlagene Instrumentarium könnte beim Schuldenmanagement zur Feststellung möglicher Schwachstellen in der staatlichen Schuldenpolitik und von Verschlechterungen der Finanzlage des privaten Sektors genutzt werden. In Anhang IV sind Initiativen der jüngsten Zeit zur Verbesserung der Transparenz und der Offenlegung einschlägiger Daten dargestellt.

A. Erleichterter Zugang zu den Kapitalmärkten und gestiegene Risiken

5. Viele Veränderungen sowohl auf der Angebots- als auch der Nachfrageseite der nationalen und internationalen Kapitalmärkte haben in den 1990er Jahren zu einem raschen Anstieg des verfügbaren Kapitals geführt. Eine größere Markttiefe bei den nationalen Kapitalmärkten, die moderne Informationstechnik und weiterentwickelte Finanzierungsinstrumente haben eine Ausweitung der Kreditaufnahme ermöglicht. Weitere Faktoren können zur Erklärung des explosiven Anstiegs der internationalen Kreditaufnahme insbesondere von Schwellen- und Entwicklungsländern herangezogen werden: der weltweite Rückgang der Zinssätze, der für Anleger die Kapitalmärkte der Schwellenländer attraktiver machte, weil dort noch ein relativ hoher Kapitalertrag zu erzielen war, die Verbesserung der Bonitätseinstufung in Form sog. Ratings aufgrund der Konsolidierung von Auslandsschulden, Deregulierung und wirtschaftliche Strukturreformen, die Wahrnehmung von „Stabilität“ durch Systeme fester Wechselkurse, die Internationalisierung der Unternehmen der Kreditwirtschaft und der Zugang zu Konsortialkrediten. Alle diese Faktoren haben den Zufluss privaten Kapitals in die Volkswirtschaften der Schwellen- und Entwicklungsländer (besonders in Form kurzfristiger, auf ausländische Währung lautender kurzfristiger Kredite) massiv verstärkt, weil die Risiken als niedrig, die Ertragschancen als hoch eingeschätzt wurden. Auf China, Brasilien Mexiko, Thailand und Indonesien entfielen zwischen 1990 und 1997 50 % der weltweiten Zuflüsse von privatem Kapital (Lopez-Mejia, 1999). Für 1996 wurde der Gesamtbetrag der von den Volkswirtschaften der Entwicklungs- und Schwellenländer emittierten Schuldtitel auf 1,5 Billionen beziffert (was 25 % des gesamten Bruttoinlandsproduktes der betreffenden Länder und 300 % ihrer Devisenreserven entspricht) (Cassard, Folkerts-Landay, 1997). Diese außerordentlich großen Kapitalmengen kurbelten die Konjunktur stark an und ermöglichten die Finanzierung hoher Leistungsbilanzdefizite.
6. Das Schuldenmanagement in diesen Ländern sieht sich anderen Kapitalmarktbedingungen gegenüber. Wegen



fehlender Tiefe und Liquidität der betreffenden Kapitalmärkte und deren Unzulänglichkeit als Basis für inländische Finanzierungsinstrumente bleibt vielen Regierungen kaum eine andere Wahl als die Emission von auf ausländische Währung lautenden Schuldtiteln. Dabei sind sie oft nicht fähig, Wechselkurs- oder Zinsrisiken durch sog. Hedging abzusichern.

7. Die Regierungen entwickelter Länder haben dagegen Zugang zu inländischen Kapitalmärkten mit entsprechender Tiefe und beschränken daher in der Regel die Emission von auf ausländische Währung lautenden Schuldtiteln. Länder wie Kanada, Dänemark oder Neuseeland nehmen Fremdwährungskredite allenfalls zwecks Bildung von Devisenreserven auf. Die Finanzwirtschaften entwickelter Länder sind dank ausdifferenzierter inländischer Kapitalmärkte und dem uneingeschränkten Zugang des Staates zu Krediten vor Risiken und Gefahren viel besser geschützt.
8. Der bessere Zugang zu Kapital über die internationalen Finanzmärkte hat in vielen Fällen großen wirtschaftlichen Nutzen in Form von Wirtschaftswachstum, höherem Lebensstandard und verringerter Armut gestiftet. Bei Verschlechterung der Wirtschaftslage führen die Schwächen der Kapitalmärkte jedoch leicht zu einer Destabilisierung. Umfangreiche Kapitalströme können sich plötzlich umkehren. Das Institute of International Finance meldete, dass die Zuflüsse privaten Kapitals in die Schwellenländer 1996 mit 327 Milliarden Dollar ihren Höhepunkt erreichten, 1997 auf 260 Milliarden Dollar und 1998 auf 152 Milliarden Dollar sanken (Institute of International Finance, 1998, S.7). Der Abfluss privaten Kapitals aus Korea belief sich 1996-97 auf über 42 Milliarden US-Dollar (9 % des Bruttoinlandsprodukts). Für Thailand betrug der entsprechende Wert im gleichen Jahr 25 Milliarden US-Dollar (15 % des Bruttoinlandsprodukts). Der Kapitalabfluss aus Mexiko belief sich 1995 auf über 55 Milliarden Dollar (12 % des Bruttoinlandsprodukts) (Lopez Mejia, Tabelle 2).
9. Schlechtes Schulden- und Risikomanagement (einschließlich des Managements der Devisenreserven), unzureichende

Offenlegung der einschlägigen Daten und Schwächen bei der Aufsicht über den Markt der Finanzdienstleistungen sind Faktoren, die die öffentliche Finanzwirtschaft und die Volkswirtschaft insgesamt gefährden und zu einem regelrechten wirtschaftlichen Schock führen können. So kann eine hohe öffentliche und private Verschuldung gegenüber dem Ausland die Gefahren für die öffentlichen Finanzwirtschaft eines Staates erhöhen. Viele Schwellen- und Entwicklungsländer finanzieren häufig ihr Wirtschaftswachstum, ihr hohes Leistungsbilanzdefizit, ihre öffentlichen Ausgaben und ihre hohe öffentliche Verschuldung aus den in die Schwellenländer fließenden Kapitalströmen. Die Finanzkrisen der letzten Jahre haben gezeigt, dass diese Finanzierung manchmal vor dem Hintergrund eines schwachen Steueraufkommens und einer währungspolitischen Schwäche sowie einer Verschlechterung der Fundamentaldaten im Bankensektor erfolgt.

10. Trotz dieser verbreiteten Schwächen können Schwellen- und Entwicklungsländer Kapital anlocken, da sie oft mit einem System fester Wechselkurse bzw. der Anbindung an eine Leitwährung arbeiten. Solche Regelungen vermitteln den Kapitalanlegern den Eindruck, das Risiko von Wechselkursschwankungen werde vom jeweiligen Staat übernommen. Solche Systeme fester Wechselkurse oder Anbindung an eine Leitwährung können sich aber als nicht haltbar herausstellen und die betreffende Währung zum Ziel spekulativer Angriffe machen, wenn z.B. die Geldpolitik des betreffenden Landes kein Engagement für die Geldwertstabilität erkennen lässt, Schwächen im Bankensystem bestehen oder die Devisenreserven als unzureichend angesehen werden. Volkswirtschaften mit hohen, auf ausländische Währung lautenden Verbindlichkeiten und mit starren Wechselkurssystemen der vorgenannten Art können sehr verletzlich für spekulative Angriffe sein. Ein System fester Wechselkurse bricht oft plötzlich zusammen, wofür Mexiko, Thailand und Russland schlagende Beispiele sind. Im Dezember 1994 führten Angriffe auf den Peso zu einem Abschmelzen der Devisenreserven der Zentralbank und zwangen die mexikanische Regierung zur Aufgabe des festen Wechselkurses. Infolge des dadurch bewirkten Abflusses



von ausländischem Kapital konnte der mexikanische Staat seine öffentlichen Schulden nicht refinanzieren. Ähnliches ereignete sich 1997 in Thailand und riss die Währungen benachbarter Länder in den Abwertungssog hinein. In Russland verband sich die Abwertung der Währung mit einem starken Haushaltsdefizit, was die Gesamtsituation noch verschlimmerte. Das jüngste Beispiel für die Finanzkrise einer Volkswirtschaft ist die Türkei, die nach einem Angriff der Spekulation das Fixkurssystem für ihre Währung aufgeben musste.

11. Staaten mit freiem Wechselkurs und Kreditgeber sind ebenfalls nicht immun, da ein Vertrauensverlust an den Märkten zu einem Sinken des Wechselkurses führt. Erscheint es wünschenswert, können die Währungsbehörden unter Einsatz von Devisenreserven und/oder mittels Erhöhung der Leitzinsen intervenieren, um die Währung zu verteidigen. Demnach kann eine Währungskrise zu einem Anstieg des inländischen Zinsniveaus führen. Unabhängig vom Wechselkurssystem können insbesondere Staaten mit hoher öffentlicher und privater Auslandsverschuldung, die gegen Kursschwankungsrisiken nicht abgesichert ist, von einem starken Anstieg der Kosten des Schuldendienstes und einer Erschwerung des Zugangs zu den internationalen Kapitalmärkten betroffen sein (siehe Calvo, 2000). Die Finanzmärkte beurteilen die Angemessenheit des Wechselkurssystems nach dessen Glaubwürdigkeit. Solange die Finanzpolitik nachhaltig ist, die Kreditwirtschaft gut reguliert ist und beaufsichtigt wird, die Geld- und Währungspolitik glaubwürdig ist und ausreichende Devisenreserven vorhanden sind, sollte eine geringe Empfindlichkeit gegen von außen verursachte Verwerfungen bestehen (siehe Edwards, 2000a).

B. Folgerungen aus den Finanzkrisen der letzten Jahre für das Schuldenmanagement

12. In den letzten 25 Jahren hat es weltweit eine große Anzahl von Krisen gegeben, welche die Fähigkeit der Staaten zur Rückzahlung ihrer Schulden beeinträchtigt, zu Haushaltsungleichgewichten und massiven Störungen des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts geführt

haben. Negative Folgen dieser Krisen waren geringeres Wirtschaftswachstum, steigende Armut, politische Instabilität, Störungen des sozialen Friedens. Die jüngsten Finanzkrisen in Mexiko (1994-95), Südostasien (1997) und Russland (1998) brachten starke gesamtwirtschaftliche Verwerfungen, starke Einschränkungen des finanzwirtschaftlichen Spielraums und Liquiditätsengpässe nicht nur bei den unmittelbar betroffenen, sondern auch anderen Staaten der Welt mit sich (siehe Darstellungen 1, 2 und in Anlage I). Die Finanzwirtschaft der betreffenden Staaten erwies sich beim Auftreten starker gesamtwirtschaftlicher Verwerfungen als nicht stark genug. In Brasilien und einigen Ländern Südostasiens mussten die Regierungen fällig werdende Verbindlichkeiten - zu einem erheblichen Teil solche mit kurzen Laufzeiten und niedriger Verzinsung - zu viel höheren Zinssätzen refinanzieren. Unter dem Zwang der Refinanzierung zu wirtschaftlich ungünstigeren Bedingungen (z.B. höheren Zinssätzen, Abwertung der eigenen Währung, Zusammenbruch des Bankensystems und „Streik“ der Kreditgeber) kam es zu einer erheblichen Gefährdung der jeweiligen Finanzwirtschaft. So hatte z.B. Mitte 1999 die koreanische Regierung ca. 39 Milliarden US-Dollar ausgegeben, um Kreditinstitute vor dem Zusammenbruch zu bewahren und notleidende Kredite aufzukaufen. Die entsprechenden Haushaltsausgaben (Verzinsung der zur Finanzierung dieser Rettungsaktion begebenen Staatsanleihen) beliefen sich auf 7 Milliarden US-Dollar (IWF 1999, S. 75). Eine drei Jahre lang anhaltende Rezession in Argentinien hat die jüngste Finanzkrise ausgelöst. Im Hinblick auf im Jahre 2006 fällig werdende Schuldtitel im Gesamtbetrag von 50 Milliarden US-Dollar und die daraus erwachsenden Liquiditätsprobleme kündigte die Regierung im Mai 2001 an, sie werde Inhabern marktgängiger, auf US-Dollar oder Peso lautender Schuldtitel eine Umschuldung für den Gesamtbetrag von 66,7 Milliarden US-Dollar mit Fälligkeiten bis ins Jahr 2031 anbieten, um damit den Finanzierungsengpass zu umgehen. Während die jährlichen Kapitalrückzahlungen dadurch verringert werden, steigen trotzdem die Kosten des Schuldendienstes insgesamt, da Argentinien die neu zu emittierenden Schuldtitel mit höherer Verzinsung ausstatten müssen, um den Inhabern der



Titel das durch die längere Fristigkeit ihrer Forderungen entstehende Risiko und die Transaktionskosten zu vergüten. In jüngster Zeit war wegen des Ausfallrisikos und des möglichen Dominoeffekts auf die Nachbarstaaten erhebliche Nervosität unter den ausländischen Anlegern zu verzeichnen.

13. Das Zusammentreffen von Risikoscheu auf den Kapitalmärkten mit der Schwäche der Finanzwirtschaft einzelner Länder kann das öffentliche Schuldenmanagement erschweren. Die Ursachen massiver und plötzlich auftretender gesamtwirtschaftlicher Störungen sind von Land zu Land unterschiedlich. Es kann sich dabei um binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte wie eine nicht nachhaltige Haushaltspolitik, um eine Wirtschaftrezession mit entsprechend sinkenden Staatseinnahmen oder eine unzumutbare Geld- und Währungspolitik handeln, die zum Kursverfall einer Währung oder einem Ungleichgewicht der Aktiva und Passiva im privaten Sektor führt und teure staatliche Sanierungsmaßnahmen erforderlich macht. Die Ursachen einer massiven und plötzlich auftretenden gesamtwirtschaftlichen Störung können auch von außen kommen, z.B. in Gestalt international steigender Zinssätze mit entsprechender Verteuerung der staatlichen Finanzierungskosten, eines Verfalls von Rohstoffpreisen mit daraus resultierenden Zahlungsbilanzproblemen, des Kursverfalls einer Währung oder des Übergreifens einer Krise von einem Nachbarland. Auch diese Faktoren stellen erhebliche Gefährdungen für die öffentliche Finanzwirtschaft dar.
14. Die Qualität des öffentlichen Schuldenmanagements beeinflusst die Stabilität der öffentlichen Finanzwirtschaft eines Staates und deren Anfälligkeit für Störungen. Beachtet die staatliche Schuldenpolitik nicht ausreichend die mit ihr verbundenen Risiken und Kosten sowie die gesamtwirtschaftlichen und finanzwirtschaftlichen Gefahrenpotentiale, kann es zu Schwierigkeiten bei der Erfüllung der Verpflichtungen des Schuldendienstes kommen. Die Schuldenpolitik muss insbesondere die schwierige Balance zwischen der Minimierung der Kosten des Schuldendienstes und der Risiken der Refinanzierung sowie

der Marktentwicklung finden. Das Schuldenmanagement muss eine solide Schuldenpolitik erarbeiten und empfehlen, um für ihre Regierung einen finanziellen Mindestspielraum zu wahren. Kern der entsprechenden Maßnahmen ist ein solides Risikomanagement. Das öffentliche Schuldenmanagement muss demgemäß immer die Möglichkeit bestimmter Ereignisse sowie deren mögliche Folgen und Kosten für die öffentliche Finanzwirtschaft berücksichtigen. Ziel muss eine finanzierbare Schuldenpolitik sein, die gleichzeitig die Gefahren für den Staatshaushalt minimiert.

15. Bei der Festlegung der Schuldenpolitik ist es ratsam, auch pessimistische Szenarien zu berücksichtigen - Ereignisse, deren Eintreten im Falle einer unsoliden und nicht stabilitätsorientierten Schuldenpolitik zu einer Schwächung der öffentlichen Finanzwirtschaft führen könnte. Die gesamtwirtschaftlichen Grunddaten und das Verhältnis der Aktiva und Passiva sowohl bei der öffentlichen Hand (einschließlich sog. Eventualverbindlichkeiten) als auch der Privatwirtschaft beeinflusst die Lage der öffentlichen Haushalte und deren Fähigkeit, ihren Verpflichtungen aus dem Schuldendienst nachzukommen. Die Schuldenpolitik darf daher nie in der (irrigen) Annahme isoliert geplant werden, dass das Schuldenmanagement gegen gesamtwirtschaftliche Störungen und Schuldenprobleme des privaten Sektors sozusagen abgeschottet ist.
16. Das Schuldenmanagement wird von den politischen, wirtschaftlichen und institutionellen Rahmenbedingungen beeinflusst und wird deshalb entsprechend den jeweiligen Risiko- und Kostenfaktoren unterschiedlich gehandhabt. So besteht z.B. ein umgekehrtes Verhältnis zwischen der Größe einer Volkswirtschaft und dem Risiko einer Finanzkrise. Die Volkswirtschaften von Schwellen- und Entwicklungsländern mit geringer entwickelten inländischen Finanzmärkten, beschränktem Zugang zu internationalem Kapital und geringerer wirtschaftlicher Diversifizierung sind stärker gefährdet und anfälliger für Krisen, insbesondere wenn es zu deren Übergreifen von einem Nachbarland kommt. Unter solch ungünstigen Rahmenbedingungen bedarf das Schuldenmanagement besonderer Umsicht.



i. Schwellen- und Entwicklungsländer

17. Unter Berücksichtigung der Folgerungen aus den Finanzkrisen der letzten Jahre und der Komplexität der Kapitalmärkte ist es für das Schuldenmanagement der Schwellen- und Entwicklungsländer ratsam, schuldenpolitisch auf die Verringerung der finanzwirtschaftlichen Risiken hinzuwirken. Geht es um die Balance zwischen Kosten und Risiken dürfte es sich empfehlen, im Rahmen des Finanzierbaren die Risikominimierung anzustreben. Anhang II führt die Risiken auf, die bei der Schuldenpolitik zu berücksichtigen sind, u.a. das Umschuldungs- und Liquiditätsrisiko sowie die Risiken schwankender Währungskurse und Zinssätze.

18. Ein Kompromiss zwischen Risikominimierung und Kostenminimierung muss erreicht werden. Die Risiken- und Kostenminimierung kann kostspielig werden. Eine Kreditaufnahme mit im Durchschnitt langen Laufzeiten mindert die Risiken, kann aber bei positiv verlaufender Zinsstrukturkurve sehr teuer sein. Eine Kreditaufnahme mit im Durchschnitt kurzen Laufzeiten ist unter dem Gesichtspunkt der Kosten des Schuldendienstes attraktiv, kann aber sehr riskant sein und die Krisenanfälligkeit der staatlichen Finanzwirtschaft verstärken. Stützt sich das Schuldenmanagement zu stark auf Schuldtitel mit variablem Zinssatz oder kurzer Laufzeit ist die Finanzierung zwar zunächst möglicherweise kostengünstiger, aber die finanzwirtschaftliche Gefährdung größer, da steigende Zinssätze die Kosten des Schuldendienstes in die Höhe treiben können. Die Unterhaltung nur geringer Devisenreserven kann die staatliche Finanzwirtschaft durch mögliche Zahlungsunfähigkeit zum Fälligkeitstermin gefährden. Im Januar 2000 sah sich die neue ukrainische Regierung einer Schuldenlast von 3 Milliarden US-Dollar gegenüber, verfügte aber gleichzeitig nur über Devisenreserven in Höhe von 1 Milliarde US-Dollar. Eine Minimierung der Kosten des Schuldendienstes ohne angemessene Berücksichtigung der Risiken kann noch problematischer sein, berücksichtigt man die Folgen unvorhergesehener Schocks. Für Schwellen- und Entwicklungsländer kann es günstiger sein, höhere

Kosten des Schuldendienstes hinzunehmen, um eine Schuldenstruktur zur Stabilisierung der öffentlichen Finanzwirtschaft zu erreichen.

19. Die Berücksichtigung des schlimmstmöglichen Falles einschließlich der möglichen Auswirkungen von Eventualverbindlichkeiten auf die öffentliche Finanzwirtschaft kann für das Schuldenmanagement hilfreich sein. Eine pessimistische Planung sorgt für den Aufbau eines ausreichenden Polsters (z.B. in Form hoher Devisenreserven) gegen negative Schocks und für eine angemessene Fälligkeitsstruktur. Die Vorgaben für eine solche Schuldenpolitik wurden kürzlich wie folgt formuliert:

"Schuldenmanagement muss auch hinsichtlich der sog. ventualverbindlichkeiten betrieben werden. Sowohl Schwellenländer als auch Industrieländer haben die Erfahrung gemacht, dass Bankinsolvenzen und/oder unzureichende Sicherheitsvorkehrungen zur Stabilisierung des Bankensystems insgesamt die öffentlichen Haushalte stark belasten und die öffentliche Finanzwirtschaft erheblich schwächen können. Ähnliche Folgen können sich aus Bürgschaften der öffentlichen Hand für private Verbindlichkeiten ergeben. Deswegen muss die staatliche Schuldenpolitik immer die Möglichkeit im Auge behalten, dass aus Bürgschaften konkrete Verbindlichkeiten der öffentlichen Hand entstehen können." (Geithner, 1999)

20. Eine andere Option der Schuldenpolitik ist der größtmögliche Rückgriff auf die inländischen Kapitalmärkte. Die Kreditaufnahme auf ausländischen Kapitalmärkten, meist in Form von auf Fremdwährung lautenden Schuldtiteln ohne Absicherung des Wechselkursrisikos, ist wegen der möglichen schwer wiegenden Konsequenzen nicht ratsam. Bei Kursverfall der eigenen Währung können auf Fremdwährung lautende Verbindlichkeiten, für die das Kursrisiko nicht angemessen abgesichert ist, die Staatschuld bei Fälligkeit der Schuldtitel und erforderlicher Umschuldung wesentlich erhöhen und die öffentliche Finanzwirtschaft stark gefährden (z.B. durch drohende Zahlungsunfähigkeit). Dementsprechend kann die scheinbar



kostengünstigere Kreditbeschaffung auf ausländischen Kapitalmärkten sich bei Verschlechterung der Marktlage für das eigene Land bzw. die eigene Währung als äußerst ungünstig erweisen. Ist der inländische Kapitalmarkt im Umfang begrenzt, so dass in hohem Maße Kredite an ausländischen Kapitalmärkten aufgenommen werden müssen, ist es für das Schuldenmanagement ratsam, das Risiko von Wechselkursschwankungen durch Erwerb von Finanzderivaten zu beschränken. Jedoch sind Geschäfte dieser Art sehr komplex, und das Schuldenmanagement muss sich bewusst sein, dass bei unzweckmäßigem Einsatz von Finanzderivaten das gewünschte Ergebnis der Risikobeschränkung sich in sein Gegenteil verkehren kann.

21. Im Hinblick auf die dominierende Rolle des Staates als Emittent am inländischen Kapitalmarkt muss das Schuldenmanagement an diesem Markt behutsam vorgehen und die zu einem gegebenen Zeitpunkt bestehenden Chancen und Risiken sorgfältig abwägen.

ii. Industrieländer

22. Im Falle voll entwickelter Volkswirtschaften mit effizienten inländischen Kapitalmärkten, unbeschränktem Zugang zu diesen und stabiler gesamtwirtschaftlicher Lage steht die Schuldenpolitik weniger unter Druck und ihr Scheitern ist weniger wahrscheinlich, solange es nicht zu außerordentlich ungewöhnlichen Verhältnissen am Markt kommt. Der kanadische Rechnungshof stellte in einem Bericht über das Schuldenmanagement im April 2000 fest, dass die kanadische Regierung trotz verbesserter Steuereinnahmen die Erhöhung des festverzinslichen Anteils ihrer Gesamtverschuldung zu erhöhen. Gleichzeitig seien die Devisenreserven erhöht worden. Der kanadische Rechnungshof kam in dem Bericht zu dem Schluss, die Regierung solle die Struktur ihrer Verschuldung daraufhin überdenken, ob sie vor dem Hintergrund von Veränderungen der Steuereinnahmen, der Wirtschaftslage und der politischen Rahmenbedingungen so noch vertretbar sei. Unter den Bedingungen eines Schuldenrückgangs (und einer positiven Zinsstrukturkurve) könnte die Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeiten irrational sein. Eher angemessen dürfte eine Verkürzung der durchschnittlichen

Laufzeiten im Zuge der Schuldentilgung sein. Es kann ein schuldenpolitischer Fehler sein, die öffentlichen Schulden so zu strukturieren, dass die Solidität überbetont wird, gleichzeitig aber überhöhte Kosten des Schuldendienstes in Kauf genommen werden.

C. Die mögliche Rolle der ORKB besteht in der Förderung einer sachgerechten Schuldenpolitik und Praxis des Schuldenmanagements

23. Die Ereignisse der letzten Jahre und die Globalisierung der Kapitalmärkte haben die Notwendigkeit einer soliden Schuldenpolitik mit entsprechendem Risikomanagement zum Schutz der öffentlichen Finanzwirtschaft noch verstärkt. Die ORKB können es sich zur Aufgabe machen, beim Schutz der öffentlichen Finanzwirtschaft aktiv mitzuwirken, und zwar durch Förderung einer soliden Schuldenpolitik mit angemessenem Risikomanagement und angemessener Publizitätspolitik, die durch wirksame Regulierung und Beaufsichtigung des Bankensektors flankiert wird. Ein solches Engagement der ORKB kann zur Minimierung der mit künftigen Verbindlichkeiten und Forderungen der öffentlichen Hand verknüpften Risiken einschließlich möglicher künftiger finanzieller Belastungen des Staates auf Grund von Fehlentwicklungen in der privaten Wirtschaft beitragen. Es muss sich jedoch im Rahmen der rechtlichen Befugnisse der ORKB bewegen. Eine Mitwirkung der ORKB in diesem Bereich stellt jedenfalls einen Übergang von der traditionellen (oft noch ausschließlich nach dem Kriterium der Ordnungsmäßigkeit wahrgenommenen) Prüfungsfunktion zu einer beratenden Funktion der ORKB dar. Es folgt daraus, dass die ORKB hier kein Testat im Sinne einer „Zuverlässigkeitserklärung“ erteilen können.
24. Der Funktionswechsel kann dahingehend konkretisiert werden, dass die ORKB an Hand von Wirtschaftlichkeitsprüfungen Folgendes leisten können:
1. *Aktive Mitwirkung beim Schutz der öffentlichen Finanzwirtschaft durch Unterstützung einer soliden und weitgehend krisenbeständigen Schuldenpolitik und -praxis;*



-
-
2. *Einwirkung auf die Regierung, um zu erreichen, dass die Gefahren für die öffentliche Finanzwirtschaft angemessen im Auge behalten und dem Risikomanagement hohe Priorität eingeräumt wird.*

Weiterhin könnten die ORKB auf eine zweckdienliche „Öffentlichkeitsarbeit“ und auf angemessene Vorschriften sowie eine entsprechende Aufsicht für den Sektor der Finanzdienstleistungen hinwirken. Daher könnten die ORKB es sich zur Aufgabe machen:

3. *Bei den Regierungen auf eine verstärkte und verbesserte Veröffentlichung finanzieller Informationen, insbesondere der Eckdaten der öffentlichen Verschuldung hinzuwirken, so dass sich das Risiko aus der Verschuldung der Höhe und der Wahrscheinlichkeit seines Eintretens nach besser abschätzen lässt, die Qualität der „Öffentlichkeitsarbeit« der Regierung zu prüfen und darauf hinzuwirken, dass sich diese an internationalen Initiativen zur Verbesserung der Offenlegung der Verschuldung orientiert.*
 4. *Darauf zu drängen, dass die Regierung bei ihren Regulierungs- und Aufsichtsbehörden für den Sektor der Finanzdienstleistungen darauf hinwirkt, bei ihrer Praxis internationale Normen zu beachten, da eine verbesserte Krisenfestigkeit des Sektors der Finanzdienstleistungen auch die Störanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft gegenüber in der Privatwirtschaft aufgetretenen Krisen mindert.*
- i. Rolle der ORKB bei der Förderung einer soliden Schuldenpolitik mit angemessenem Risikomanagement*
25. Die ORKB können es sich zur Aufgabe machen, durch Ordnungsmäßigkeits- und Wirtschaftlichkeitsprüfungen eine solide und krisenfeste Schuldenpolitik mit angemessenem Risikomanagement zu fördern. Die entsprechenden Empfehlungen an das Schuldenmanagement sollten auf einer sorgfältigen Abwägung zwischen Kosten und Nutzen beruhen, und sie müssen mittels zukunftsorientierter Instrumente und einer entsprechenden Risikoanalyse entwickelt werden. Eine solide Schuldenpolitik und Praxis des

Schuldenmanagements können nicht nur zur Eindämmung von Gefahren für die öffentliche Finanzwirtschaft beitragen, sondern auch zu einer langfristigen Verringerung der Zinslast, was wiederum zur langfristigen Solidität des Schuldenmanagements beiträgt. Eine sinnvolle Schuldenpolitik kann auch die Effizienz der Kapitalmärkte verbessern (z.B. indem eine erhöhte Liquidität Zinsaufschläge verhindert).

26. Um Regierungen und Schuldenverwaltungen bei der Erarbeitung einer soliden und krisenfesten Schuldenpolitik zu unterstützen, haben der IWF und die Weltbank Leitlinien für ein sachgerechtes Schulden- und Liquiditätsmanagement der öffentlichen Hand erarbeitet. Beide Organisationen haben gemeinsam allgemeine Grundsätze erarbeitet, die Regierungen dabei unterstützen sollen, die Qualität ihrer Schuldenpolitik zu verbessern und die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft zu verringern (s. IWF 2001a). Dabei wird nicht alles über einen Leisten geschlagen. Es handelt sich bei den Leitlinien um ein Kompendium der übereinstimmend für zweckmäßig und geboten gehaltenen Praxis des Schuldenmanagements mit Elementen wie die Setzung klarer Ziele für das Schuldenmanagement, die Trennung und Koordinierung der Schulden-, Währungs- und Geldpolitik, die Begrenzung der Nettokreditaufnahme, klare Regeln für Zuständigkeit, Transparenz und Rechenschaftspflicht sowie der Festlegung von Benchmarks für die Schuldenstruktur nach Währungen, Laufzeiten und Fälligkeitsdaten. Die ORKB können es sich zur Aufgabe machen, die Regierungen auf den Wert dieser Leitlinien für das Schuldenmanagement hinzuweisen.
27. Die ORKB könnten auch auf die Einrichtung von Mechanismen hinwirken, die den Haushaltsverantwortlichen die möglichen Auswirkungen wirtschaftlicher Schocks auf die öffentlichen Finanzen und die staatliche Schuldenlast deutlich machen.
28. Die ORKB könnten bei den Schuldenverwaltungen darauf hinwirken, dass solides Risikomanagement eine hohe Priorität erhält. Die Staatsschulden bilden oft die größte Schuldenmasse eines Landes und können das



gesamtwirtschaftliche und finanzwirtschaftliche Gleichgewicht erheblich gefährden. Aufgabe des Schuldenmanagements ist es, die Risiken festzustellen, zu überwachen und zu begrenzen. Insbesondere müssen die Verantwortlichen eine Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten rechtzeitig erkennen und die Schuldenpolitik dementsprechend überdenken. Zur Feststellung und Überwachung von Anzeichen einer Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung können Gefährdungsindikatoren genutzt werden. Deren mögliche Rolle wird in Anhang III behandelt.

29. Vom Schuldenmanagement sollte man erwarten können, dass es nicht nur die Rahmenbedingungen der öffentlichen Kreditaufnahme sondern auch die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen bei seinen Entscheidungen berücksichtigt. Unter Rahmenbedingungen, unter denen eine Krise der öffentlichen Finanzwirtschaft oder der gesamten Volkswirtschaft leicht von einem Land auf die Nachbarländer übergreift sowie unter Berücksichtigung der Auswirkungen der öffentlichen Verschuldung auf die Gesamtwirtschaft kommt dem Risikomanagement besondere Bedeutung zu. Ins Kalkül zu ziehen sind also die wirtschaftlichen und finanziellen Risiken, denen der Staat und die anderen Sektoren der Volkswirtschaft ausgesetzt sind (z.B. eine Fälligkeitsinkongruenz bei den Engagements der Kreditwirtschaft). Darauf aufbauend kann das Schuldenmanagement Strategien erarbeiten, die nicht nur die Kosten, sondern auch die Risiken und die möglichen Folgen bei Eintritt des Risikos minimieren. Zur Abschätzung der Folgen einer finanziellen Notlage und zur Risikoüberwachung kann das Schuldenmanagement vorausschauende Risikomanagementverfahren einsetzen. Das sog stress testing (etwa = Belastungsprobe) ist ein wesentliches Instrument, die Krisenfestigkeit der Schuldenpolitik eines Staates gegenüber einer ungünstigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung durch Simulation zu erproben. Dieses Verfahren sollte zur Simulation extremer, jedoch möglicher Szenarien eingesetzt werden. Die Auswirkungen von Vorgängen wie dem Wertverfall von Devisenreserven durch Wechselkursänderungen, Kapitalflucht wegen Zerfalls des Bankensystems oder Fälligkeitsinkongruenz bei den Kreditengagements können sämtlich analysiert werden. Das

Cost-at-Risk-(CaR)-Verfahren ist ein bedeutendes Instrument der Finanzplanung, mit dem die Schwankungen der Kosten des Schuldendienstes im Rahmen eines gegebenen Vertrauensintervalls abgeschätzt werden können. Ergebnis ist die Wahrscheinlichkeit, dass in einem gegebenen Jahr die Kosten des Schuldendienstes einen bestimmten Betrag nicht überschreiten werden. Finanzderivate wie Zins- und Währungsswaps sind bei sachgerechter Handhabung geeignet, das Gesamtrisiko zu mindern. Es handelt sich dabei aber um komplexe Finanzinstrumente, die bei nicht sachgerechter Steuerung (z.B. ineffektiven Risikolimits) das Gesamtrisiko auch erhöhen können. Alle diese Instrumente zusammen sollten das Schuldenmanagement befähigen, die Risiken zu erkennen, zu überwachen und zu begrenzen sowie eine sachgerechte Schuldenpolitik zu betreiben. Besseres Risikomanagement dürfte gegen unvorhergesehene Ereignisse und gegen eine Schwächung der öffentlichen Finanzwirtschaft schützen.

30. Eine solide Schulden- und Risikomanagementpolitik ist wesentlich für den Schutz der öffentlichen Haushaltswirtschaft. Noch nicht erkennbare Rückschläge in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung können den Spielraum für zukünftige politische Entscheidungen und für künftig etwa erforderliche Maßnahmen zur Krisenbewältigung einengen. Eine solide Schulden- und Risikomanagementpolitik sollte ein solides und ordnungsmäßiges Schuldenmanagement und eine Begrenzung der Haushaltsrisiken sicherstellen.

ii. Rolle der ORKB bei der Verbesserung der „Publizitätspolitik“ hinsichtlich der staatlichen Finanzlage

31. Die Finanzkrisen in Russland, Südostasien und Brasilien haben gezeigt, wie unzulänglich die Risiken abgeschätzt, überwacht und begrenzt wurden. Dies lag zum Teil an der Unzuverlässigkeit von Finanz- und Wirtschaftsdaten. Für die Marktteilnehmer war es wegen der nur begrenzt zur Verfügung stehenden Daten schwer, die Krisenanfälligkeit der betreffenden Volkswirtschaften und öffentlichen Finanzwirtschaften einzuschätzen. Arthur Levitt hat das Problem mit den Worten formuliert: „Eine globale



Wirtschaft verlangt, dass die Anleger globales Vertrauen in die Finanzkennzahlen haben.“ (Levitt 1999). Größere Transparenz dürfte zu einem besseren Funktionieren der Kapitalmärkte führen.

32. Transparenz durch verlässliche Informationen, die sich auf eine seriöse Rechnungslegung stützen, ist eine Grundvoraussetzung für die Abschätzung der Krisenanfälligkeit. Eine solide Schuldenpolitik mit angemessenem Risikomanagement wird erleichtert, wenn qualitativ hochwertige Daten zur öffentlichen Finanzwirtschaft und zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung vorliegen. Ein Beispiel für die zu Grunde liegende Problematik ist der Umstand, dass Angaben zur Höhe der Devisenreserven sich im Ernstfall als überhöht herausstellen. (Dies war in Korea, Thailand und Malaysia der Fall.) Eine Anzahl von Initiativen unter Führung internationaler Organisationen wie dem IWF und der Bank für Internationalen Zahlungsverkehr dürften zur Festlegung neuer Normen für die Offenlegung finanzieller Verhältnisse und die Qualität der zu liefernden Daten führen (siehe Anhang IV). Diese Initiativen dürften auch eine Verbesserung der Wirtschaftspolitik bewirken.
33. Verbesserte Transparenz und Offenlegung der Finanzdaten könnte die Schuldenpolitik verbessern, die Krisenanfälligkeit verringern und die internationalen Finanzsysteme stärken. Wenn sich Entscheidungen im Bereich der öffentlichen Hand und der Privatwirtschaft auf verlässliche Daten stützen, dürfte dies zu einem besseren Funktionieren der globalen Finanzmärkte führen. Bessere Informationen und verlässlichere Daten erleichtern den Anlegern, der Politik, den Regulierungsbehörden und den Schuldenverwaltungen die genauere Abschätzung der Risikoanfälligkeit. Auch die richtige Abschätzung der Risiken im Zusammenhang mit Kapitalströmen, Devisenreserven, der öffentlichen Verschuldung und der Außenschuld (letztere definiert als die gesamten Verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland - siehe Fußnote 2 In Tabelle 2) können dann besser abgeschätzt werden.
34. Eine verlässliche Rechnungslegung der öffentlichen Hand verbessert die Haushaltskontrolle und verringert die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft.

Deshalb sollten die ORKB im Rahmen ihres jeweiligen Prüfungsauftrags darauf hinwirken, dass die Regierungen der Öffentlichkeit rechtzeitig glaubwürdige und verlässliche Informationen über die öffentliche Verschuldung und die sonstigen Faktoren zur Verfügung stellen, die für die Abschätzung der Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft maßgeblich sind. Insbesondere könnten die ORKB es sich zur Aufgabe machen, die Regierungen dazu zu bewegen, maßgebliche Indikatoren zur Höhe der Gesamtverschuldung gegenüber dem Ausland, zur Zusammensetzung der öffentlichen Schulden (nach Fälligkeit, Laufzeit, Verhältnis zwischen festverzinslichen Schuldtiteln und solchen mit variablem Zinssatz sowie Aufschlüsselung nach Währungen) zu veröffentlichen, ebenso detaillierte Informationen zu den Währungsreserven (Liquiditätsniveau und Devisenposition) und Kapitalverschiebungen. Die ORKB könnten die Qualität der Offenlegungspolitik der Regierungen beurteilen.

iii. Rolle der ORKB: Hinwirken auf die Inkraftsetzung eines angemessenen Regelwerks für und einer angemessenen Aufsicht über das Kreditwesen

35. Eine Verschlechterung der Fundamentaldaten im Wirtschaftszweig der Finanzdienstleistungen kann die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft verstärken. Dies gilt insbesondere für die Schwellen- und Entwicklungsländer. Damit kann eine solche Verschlechterung wesentliche Ursache für eine Finanzkrise sein. Die Kreditinstitute sind besonders krisenanfällig, da sie mit hohem Fremdkapitalanteil und oft mit einem hohen Maß an Fälligkeitsinkongruenz (auch bei auf Fremdwährungen lautenden Verbindlichkeiten) arbeiten, manchmal das Risikomanagement sehr schlecht und die staatliche Regulierung und Aufsicht über den Wirtschaftszweig der Finanzdienstleistungen oft unzureichend ist. Außerdem gehen sehr große Institute manchmal nicht mehr vertretbare Risiken ein auf Grund der Annahme, dass der Staat es sich schon auf Grund ihrer Größe schlicht nicht leisten könne, sie zusammenbrechen zu lassen.



-
-
36. Kommt es in einer Volkswirtschaft zu einer Verschlechterung der Ertrags- und Vermögenslage von Unternehmen und infolgedessen zu Insolvenzen großer Unternehmen, z.B. Kreditinstitute, kann dies die öffentlichen Haushalte mit sehr hohen Kosten für Stützungsaktionen belasten. Wie von Standard & Poor's festgestellt, „(führen) Systemkrisen oft zu erheblichen Haushaltsbelastungen. Bei drohenden Bankenzusammenbrüchen gibt der Staat oft Liquiditätsspritzen und bürgt für Einlagen, übernimmt notleidende Kredite und führt dem Unternehmen Eigenkapital zu.« (Standard & Poor's, Dezember 1997).

"Die unmittelbare Haushaltsbelastung durch staatliche Finanzhilfen für ein in Finanznot befindliches Bankensystem sowie der mittelbare Schaden für die Gesamtwirtschaft kann erheblich sein. Die Höhe der Kosten von Stützungs- und Rettungsaktionen hängt ab von der mutmaßlichen Intensität der Notlage und dem Anteil des Wirtschaftszweigs Finanzdienstleistungen am Sozialprodukt des betreffenden Landes." (Standard & Poor's, September 1998).

37. Die Kosten von Stützungs- und Rettungsaktionen der öffentlichen Hand sind den verfügbaren Angaben zufolge sehr hoch.

"Die Kosten staatlicher Stützungs- und Rettungsaktionen zur Bewältigung von Bankenkrisen in den Entwicklungsländern werden (für den Zeitraum 1980 bis 1995) auf ca. 250 Milliarden Dollar geschätzt. In mehr als einem Dutzend dieser Krisenfälle betragen die Kosten der Krisenbewältigung durch die öffentliche Hand 10 % oder mehr des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts (BIP). Die Kosten der Bankensanierung in den von der noch anhaltenden Finanzkrise in Asien am stärksten betroffenen Ländern werden als enorm eingeschätzt, und zwar auf 58 % des BIP für Indonesien, 30 % für Thailand, 16 % für Südkorea und 10 % des BIP für Malaysia". (Goldstein 2000, S. 1)

38. Zur Verringerung der Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen könnten die Regulierungsbehörden eine strikte Aufsicht für den Sektor der Finanzdienstleistungen einrichten.

Strenge und wirksame Regelungen könnten beispielsweise die übermäßige Risikobereitschaft dämpfen und eine seriöse Praxis der Unternehmensführung fördern. Eine wirksame Aufsicht könnte außerdem gewährleisten, dass die Jahresabschlüsse der Unternehmen im Finanzsektor den Grundsätzen der Bilanzwahrheit und -klarheit stärker Rechnung tragen. Wenn es um die Beurteilung der Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft eines Schwellen- oder Entwicklungslandes geht, ist deshalb eine der wichtigsten Fragestellungen die der Qualität der staatlichen Aufsicht und des rechtlichen Regelwerks für den Sektor der Finanzdienstleistungen und der möglichen Auswirkungen von Fehlentwicklungen im Bankensektor auf die öffentliche Verschuldung.

39. Eine ungenügend wachsame Aufsicht wird durch eine sinkende Werthaltigkeit der in den Bilanzen ausgewiesenen Aktiva und plötzliche Kapitalabflüsse oft überrascht. Die rasche Zunahme des Kreditvolumens durch verstärkte Kreditvergabe während einer Hochkonjunktur beansprucht die Bankenaufsicht bis zu deren Kapazitätsgrenze. Die Finanzkrisen der letzten Jahre in Südostasien und Russland lassen sich ausnahmslos auf unzureichende Aufsicht über den Sektor der Finanzdienstleistungen zurückführen und nicht nur auf eine unzureichende Gewinnung und Veröffentlichung der maßgeblichen Wirtschaftsdaten. Dabei verdient der Umstand Beachtung, dass «die krisenfesten Länder in Ostasien, d.h. Singapur, Hongkong und Taiwan eine sehr leistungsfähige und strenge Aufsicht hatten». (Mishkin, 2000, S. 9).
40. Zahlreiche internationale Organisationen, Behörden und Gremien haben mit dem Ziel einer Verbesserung der internationalen Finanzstabilität Leitlinien, Arbeitshilfen und Vorgaben für die Veröffentlichung von Finanz- und Wirtschaftsdaten erarbeitet. Der Basler Ausschuss für die Bankenaufsicht verabschiedete 1997 Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht (Core Principles for Effective Banking Supervision). Sie sollen den Aufsichtsbehörden als grundlegender Maßstab für die Wahrnehmung der Aufsichtsfunktion in ihrem Zuständigkeitsbereich dienen. 1999 richteten die Finanzminister der G-7 Staaten das Financial Stability Forum ein, um die Zusammenarbeit



zwischen den mit Regulierung und Aufsicht im Finanzsektor befassten internationalen Organisationen wie IWF, Weltbank, International Federation of Accountants und International Accounting Standards Committee zu stärken. Das Forum soll durch Informationsaustausch und Zusammenarbeit bei der internationalen Aufsicht die internationale Finanzstabilität fördern. Im selben Jahr führten der IWF und die Weltbank das Financial Sector Assessment Programme ein. Dieses dient dazu, die Stärken und Schwächen des Finanzsektors eines Landes festzustellen und die Praxis des Risikomanagements zu prüfen.

41. Die Annahme ist plausibel, dass die Finanzrisiken der letzten Jahre mindestens hätten abgeschwächt werden können, hätte es in den betreffenden Ländern eine stärkere Regulierung und Aufsicht für den Finanzsektor gegeben, die bessere Entscheidungen über Kapitalbewegungen und bei der Kreditvergabepaxis sowie größere Transparenz des Finanzsystems und ein höheres Maß an Bilanzklarheit und -wahrheit bewirkt hätten.

42. Dementsprechend könnten die ORKB es sich zur Aufgabe machen, durch Wirtschaftlichkeitsprüfungen bei den Regierungen auf die Verbesserung des Regelwerks für und der Aufsicht über den Finanzsektor hinzuwirken. Die ORKB könnten auf die Notwendigkeit hinweisen, dass die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden für das Kreditwesen die erarbeiteten bzw. noch zu erarbeitenden Grundsätze, Arbeitshilfen und Leitlinien für sich verbindlich machen und auf Berichte über Mängel bei der Umsetzung der geltenden Vorgaben mit angemessenen Abhilfemaßnahmen reagieren. Es ist davon auszugehen, dass ein gutes Funktionieren der Finanzmärkte und eine Stärkung der internationalen Finanzsysteme dadurch erreicht werden könnte, dass die international anerkannten Normen und Methoden für Bereiche wie Risikomanagement, Offenlegung und Transparenz, Unternehmensethik und Rechnungslegung weithin verbindlich gemacht werden. Wenn sich die einschlägigen Initiativen durchsetzen, würde nicht nur die Stabilität des internationalen Finanzsystems und das Funktionieren der Märkte verbessert sowie das Systemrisiko vermindert, sondern auch die Risikoanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft gemindert.

Schlussbemerkungen

43. Die jüngste Vergangenheit hat bewiesen, dass die Krisenanfälligkeit von Volkswirtschaften und die Globalisierung der Finanzmärkte zusammen ein explosives Gemisch bilden können. Eine solide Haushaltspolitik, welche die öffentliche Verschuldung im Verhältnis zum BIP mindert, reicht möglicherweise nicht aus, um die öffentliche Finanzwirtschaft eines Landes gegen gesamtwirtschaftliche Schocks abzusichern. Die Krise in Mexiko zeigt, dass günstige haushaltswirtschaftliche Indikatoren durch flankierende Maßnahmen ergänzt werden müssen, welche die öffentliche Verschuldung gegen externe wirtschaftliche Schocks abpuffern. Cassard und Folkerts-Landay äußern sich dazu wie folgt:

“Gemessen an den Normen der OECD war die öffentliche Verschuldung Mexikos mit 51 % des BIP gegenüber einem Durchschnitt der OECD-Länder von 71 % vergleichsweise niedrig. Die Krise Mexikos lässt die Schwierigkeiten und Kosten deutlich erkennen, die bei einer notwendigen Refinanzierung umfangreicher, auf ausländische Währung lautender Verbindlichkeiten auf turbulenten Devisenmärkten entstehen. Die Krisenanfälligkeit der mexikanischen Volkswirtschaft wurde dadurch verstärkt, dass sich die mexikanischen Devisenreserven Ende 1994 auf 6,3 Milliarden Dollar beliefen und an den Dollar gebundene Index-Schatzanweisungen (sog. Tesobonos) im Volumen von 298 Milliarden Dollar 1995 fällig wurden.” (Cassard und Folkerts-Landay, 1997)

44. Die Finanzkrisen der letzten Jahre haben gezeigt, dass die öffentliche Finanzwirtschaft eines Landes nicht nur wegen traditioneller Mängel wie wachsende Defizite oder unausgeglichene Handelsbilanzen krisenanfällig sein können, sondern auch wegen der nachteiligen Auswirkungen der Volatilität der Kapitalmärkte für die öffentliche und private Verschuldung. Die jüngste Vergangenheit hat viele Beispiele von Schwellen- und Entwicklungsländern mit festen Wechselkursen und umfangreichen Schulden mit kurzer Laufzeit geliefert, die eine drastische Umkehr der



Kapitalströme und einen starken Wertverfall der Aktiva bei gleichzeitigem Zusammenbruch des Finanzsektors hinnehmen mussten. Das Management öffentlicher Schulden unter solchen finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen hoher Volatilität und hohen Risikos, unter denen z.B. private Schulden sich in öffentliche Schulden verwandeln und damit zu hohen Haushaltsrisiken werden können, gestaltet sich sehr schwierig.

45. Die vorliegende Arbeit hat aufgezeigt, warum unzulängliches Management öffentlicher Schulden bei ungünstiger gesamtwirtschaftlicher Entwicklung die öffentliche Finanzwirtschaft schwächen und krisenanfällig machen können. Die Folgerung daraus ist, dass eine solide Schuldenpolitik und angemessenes Risikomanagement die Krisenfestigkeit von Volkswirtschaften und der öffentlichen Finanzwirtschaft der betreffenden Länder stärken können.
46. Zum Arsenal eines sachgerechten Managements der öffentlichen Schulden von Schwellen- und Entwicklungsländern könnten die Unterhaltung von - gemessen an der jeweiligen Auslandsverschuldung - hoher Devisenreserven, die Verringerung des Risikos bei Umschuldungen bzw. Schuldtiteln mit langer Laufzeit, aber variablem Zins, die Verlängerung der durchschnittlichen Restlaufzeit des Schuldenbestandes und die Verringerung der Kreditaufnahme im Ausland. Natürlich stellt die Einführung neuer Methoden des Schulden- und Risikomanagements für die betreffenden Länder in Anbetracht der Schwächen ihrer Geld- und Währungspolitik und ihres begrenzten Zugangs zu den aus- und inländischen Kapitalmärkten eine bedeutende Herausforderung dar.
47. Im Rahmen ihrer Befugnisse könnten die ORKB durch Wirtschaftlichkeitsprüfungen auf die Verbesserung des öffentlichen Schulden- und Risikomanagements hinwirken und damit einen Beitrag zur Minderung der Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft beitragen.
48. Weiterhin könnte die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft auch durch die Bereitstellung und

Veröffentlichung finanzieller und wirtschaftlicher Informationen gemindert werden. Initiativen, die in letzter Zeit zur Förderung der Transparenz in verschiedenen Bereichen (Geld-, Währungs-, Finanz- und Schuldenpolitik, «Publizitätspolitik») in Angriff genommen wurden, könnten hier sehr hilfreich sein. Die ORKB könnten auf die Notwendigkeit einer angemessenen Informationspolitik und verbesserten Transparenz hinweisen. Die Veröffentlichung glaubwürdiger, verlässlicher und genauer Daten zur öffentlichen Verschuldung, Auslandsverschuldung, zu Kapitalbewegungen und zum Liquiditätsniveau könnten die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft reduzieren.

49. Schließlich könnten die ORKB durch ihre Auswahl der Prüfungsthemen und -verfahren die Regierungen dabei unterstützen, Regulierung und Aufsicht für den Sektor Finanzdienstleistungen so weit wie möglich zu stärken, da dieser eine bedeutende Ursache für die Instabilität der öffentlichen Finanzwirtschaft darstellen kann. Dies gilt besonders für die Schwellen- und Entwicklungsländer. Der IWF führt dazu aus: „...Dem öffentlichen Sektor kommt die bedeutende Aufgabe zu, die Rahmenbedingungen für solides Risikomanagement in anderen Sektoren herzustellen oder ihren Bestand zu gewährleisten.« (IWF, 2000 b, Ziff. 76.). Es ist davon auszugehen, dass hier auch die ORKB gefordert sind. Sie könnten die Notwendigkeit aufzeigen, Risiken im Bankensektor zu erkennen, abzuschätzen und zu überwachen. Eine Umkehrung von Kapitalströmen und Zusammenbrüche im Bereich der Finanzdienstleistungen können die öffentliche Finanzwirtschaft sehr nachteilige Wirkungen haben. Eine Verbesserung der Bankenaufsicht könnte den Regierungen eine bessere Überwachung kurzfristiger Kapitalströme und eine Einschätzung der Fälligkeitsinkongruenz ermöglichen. Ein solides Regelwerk könnte dazu beitragen, dass die von den Finanzdienstleistern erstellten Rechnungsabschlüsse die tatsächliche Vermögens- und Ertragslage genau darstellen und Vorgaben für eine sachgerechte Unternehmensführung in Kraft sind. Die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft könnte vielleicht in vielen Fällen gemindert werden, wenn die



Regierungen die Vorgaben zu „best practices« für den Bankensektor für sich verbindlich machen würden, die im Rahmen diverser internationaler Initiativen erarbeitet worden sind oder noch werden.

50. In allen diesen Bereichen könnten die ORKB als Katalysator wirken. Ihre Arbeit könnte vielleicht die Regierungen dazu bewegen, sich an den internationalen Initiativen zu beteiligen und die dort erarbeiteten Regelungen in ihrem Bereich anzuwenden. Dies könnte zu mehr Transparenz, besserer Rechnungs- und Offenlegung, besserem Risikomanagement und letztlich zu einem besser funktionierenden Markt und verminderter Risikoanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft führen.
51. Abschließend möchten wir zwei warnende Hinweise geben: Zwar können ORKB zur Verbesserung des Schuldenmanagements und zur Verringerung der Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft beitragen, jedoch ist ein solides Schuldenmanagement nicht als Allheilmittel für eine nicht sachgerechte Fiskal- und Geldpolitik zu betrachten. Die Wirkung eines soliden Schulden- und Risikomanagements findet seine Grenzen da, wo die gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten nicht „stimmen«. Außerdem kann es Situationen geben, in denen die Interventionen internationale Finanzinstitutionen zu einem Zusammenbruch des Marktes führen können. Wenn Regierungen Maßnahmen getroffen haben, die die Wahrscheinlichkeit von Schäden für die öffentliche Finanzwirtschaft verringern oder das betragsmäßige Risiko begrenzen, neigen sie manchmal dazu, auf sonstige Präventivmaßnahmen zu verzichten. Die Einflussmöglichkeiten der ORKB können unter solchen Rahmenbedingungen begrenzt sein. Trotzdem sollten sie so nachdrücklich wie möglich auf eine Schuldenpolitik und eine Praxis des Schuldenmanagements hinwirken, die die Risikoanfälligkeit der öffentlichen Haushaltswirtschaft mindern.

Anhang I - Finanzkrisen der letzten Jahre

Beispiel 1 **Finanzkrise in Mexiko 1994-1995**

1. Der Verlust des Vertrauens in die Wirtschaftskraft und Zahlungsfähigkeit Mexikos und das abrupte Ende von Kapitalzuflüssen in das Land infolge der Peso-Abwertung vom Dezember 1994 stürzte die mexikanische Wirtschaft in eine Finanzkrise. Aufgrund einer krisenanfälligen Schuldenpolitik kam es dabei auch zur Gefährdung der öffentlichen Finanzwirtschaft Mexikos. Die Schuldenpolitik hatte allem Anschein nach die Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten nicht in ihre Überlegung einbezogen.
2. Mitte der 1980er Jahre hatte die mexikanische Regierung mit tiefgreifenden Änderungen ihrer Wirtschaftspolitik begonnen. Sie liberalisierte den Handel, verabschiedete einen Plan zur Stabilisierung der Wirtschaft und betrieb eine stärker marktorientierte Politik. Danach setzte eine Verbesserung der Finanzlage der öffentlichen Hand und ein erhebliches Wirtschaftswachstum ein. Die Inflation sank und Investitionen aus dem Ausland erbrachten hohe Kapitalzuflüsse. Die Anleger hielten die mexikanische Volkswirtschaft für dauerhaft stark. Ein bedeutender Teil der Kapitalzuflüsse entfiel auf Aktien- und Beteiligungserwerb sowie den Ankauf kurzlaufender Schuldtitel (z.B. auf Peso lautende Schatzanweisungen „cetes“ und auf Dollar lautende Schatzanweisungen („tesobonos“, und nur ein geringer Teil auf Sachinvestitionen. Das steigende Leistungsbilanzdefizit Mexikos wurde durch den massiven Zustrom ausländischen Kapitals finanziert.
3. Bessere Aussichten für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, eine geringere öffentliche Verschuldung im Inland, die phänomenal hohe internationale Verfügbarkeit wertpapiermäßig unterlegter Schuldtitel und ein Boom am Immobilienmarkt trugen gemeinsam dazu, dass Kapital reichlich zur Verfügung stand. Als sich 1994 der Beginn des wirtschaftlichen Abschwungs abzeichnete, traten auch Anleihen als notleidend in Erscheinung. Der erst vor kurzem privatisierte Bankensektor war schlichtweg nicht in der Lage, die Kreditexpansion zu bewältigen und die Kreditvergabepraxis angemessen zu regeln



(Fälligkeitsinkongruenz, Liquiditätsstruktur der Passiva, Mangel an qualifiziertem Personal, schlechtes Risikomanagement, nicht sachgerechte Kapitalisierung). Eine unzulängliche Bankenaufsicht dürfte diese Schwächen der Märkte noch verstärkt haben.

4. Der Aufstand in der Provinz Chiapas in Januar 1994, die Ermordung eines Präsidentschaftskandidaten im März und des Generalsekretärs der PRI im September des gleichen Jahres zerstörten das Vertrauen der Anleger. Außerdem entstand durch den anhaltenden Anstieg der Realzinssätze in den USA ein Abwertungsdruck auf den Peso, wodurch mexikanische Schuldtitel für die Anleger weniger attraktiv wurden. Anstatt die Ausgaben zu senken, den Peso abzuwerten oder den Leitzins zu erhöhen, damit der mexikanische Kapitalmarkt für Anleger wieder attraktiver wurde, steigerte die Regierung die Emission von „Tesobonos“, um damit das Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren - und dies, obwohl zweifelhaft war, ob der Wechselkurs würde gehalten werden können. Während des ganzen Jahres stiegen die Zinssätze in den USA kontinuierlich, wodurch die „Tesobonos“ für die Anleger immer unattraktiver wurden.
5. Im Dezember 1994 war der Peso bedeutend überbewertet und die Regierung gab bekannt, dass für 1995 ein höheres Leistungsbilanzdefizit prognostiziert war. Die mexikanischen Devisenreserven waren auf 12,5 Milliarden US-Dollar gefallen, während gleichzeitig Tesobonos im Gesamtbetrag von 30 Milliarden US-Dollar in 1995 fällig wurden. (GAO 1996, S. 6)
6. In dem Maße wie die Anleger das Vertrauen verloren und ihre Wertpapiere einlösten, schmolzen die mexikanischen Devisenreserven. Die Festlegung der Peso-Dollar-Parität innerhalb einer vorgegebenen Bandbreite wurde aufgegeben. Damit verstärkten sich die Befürchtungen, der mexikanische Staat könne die an den Dollar geknüpften Index-Schuldtitel und auf Dollar lautenden Schuldtitel nicht mehr honorieren. Die Einlösung von Tesobonos beschleunigte sich, und die Anleger erkannten, dass die Devisenreserven zur Deckung möglicherweise nicht mehr ausreichen würden. Die mexikanische Krise, die sich bereits abgezeichnet hatte, war nun unvermeidlich.

7. Mit der Abwertung des Pesos, dem weiteren Vertrauensverlust und der folgenden Finanzkrise stiegen die Inflation und die Zinssätze an. Die Krise griff auf andere Schwellenländer (z.B. Brasilien und Argentinien) über, als der Kapitalzufluss nach Lateinamerika zurückging. Die Risikoprämien für Schuldverschreibungen der Entwicklungsländer stiegen, die Aktienkurse brachen ein und die Währung kam weiter unter Druck.
8. Während die mexikanische Wirtschaft zusammenbrach, stiegen die Kosten des Schuldendienstes für die von der öffentlichen Hand Mexikos begebenen, auf in- oder ausländische Währung lautenden Schuldtitel. Außerdem ergaben sich Probleme bei der Umschuldung, weil die nervös gewordenen ausländischen Inhaber kurzfristiger mexikanischer Schuldtitel ihr Kapital abzogen.
9. Die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft Mexikos hätte vielleicht durch glaubwürdige Informationspolitik und sorgfältigere Berücksichtigung der sich verschlechternden wirtschaftlichen Fundamentaldaten durch das Schuldenmanagement gemindert werden können. Die Politik hätte die einschlägigen Informationen dazu nutzen können, die öffentliche Finanzwirtschaft stärker gegen die gesamtwirtschaftliche Entwicklung abzuschirmen. Eine solides und sachgerechtes Risikomanagement hätte Ausgangspunkt für eine solidere Schuldenpolitik sein können, die die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft reduziert hätte.

Beispiel 2

Südostasienkrise 1997

1. Die Krise der Finanzsysteme, die in Südostasien (hauptsächlich in Südkorea, Indonesien, Thailand sowie später Malaysia und den Philippinen - KITMP)) wuchs sich zur globalen Krise aus, die den Finanzsektor weltweit fast ohne Vorwarnzeit in Mitleidenschaft zog. Eine massive Umkehr der Kapitalströme stürzte die Volkswirtschaften der gesamten Region in eine tiefe Krise. Nach einer raschen Liberalisierung der Finanzmärkte Ende der 1980er und Anfang der 1990er Jahre



erfreute sich die ganze Region eines außerordentlich hohen Wirtschaftswachstums. Die Nettokapitalzuflüsse in die „KITMP“-Region stiegen von 1994 bis 1996 sprunghaft von 38 Milliarden auf 97 Milliarden US-Dollar. (Radelet-Sachs).

2. Für diesen massiven Zustrom von Kapital gibt es zahlreiche Erklärungen: u.a. die Anlage von Kapital durch japanische, US-amerikanische und europäische Banken, die durch prognostizierte hohe Verzinsung angelockt wurden, die Forcierung von Plänen zur wirtschaftlichen Entwicklung durch die politischen Führungen der asiatischen Länder ohne Berücksichtigung der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten und die Entstehung neuer internationaler Finanzzentren. Die Weltbank behauptete einmal, Asien benötige Investitionen in die Infrastruktur in Höhe von einer Billion US-Dollar (Wong, 1999, S. 393).
3. Die KITMP-Staaten waren unter den neuen marktwirtschaftlichen Rahmenbedingungen für den Sektor Finanzdienstleistungen nicht in der Lage, diesen Zustrom von Kapital angemessen zu bewältigen. Ein veraltetes Regelwerk für das Kreditwesen, unzulängliches Risikomanagement und eine unzureichende Aufsicht trugen wohl dazu bei, dass die betroffenen Volkswirtschaften auf die Bewältigung der Kapitalflut nicht vorbereitet waren. Die Kreditinstitute hatten wenig Erfahrung im Aktiv-Management. Viele von ihnen machten den gleichen Fehler, auf ausländische Währung lautende Passiva nicht durch Hedging abzusichern. Es kam zu einer Fehlallokation des Anlagekapitals. Die Institute hatten am Ende hohe Verbindlichkeiten in ausländischer Währung und litten unter Fälligkeitsinkongruenz. Allem Anschein nach wurden die Schwächen im Bankensektor durch Korruption noch verstärkt. Die Bündelung dieser Schwächen erwies sich als fatal.
4. Eine Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten wurde erstmals 1995 beobachtet, als wachsende ausländische Konkurrenz besonders die Exportwirtschaft der ostasiatischen Länder beeinträchtigte. Die Wechselkurssteigerung des US-Dollars und der europäischen Währungen führte zu einem Verfall der Exportpreise und erhöhte die Schuldenlast.

5. Im Sommer 1997 wurden weitere Ungleichgewichte im Finanzsystem deutlich. Ausländische Kreditgeber gewährten kurzfristige Darlehen zur Finanzierung langfristiger Projekte zum Ausbau der Infrastruktur sowie industrieller und Immobilienprojekte. Die Kreditgeber versäumten jahrelang eine sachgerechte Abschätzung der Risiken. Die asiatischen Volkswirtschaften wurden immer risikoanfälliger, als die Kapitalmärkte erkannten, dass infolge unzulänglicher Anlageentscheidungen Kredite notleiden zu werden drohten. Das Ausmaß der Fälligkeitsinkongruenz war nicht mehr tolerabel. Ähnlich wie zwei Jahre zuvor in Mexiko überstieg die kurzfristige Auslandsverschuldung die Devisenreserven.
6. Die Bedenken der ausländischen Anleger wurden immer größer, als sie die rasch sinkende Werthaltigkeit ihrer Forderungen erkannten. Durch Kündigung kurzfristiger Kreditlinien zogen sie ihr Kapital in Massen ab, und die inländischen Anleger transferierten ihr Kapital ins Ausland.
7. Timothy Geithner führte dazu aus: "Die Krisenanfälligkeit beruhte nicht hauptsächlich auf Schwächen der öffentlichen Schuldenpolitik. Ihre Ursache waren vielmehr die nicht durch Hedging abgesicherten kurzfristigen Verbindlichkeiten der Banken, Finanzierungsgesellschaften und sonstiger Unternehmen in ausländischer Währung. Beim ersten Sturz der Wechselkurse kam es zur Kapitalflucht."
8. Schlagartig verwandelten sich Kapitalzuflüsse in -abflüsse. Der Nettoabfluss beim privaten Kapital wird auf 12 Milliarden US-Dollar beziffert. Radelet und Sachs lieferten für diesen Umschwung folgende Erklärung:

"Ein Grund dafür, dass große Kapitalbeträge so schnell abfließen konnten, war der Umstand, dass ein wesentlicher Teil davon aus sehr kurzfristigen Krediten bestand. In jeder der so hart betroffenen Volkswirtschaften überstieg die gesamte kurzfristige Auslandsverschuldung die insgesamt vorhandenen kurzfristigen Forderungen, was bei raschem Abzug des ausländischen Kapitals zu Liquiditätsengpässen führen musste. ... Ausländische Kreditgeber hatten kurzfristige Kredite in der Annahme eingeräumt, sie würden diese in Zukunft bei Fälligkeit erneuern." (Radelet und Sachs, 1999)



9. Durch den Abzug des Kapitals beanspruchten die ausländischen Kreditgeber die Devisenreserven zusätzlich. Da diese Volkswirtschaften mit festen Wechselkursen arbeiteten, dezimierte die Panik in- und ausländischer Anleger die Devisenreserven und stürzten die Volkswirtschaften der Region in eine Finanzkrise.
10. Die Südostasienkrise ist ein hervorstechendes Beispiel dafür, wie wirtschaftliche Ungleichgewichte im privaten Sektor die öffentliche Finanzwirtschaft beeinträchtigen können. In Südkorea kam es soweit, dass der Staat sich für die auf ausländische Währung lautenden Verbindlichkeiten der Banken verbürgen musste. Wegen der steigenden Kosten der Stützung des Bankensektors verwandelte sich der Ansturm der Anleger auf die Banken in einen Ansturm auf die Reserven Koreas. Das gleiche spielte sich in Thailand ab, als der Staat intervenierte. Die Finanzkrise in Asien zeigt, warum die Schuldenpolitik nicht nur die Verbindlichkeiten und das Vermögen des Staates berücksichtigen kann. Wie hier gezeigt, kann in Schwellen- und Entwicklungsländern eine Krise der Privatwirtschaft auf die öffentliche Finanzwirtschaft durchschlagen und deren Krisenanfälligkeit verstärken.

Beispiel 3

Russlandkrise 1998

1. Nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion 1991 begann die russische Regierung mit dem Umbau der Wirtschaft. Sie sah sich dabei großen Problemen wie geringen Staatseinnahmen, einem ineffizienten System der staatlichen Steuererhebung und hohen Ausgaben gegenüber. Gleichzeitig waren die gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten nicht besonders günstig: Die Inflation und die Arbeitslosigkeit war hoch, das Wachstum negativ und die Produktivität niedrig.
2. Um die Inflation einzudämmen, koppelte die Zentralbank den Wechselkurs des Rubels an den US-Dollar. In der Folge der Südostasienkrise von 1997 wirkte sich der Verfall der Rohstoff- und Energiepreise nachteilig auf Russlands Handelsbilanz und öffentliche Finanzwirtschaft aus. Zur Finanzierung des staatlichen Haushaltsdefizits nahm die Regierung sowohl am heimischen als auch am internationalen Kapitalmarkt auf,



während man sich um eine Verbesserung der Einnahmen und Senkung der Ausgaben kaum bemühte. Im Zug dieser Entwicklung emittierte der russische Staat größere Beträge an auf US-Dollar lautenden Eurobonds zur Deckung seiner laufenden Ausgaben und erhöhte damit sein Wechselkursrisiko.

3. Die Kosten des Schuldendienstes erreichten fast die Hälfte des Steueraufkommens (*Euromoney*, September 1998). Darüber hinaus machten die kurze durchschnittliche Restlaufzeit der Inlandsverschuldung und die hohe Auslandsverschuldung Russland extrem krisenanfällig. Die Kurzfristigkeit der Staatsverschuldung brachte ein hohes Risiko hinsichtlich möglicher Schwankungen des Zinsniveaus mit sich.

"Zwar war die Verschuldung Russlands in Verhältnis zu seinem BIP nicht besonders hoch, jedoch erwies sich die Schuldenstruktur wegen des hohen Anteils kurzfristiger Verbindlichkeiten als nachteilig. Dadurch erhöhten sich die Zahlungen für den Schuldendienst erheblich, und zwar von 16 % der Haushaltsausgaben der Russischen Föderation 1996 auf 28 % 1997." (Strategischer Berater, September 1998).

4. Das Übergreifen der Folgen des finanziellen Zusammenbruchs in Südostasien erhöhte die Risikoscheu der Anleger. Das ausländische Kapital wurde aus Russland zugunsten sicherer Anlagen abgezogen und die Spekulation gegen den Rubel setzte ein, nachdem die Zentralbank den festen Wechselkurs gegenüber dem Dollar hatte aufgeben müssen.
5. Nach der Südostasienkrise hatte die russische Regierung Schwierigkeiten, Kredite umzuschulden und neue Schuldtitel zu begeben. Die Finanzlage Russlands verschärfte sich weiter durch ein Abschmelzen der Devisenreserven. Der Rückgang an diesen belief sich zeitweise auf 2 Milliarden US-Dollar pro Woche (*Euromoney*, September 1998) und eine Verschlechterung der Zahlungsbilanz führte zu ernststen Schwierigkeiten bei der Bedienung der auf ausländische Währung lautenden Schulden. Im August 1998 kündigte die Regierung an, sie werde die kurzfristigen inländischen Staatsschulden (wovon ein Drittel in ausländischer Hand war) sowie die Schulden beim sog. „London Club2 und „Paris Club“ nicht bedienen können. Die Nichtzahlung der auf Rubel lautenden Schulden durch die russische Regierung beruhte auf dem Umstand, dass ein großer Teil



davon in der Hand von Gebietsfremden war, die ihre Bestände reduzieren wollten.

6. Die negativen Folgen dieser Handlungen waren bedeutend. Durch die Nichtbedienung der Schulden schnitt sich der russische Staat plötzlich vom in- und ausländischen Kapitalmarkt ab. „Damit schwächte die Regierung erheblich die Wirtschaft, löste einen starken Inflationsdruck aus und erhöhte das Risiko des Forderungsausfalls hinsichtlich ihrer auf ausländische Währung lautenden Schulden erheblich.“ (Standard & Poor's, Dezember 1998).
7. Wenige Wochen vor diesem Ereignis hatte die russische Regierung noch auf 4,8 Milliarden US-Dollar lautende Eurobonds mit 30 Jahren Laufzeit emittieren können. Trotz sich verschlechternder Marktbedingungen herrschte auf den Auslandsmärkten die Annahme vor, Russland werde Finanzmittel durch den IWF bekommen. Außerdem war wenige Wochen vor der Ankündigung der Nichtzahlung von Staatsschulden zu lesen gewesen: „Obwohl die Gesamtverschuldung zahlenmäßig nicht dramatisch ist - d.h. die öffentliche Gesamtverschuldung lediglich 50 % des BIP entspricht, wovon 60 %, d.h. 30 % des BIP, auf ausländische Währung lauten - ist die Schuldensituation doch insgesamt labil und erfordert eine Umschuldung“ (*Euromoney*, August 1998). Wäre das russische Management der öffentlichen Schulden besser gewesen, wäre die öffentliche Finanzwirtschaft besser geschützt gewesen.
8. Anscheinend beruhte die Krisenanfälligkeit der russischen Staatsfinanzen auf dem übermäßig hohen Anteil an kurzfristiger Inlandsverschuldung. Mehr als 25 % der russischen Staatsschuld wurde innerhalb eines Jahres fällig oder unterlag einem variablen Zins (*Euromoney*, August 1998). Außerdem wurden die Verzinsung der längerfristigen Schulden Russlands in jeweils sechsmonatigem Abstand an den Ertrag russischer Wechsel (GKO) angepasst und ein bedeutender Anteil der Auslandsverschuldung bestand aus Titeln mit variablem Zins. Die Schuldenpolitik war hinsichtlich der Marktrisiken, des Risikos bei der Umschuldung oder Refinanzierung sowie des Liquiditätsrisikos nicht sachgerecht. Als die Ereignisse des Sommers 1998 eintraten, war es für enorme Revision der Schuldenpolitik zu spät. Maßnahmen zur Abpufferung (Verlängerung der Zahlungsfristen oder Verstärkung der Devisenreserven) waren nicht mehr möglich.



Anhang II - Glossar finanziellen und operativen Risiken

Das Schuldenmanagement hat eine Anzahl finanzieller und operativer Risiken zu überwachen und zu begrenzen. Die Möglichkeit, ein angemessenes Risikomanagement zu praktizieren, hängt vom Entwicklungsstand der eigenen Volkswirtschaft und dem Zugang des Staates zu ausländischen Kapitalmärkten ab.

Risiko der Umschuldung oder Refinanzierung (Rollover)

1. Jeder Staat mit hoher öffentlicher Verschuldung ist Stimmungen des Kapitalmarkts und ggf. Schwierigkeiten bei der Refinanzierung fällig gewordener Kredite ausgesetzt. Gelingt es nicht, fällig werdende öffentliche Schulden durch neue Kredite zu erschwinglichem Zinsaufwand aufzunehmen, kann es zu einer Finanzkrise mit starkem Übergreifen auf die Gesamtwirtschaft kommen, wie es sich in Mexiko und Russland gezeigt hat. Das Risikomanagement hinsichtlich einer erforderlichen Umschuldung ist für Schwellenländer besonders hoch.
2. Das Umschuldungsrisiko ist für die Regierungen von Schwellen- und Entwicklungsländern besonders hoch, da sie meist hohe Beträge in Form einheitlich ausgestatteter Schuldtitel mit kurzen Laufzeiten emittieren, um die Kreditkosten niedrig zu halten und von einer Haushaltsentlastung durch niedrige Zinsen zu profitieren. Die Schuldenverwaltungen müssen deshalb wegen der kurzen Restlaufzeiten der Kredite bei ggf. ungünstiger Entwicklung des Zinsniveaus häufiger die Kapitalmärkte anzapfen. Konzentriert sich ein hoher Refinanzierungsbedarf auf einen kurzen Zeitraum mit hohem Zinsniveau, erhöht sich das Risiko steigender Kreditkosten beträchtlich. Wird zu großes Schwergewicht auf die Minimierung der kurzfristigen Kosten des Schuldendienstes gelegt und werden die möglichen Folgen einer Verschlechterung der Bedingungen am Kapitalmarkt nicht ausreichend berücksichtigt, kann ein erhebliches Haushaltsrisiko eintreten.



Liquiditätsrisiko

3. Gegenüber dem Umschuldungs- oder Refinanzierungsrisiko ist das Liquiditätsrisiko weitergehend zu definieren, denn es bezieht sich auf das angemessene Vorhandensein von Kassenmitteln und Rücklagen. Diese breitere Definition deckt das Problem der Fälligkeitsinkongruenz mit ab. Entspricht die Fälligkeitsstruktur der Aktiva nicht derjenigen der Passiva, kann ein Liquiditätsengpass entstehen. Die vorhandenen Kassenmittel decken ggf. den zur Begleichung der fälligen Verbindlichkeiten benötigten Finanzbedarf nicht. Im allgemeinen müssen Regierungen ausreichend Kassenmittel halten, um den laufenden Bedarf für den Haushaltsvollzug abzudecken und das Risiko der Refinanzierung in Grenzen zu halten.

4. Es kann dahin kommen, dass eine Refinanzierung auf dem Kreditmarkt nicht mehr möglich ist, Kapital in großem Umfang aus dem Inland abfließt, die Liquidität (in Form von Kassenmitteln oder liquiden Devisenreserven) stark herabgesetzt ist und Staaten ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen können. 1995 bediente Venezuela seine auf inländische Währung lautende Staatschuld nicht mehr. 1998 beschloss Russland, seine inländische Verschuldung (wovon Schuldtitel im Gesamtbetrag von 15 Milliarden US-Dollar in ausländischen Besitz waren) umzustrukturieren, die privaten Auslandsschulden nicht mehr zu bedienen und den Rubel abzuwerten. In einer Studie des US-Rechnungshofes (GAO) heißt es: „Allein 1995 waren 36 Länder mit Teilen ihrer Verschuldung in Zahlungsverzug. Es handelte sich durchweg entweder um Entwicklungsländer, um Staaten, die aus der ehemaligen Sowjetunion hervorgegangen oder früher zum Ostblock gehört hatten.“ (USGAO S. 17). Solvenzkrisen führen zu hoher Inflation, hoher Arbeitslosigkeit, einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und für Jahre danach zu beschränktem Zugang zu Kapital.

Marktrisiken

5. Durch Kreditaufnahme setzt sich ein Staat Marktrisiken aus, die sich aus Veränderung von Marktfaktoren wie dem Zinsniveau und den Wechselkursen ergeben. Die ungünstige

Entwicklung von Wechselkursen, Rohstoffpreisen oder des internationalen Zinsniveaus kann auf Schwellen- und Entwicklungsländer katastrophale Auswirkungen haben. Bei Verschlechterung der Marktbedingungen könnten sich Staaten, die in großem Umfang Kredite an ausländischen Kapitalmärkten aufgenommen haben, außerstande sehen, ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen.

6. Beispiele der letzten Jahre zu den nachteiligen Auswirkungen von Wechselkursschwankungen und ungünstiger Zinsentwicklung nicht nur auf die öffentliche Verschuldung sondern auch die interne Verschuldung einer Volkswirtschaft machen die Notwendigkeit klar, dass das Schuldenmanagement sich über das Ausmaß der Risiken von Wechselkursschwankungen und Änderungen des Zinsniveaus klar sein muss.

"Anfang der 1980er Jahre erhöhte sich die Belastung durch den Schuldendienst für einige Länder Afrikas, Südasiens und Lateinamerikas erheblich durch den steigenden Wechselkurs des US-Dollars, ein steigendes Zinsniveau und einen Rückgang der Rohstoffpreise. ... Anfang der 1990er Jahre mussten mehrere asiatische Länder wegen hoher, nicht durch Hedging abgesicherter Kreditaufnahme in Yen einen gravierenden Anstieg ihrer Schuldenlast hinnehmen. Ein Drittel des Anstiegs der auf Dollar lautenden Auslandsverschuldung Indonesiens im Zeitraum 1993-95 ... entfiel auf Veränderungen des Wertverhältnisses zwischen den Währungen ... Seinerzeit lauteten 37 % der Auslandsschulden Indonesiens auf Yen, während 90 % der Exporteinnahmen in Dollar anfielen". (Cassard, Folkerts-Landay, 1997).

7. Zur Überwachung der Marktrisiken können vorausschauende Methoden wie Szenarioanalysen (zur Abschätzung der Empfindlichkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft gegenüber Änderungen von Marktfaktoren) und Belastungsproben (sog. „stress-testing“ zur Abschätzung der Folgen extremer Veränderungen) angewandt werden. Zur Beschränkung von Marktrisiken, zur Minderung der Krisenanfälligkeit und zur Abschirmung gegen unvorhergesehene Ereignisse können Regierungen Finanzderivate einsetzen. Dafür bestehen



inzwischen hoch entwickelte internationale Märkte. Das Hedging von Kreditaufnahmen in ausländischer Währung kann die Auswirkungen von Wechselkursschwankungen mildern. Dies setzt voraus, dass entsprechende Derivate in inländischer oder einer stark mit der inländischen verknüpften anderen Währung zur Verfügung stehen. Außerdem können Zinsswaps eingesetzt werden, um die Fälligkeitsstruktur der bestehenden Schulden angemessen zu gestalten. Beide Methoden verringern die Volatilität der Kosten des Schuldendienstes und schirmen die öffentliche Finanzwirtschaft zu einem gewissen Grad gegen unvorhergesehene wirtschaftliche Ereignisse ab.

Kreditrisiko

8. Dem Kreditrisiko ist ein Staatshaushalt ausgesetzt hinsichtlich der Nichtzahlung oder des Zahlungsverzuges eines Emittenten oder des Partners bei einer Transaktion. So kommt es beim Management der Devisenreserven nicht nur darauf an, dass Aktiva und Passiva hinsichtlich Restlaufzeit und Währung übereinstimmen, sondern auch darauf, dass die Forderungstitel in hohem Maße werthaltig sind, um das Ausfallrisiko zu minimieren.

Operatives Risiko

9. Das operative Risiko besteht in der Form, dass Mängel im Schuldenmanagement zu unerwarteten finanziellen Verlusten führen können. Ursache dafür können Ausfälle von Informationssystemen, menschliches Versagen, Verfahrensfehler sowie Fehler beim Vollzug und der Aufzeichnung von Transaktionen sein. Richtlinien für das Risikomanagement (die z.B. das akzeptable rechtliche Risiko bzw. das Bonitätsrisiko hinsichtlich des Geschäftspartners definieren oder Vorgaben über das Management der Aktiva und Passiva in der Devisenbilanz machen) sind ohne angemessene interne Kontrollmechanismen von beschränktem Nutzen. Die Innenrevision sollte die Einhaltung von Risikogrenzen sowie die Zuverlässigkeit und Rechtzeitigkeit der veröffentlichten Informationen prüfen.

-
-
10. Das Schuldenmanagement in Schwellen- und Entwicklungsländern ist operativen Risiken viel stärker ausgesetzt als dasjenige in den Industrieländern. Ein weniger ausgereiftes System des Schuldenmanagements hat in der Regel nicht die Mittel, sicherzustellen, dass die Informationssysteme und Vorkehrungen der internen Kontrolle ausreichend gegen Mängel wie menschliches Versagen geschützt sind.

Anhang III – Nutzung von Frühwarnindikatoren zur Risikoanfälligkeit im Rahmen der Risikoüberwachung

Einleitung

1. Die meisten Marktanalysten und Ratingagenturen haben die Anzeichen für die inzwischen stattgefundenen Krisen in Mexiko und Südostasien nicht im vorhinein erkannt. Beobachter in aller Welt wurden von dem Eintritt der Krisen überrascht. Staaten mussten im Zuge der krisenhaften Entwicklungen eine Schwächung ihrer Finanzwirtschaften hinnehmen.
2. Die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft eines Landes ist Folge einer Änderung der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten. Die Nutzung von Frühwarnindikatoren für Verschlechterungen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, die auf die Kosten des Schuldendienstes und letztlich auf die öffentliche Finanzwirtschaft durchschlagen könnten, bietet sich daher als Vorsorgemaßnahme an. Viele Wirtschaftswissenschaftler befassen sich mit der Erarbeitung und Evaluierung solcher Indikatoren. Indikatoren zur Gefährdung der öffentlichen Finanzwirtschaft könnten das Schuldenmanagement und die Kreditgeber dabei unterstützen, die tatsächliche finanzielle Lage eines Staates, die reale Höhe seiner Verschuldung und die Krisenfestigkeit der betreffenden Volkswirtschaft genauer abzuschätzen. Wirksame Indikatoren für die Risikoanfälligkeit können es Kreditgebern, Kreditnehmern und Regierungen erleichtern, frühzeitig die Verschlechterung von Marktverhältnissen zu erkennen, die auf die öffentliche Finanzwirtschaft eines



Staates durchschlagen können. Durch die Überwachung von Schwankungen solcher Gefährdungsindikatoren könnten sich ggf. Änderungen der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten rechtzeitig erkennen und wirtschaftliche Schocks bzw. Verwerfungen auf den Märkten so rechtzeitig vorhersagen lassen. Stellen sich die Gefährdungsindikatoren in der Vorhersage als verlässlich heraus, könnten die ORKB bei den Regierungen auf eine verstärkte Überwachung der Gefährdung hinwirken.

1. Rolle der Gefährdungsindikatoren

3. Rechnungsabschlüsse liefern Informationen zu einem vergangenen Stichtag oder zu den Entwicklungen einer vergangenen Rechnungsperiode. Die in einem Rechnungsabschluss ausgewiesenen Zahlen mögen genau sein, liefern jedoch nicht immer eine gute Abschätzung der finanziellen Verhältnisse eines Staates und deren Solidität, insbesondere im Hinblick auf eine Finanzkrise, welche die Haushaltslage verschlechtern könnte. Die Betrachtung etwa der Haushalts- und Vermögensrechnung reicht für sich allein schwerlich aus, um festzustellen, ob die öffentliche Finanzwirtschaft eines Staates nachhaltig stabil und inwieweit sie gefährdet ist.
4. Selbst mit Standardindikatoren für die wirtschaftliche Entwicklung lassen sich negative wirtschaftliche Entwicklungen, die auf die Finanzwirtschaft eines Staates durchschlagen könnten, nicht leicht überwachen. Zweifellos sind Indikatoren wie das zahlenmäßige Verhältnis der öffentlichen Schulden zum BIP, des Haushaltsdefizits zum BIP, der Kosten des Schuldendienstes zu den Staatseinnahmen oder der Steuereinnahmen zum BIP bedeutsam für die Einschätzung der Finanzlage eines Staates. Da es sich um statische, meist auf Kosten beruhenden Indikatoren handelt, sind sie ggf. nicht zeitnah oder umfassend genug, um eine Verschlechterung der Verhältnisse rechtzeitig zu erkennen. Der Wert der traditionellen Indikatoren ist etwas begrenzt. So kann ein Staat z.B. sein Haushaltsdefizit verringern, aber die Verschuldung kann sich im Verhältnis zum BIP trotzdem

noch steigern. Es kann demgemäß behauptet werden, dass die traditionellen, auf Staatsverschuldung, Staatseinnahmen und Haushaltsdefizit bezogenen Indikatoren für sich allein nur bedingt brauchbar sind, wenn es darum geht, eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Entwicklung und deren Auswirkung rechtzeitig zu erkennen. Unten in Abschnitt 2 wird dargelegt, dass andere, brauchbarere Vorhersageindikatoren ergänzend zu den traditionellen Indikatoren zum Einsatz kommen können.

5. Die finanzielle Stabilität eines Staates ist gefährdet, wenn es zu einer Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung kommt. Auch wenn die Finanzlage eines Staates zu einem gegebenen Zeitpunkt als stabil zu betrachten ist (z.B. wenn die Verschuldung im Verhältnis zum BIP niedrig ist, ein Haushaltsüberschuss besteht und die Ausgaben für den Schuldendienst niedrig sind), kann eine Instabilität rasch eintreten, wenn externe Ereignisse stark auf den Haushalt durchschlagen. So könnten im Verhältnis zu den Einnahmen niedrige Ausgaben für den Schuldendienst als Anzeichen einer Verbesserung und unter fiskalpolitischen Gesichtspunkten als wünschenswert angesehen werden. Sie könnten aber auch ein Symptom für ein viel weitreichenderes mögliches Problem sein, nämlich eine Schuldenpolitik, die zu sehr auf die Minimierung der Kosten abhebt und dafür eine schlechtere Abschirmung der Verschuldung gegenüber negativen Schocks in Kauf nimmt.

6. Bei Einsatz traditioneller makroökonomischer Indikatoren wäre davon auszugehen gewesen, dass die asiatischen Länder auf einem langen Weg zu bleibendem Wohlstand seien (s. Tabelle 1). Die wirtschaftlichen Bedingungen waren günstig, die Fundamentaldaten wiesen auf Stabilität hin, die Inflation war niedrig, das prognostizierte reale Wirtschaftswachstum hoch, die Bedienung der öffentlichen Schulden war verkraftbar und die Finanzlage der Staaten relativ stabil. Einige der traditionellen Indikatoren erwiesen sich als nicht brauchbar zur Erkennung der ersten Anzeichen für eine übermäßige Kreditfinanzierung der betreffenden Volkswirtschaften, für drohenden Forderungsausfall und eine bedrohliche Entwicklung der Verbindlichkeiten.



Tabelle 1 – Beispiele für die Unbrauchbarkeit traditioneller wirtschaftlicher Indikatoren für die Vorhersage der bereits einsetzenden Südostasienskrise

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 ⁽¹⁾
Indonesien										
Reales Wachstum BIP (Prognose)							7,8	4,9	7,5	
Reales Wachstum BIP (Ist)	9,00	8,90	7,20	7,30	7,50	8,20	8,00	4,60	-13,6	-3,9
Inflation	7,80	9,40	7,50	9,70	8,50	9,40	7,90	6,60	60,70	25,40
Haushaltsüberschuss/-defizit zu BIP	1,34	0,04	-1,15	-0,71	0,01	0,77	1,16	-0,67	-4,46	-6,48
Wachstum Geldmenge M3	29,70	24,60	22,60	21,10	21,80	26,70	27,00	27,40	61,70	15,6
Kreditaufnahme Privatsektor zu BIP	46,10	45,80	45,5	48,90	51,90	53,50	55,40	61,00	51,60	...
Korea										
Reales Wachstum BIP (Prognose)							7,1	5,5	6,3	
Reales Wachstum BIP (Ist)	9,50	9,10	5,10	5,80	8,60	8,90	7,10	5,50	-5,5	2,00
Inflation	8,60	9,30	6,20	4,80	6,30	4,50	4,90	-4,4	7,50	1,80
Haushaltsüberschuss/-defizit zu BIP	-0,67	-1,62	-0,49	0,64	0,32	0,35	0,28	0,28	-3,78	-5,12
Wachstum Geldmenge M3	17,20	21,90	14,90	16,60	18,70	15,60	15,8	14,10	25,20	,
Kreditaufnahme Privatsektor zu BIP	52,50	52,80	53,30	54,20	56,80	57,00	61,80	69,80	73,60	...
Malaysia										
Reales Wachstum BIP (Prognose)							8,6	7,8	7,9	
Reales Wachstum BIP (Ist)	9,60	8,60	7,80	8,30	9,30	9,40	8,60	7,70	-7,5	-1,6
Inflation	2,80	2,60	4,70	3,50	3,70	3,40	3,50	2,70	5,30	3,80
Haushaltsüberschuss/-defizit zu BIP	-3,08	-2,48	0,13	0,52	1,45	1,30	1,07	2,58	-1,91	-6,05
Wachstum Geldmenge M3	18,2	24,40	18,1	23,80	15,80	18,2	23,70	9,60	1,3	6,10
Kreditaufnahme Privatsektor zu BIP	71,40	75,30	74,30	74,10	74,60	84,80	89,80	100,40	108,70	...
Philippinen										
Reales Wachstum des BIP (Prognose)							5,7	5,1	6,4	
Reales Wachstum des BIP (Ist)	3,00	-0,6	0,30	2,10	4,40	4,70	5,80	5,20	-0,5	2,30
Inflation	14,10	18,70	9,00	7,60	9,10	8,10	8,40	6,00	9,70	8,50
Haushaltsüberschuss/-defizit zu BIP	-3,8	-2,4	-1,3	-1,6	-1,7	-1,3	-0,6	-0,7	-2,6	-2,7
Wachstum Geldmenge M3	15,50	15,5	11,00	24,60	26,50	25,30	15,80	20,90	7,40	15,0
Kreditaufnahme Privatsektor zu BIP	20,50	18,90	21,50	27,20	30,00	38,20	50,00	57,60	50,50	46,90

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (1)
Thailand										
Reales Wachstum des BIP (Prognose)							6,4	-1,3	7	
Reales Wachstum des BIP (Ist)	11,60	8,10	8,20	8,50	8,60	8,80	5,50	-0,4	-8	1,00
Inflation	6,00	5,70	4,10	3,40	5,10	5,80	5,90	5,60	8,10	0,50
Haushaltsüberschuss/-defizit zu BIP	4,60	4,14	2,53	1,98	1,98	2,49	1,04	-1,62	-2,88	-3,84
Wachstum Geldmenge M3	26,70	19,8	15,60	18,4	12,9	17,00	12,60	16,4	9,50	4,70
Kreditaufnahme Privatsektor zu BIP	64,50	67,70	72,20	79,80	90,90	97,50	100,00	116,30	109,50	...

(1) geschätzt

Quelle: IWF, Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia, Washington 1999

2. Beispiele für Gefährdungsindikatoren

7. In Anbetracht der begrenzten Brauchbarkeit der traditionellen Indikatoren könnten sich andere Indikatoren für die Vorhersage einer Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten und der Gefährdung der öffentlichen Finanzwirtschaft als nützlicher erweisen (s. Tabelle 2). Die Indikatoren sind in zwei Hauptgruppen unterteilt, nämlich solche mit Bezug auf die öffentliche Verschuldung und solche auf die gesamte Auslandsverschuldung. Jede dieser Hauptgruppen ist in zwei Untergruppen untergliedert, nämlich einerseits Indikatoren für die Verschuldung im Inland und gegenüber dem Ausland und andererseits Liquiditätsindikatoren. Die vorgeschlagenen Indikatoren sind vorausschauende Indikatoren für die mögliche Gefährdung. Sie sollten nicht als Indikatoren für die aktuell bestehende Gefährdung angesehen werden. Zur Abschätzung der Gefährdung aus der öffentlichen Verschuldung wären Informationen über die Fälligkeitsstruktur, die währungsmäßige Zusammensetzung und das betragsmäßige Verhältnis zwischen den Schuldtiteln mit festem und denen mit variablem Zins offensichtlich wünschenswert. Die Schuldenverwaltungen und die übrigen Marktteilnehmer sollten jedoch berücksichtigen, dass die Lage der öffentlichen Finanzen eines Staates weitgehend von den Aktiva und Passiva seiner gesamten



Volkswirtschaft abhängt. Das Schuldenmanagement muss dementsprechend die Gefährdung durch die öffentliche Verschuldung im Zusammenhang mit der Stabilität des privaten Sektors sehen und gesamtwirtschaftliche Indikatoren benutzen (nach unserer Terminologie Indikatoren der Verschuldung gegenüber dem Ausland). Da bestimmte private Verbindlichkeiten sich in solche des Staates verwandeln können, muss die Gefährdung der öffentlichen Finanzwirtschaft unter Einbeziehung der sog. Eventualverbindlichkeiten erfolgen, d.h. staatlicher Garantien und Bürgschaften für die Verbindlichkeiten insolventer öffentlicher oder privater Unternehmen. Die vorgeschlagenen Frühwarnindikatoren können sich z.B. für die rechtzeitige Erkennung von Liquiditätsproblemen und die entsprechende Anpassung der Schuldenpolitik als nützlich erweisen. Es kann damit sichergestellt werden, dass ausreichend liquide Mittel vorhanden sind, um Schocks abzufedern.

Tabelle 2 - Beispiele für Gefährdungsindikatoren hinsichtlich Verschuldung und Liquidität

Indikatoren öfftl. Verschuldung ¹	Indikatoren Auslandsverschuldung ^{1,2}
1. Inlands- und Auslandsverschuldung	
Öfftl. Verschuldung ³ / BIP	Summe kurzfr. Auslandsverschuld. / BIP
Schuldendienst öfftl. Verschuldg./ Exporterlöse	Summe Schuldend. Auslandsversch. / Exporterlöse
	Schuldendienst Auslandsversch. insgesamt / Importe
Schuldendienst öfftl. Verschuldg./ Staatseinnahmen	
Durchschnittliche Restlaufzeit und Gesamtlaufzeit	
Änderungen Summe öfftl. und öfftl. verbürgter Schulden / Wachstum BIP	Änderung Summe Auslandsverschuldg. / Wachstum BIP
	Saldo Leistungsbilanz / BIP
öfft. Schulden in ausländ. Hand / öfftl. Versch. insges.	
auf ausländ. Währung lautende öfftl. Verschuldg. / öfftl. Verschuldg. insgesamt	auf ausländ. Währung lautende Verschuldung / Auslandsverschuldung insgesamt

Indikatoren öfftl. Verschuldung ¹	Indikatoren Auslandsverschuldung ^{1,2}
2. Liquidität	
Devisenreserven / innerhalb 1 Jahres fällig werdende in- und ausl. öfftl. Verschuldg.	
Devisenreserven (Forderungen) / Devisenreserven (Verbindlichkeiten)	Devisenreserven / Kurzfr. Auslandsverschuldung insgesamt
	Devisenreserven / Leistungsbilanzübersch./-defizit
	Devisenreserven / Importe
	Devisenreserven / M2 ⁴

1. Eine Arbeitsgruppe Finanzstatistik aus Vertretern inter- und supranationaler Organisationen (BIZ, IWF, OECD, Weltbank, VN, EZB und Eurostat) hat mit der Veröffentlichung vierteljährlicher Berichte über die Auslandsverschuldung von 176 Entwicklungs- und Schwellenländern begonnen. Damit soll der interessierten Öffentlichkeit eine einheitliche Palette von Daten über die Auslandsverschuldung der betreffenden Länder zur Verfügung gestellt werden, die bisher von den jetzt zusammenarbeitenden Institutionen separat veröffentlicht wurden. Auch Informationen über die internationalen Währungsreserven sind einbezogen. Informationsquellen für die Statistik sind überwiegend Gläubiger sowie Marktdaten, aber auch Angaben der Schuldnerländer. Besonderes Schwergewicht wird gelegt auf die innerhalb eines Jahres fällig werdenden Schulden. Als Hilfe für die Analysten werden neben Bestandsdaten auch Daten über Zu- und Abflüsse angegeben.
2. Die Auslandsverschuldung kann definiert werden als die Verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber der übrigen, d.h. die Summe aller von Gebietsfremden gehaltenen Schuldtitel einschließlich öffentlicher Schulden, der Verbindlichkeiten des Finanzsektors und der Währungsbehörde und der Verschuldung der übrigen Privatwirtschaft. Der IWF (2000b, SS. 17f) hat den Begriff der kurzfristigen Auslandsverschuldung ausführlich definiert.
3. Die öffentliche Verschuldung sollte die Verbindlichkeiten gegenüber in- und ausländischen Gläubigern (d.h. auf den internationalen Märkten emittierte Schuldtitel, Ausfuhrkredite, multilaterale Ansprüche und bilaterale Kredite) beinhalten.
4. M2 kann definiert werden als die erweiterte Geldmenge eines Landes (umlaufende Banknoten und Münzen, Sichteinlagen und Spareinlagen).



i. Indikatoren für die Inlands- und Auslandsverschuldung

8. Auf die Inlands- und Auslandsverschuldung bezogene Gefährdungsindikatoren können wertvolle Anzeichen für eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die öffentliche Finanzwirtschaft und die gesamte Volkswirtschaft eines Landes und für die möglichen Risiken des Schuldenmanagements sein.
9. Indikatoren auf der Grundlage der kurzfristigen Auslandsverschuldung (definiert als öffentliche und private schuldrechtliche Wertpapiere, die innerhalb von 12 Monaten fällig werden) können ein wertvoller Maßstab für die Vertretbarkeit des Ausmaßes der Verschuldung und die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft sein. Ist die kurzfristige Auslandsverschuldung im Verhältnis zu den Exporterlösen, zu den Importen oder zum BIP hoch, könnte dies Anzeichen für eine unverhältnismäßig hohe Belastung durch den Schuldendienst sein.
10. Das Verhältnis der Ausgaben für den Schuldendienst der öffentlichen Hand (einschließlich für die staatlich verbürgten Schulden Privater) zu den Staatseinnahmen könnte als Anzeichen für die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft und drohende Liquiditätsengpässe gesehen werden. Das Verhältnis der Ausgaben des Schuldendienstes der öffentlichen Hand zur Höhe der Exporterlöse ist ein nützlicher Maßstab für die Rückzahlungsfähigkeit eines Staates und seiner Volkswirtschaft. Herrscht in einer Volkswirtschaft die öffentliche Verschuldung vor (wie in hoch verschuldeten Ländern) kann das Verhältnis zwischen den Ausgaben für den Schuldendienst der öffentlichen Hand (einschließlich für die staatlich verbürgten Schulden Privater) und den Exporterlösen ebenfalls ein Maßstab für die Krisenanfälligkeit der öffentlichen Finanzwirtschaft sein.
11. Hinsichtlich der Fristigkeit der Verschuldung kann die durchschnittliche Restlaufzeit der von der öffentlichen Hand begebenen schuldrechtlichen Wertpapiere Anzeichen für mögliche Refinanzierungsprobleme sein. Ist die durchschnittliche Restlaufzeit kurz, kann dies bedeuten,

dass der Staat öfter Mittel am Kapitalmarkt aufnehmen muss, wodurch sich das Risiko erhöht, dass die bei Fälligkeit notwendig werdende Refinanzierung unter ungünstigen Marktbedingungen vorgenommen werden muss.

12. Ein weiterer bedeutender, aber komplexer Messwert für die Solidität der Schuldenpolitik ist die Kapitalbindungsdauer („Duration“). Sie ist ein Maßstab für die Zinssatzsensibilität des Schuldenbestandes. Es handelt sich dabei um den gewichteten Durchschnittsbetrag der während der Restlaufzeit einer Obligation anfallenden Zahlungsströme. Gewichtungsfaktoren sind dabei der Kapitalwert des Zahlungsstroms, und zwar ausgedrückt in Prozent des Kurses der Obligation. Die Begebung von schuldrechtlichen Wertpapieren zu niedrigerem Zinssatz verlängert die Kapitalbindungsdauer, woraus sich eine höhere Sensibilität gegenüber Änderungen der Zinssätze ergibt. Durch genaue Messung der bestehenden Risiken durch Zinssatzänderungen und Berücksichtigung von Opportunitätskosten und -nutzen können mit diesem Messwert die mit schuldenpolitischen Entscheidungen verbundenen Nutzen bzw. Kosten ermittelt werden.
13. Das Verhältnis der Wachstumsraten der gesamten Auslandsverschuldung und der Gesamtwirtschaft ist ein weiterer bedeutender Indikator. Wächst z.B. die gesamte Auslandsverschuldung einer Volkswirtschaft schneller als ihr BIP, kann dies ein Anzeichen für wirtschaftliche Instabilität sein. Dies gilt entsprechend für die öffentliche Verschuldung.
14. Die Auswirkungen von Wechselkursschwankungen auf die öffentliche Finanzwirtschaft hängt von der Höhe des auf ausländische Währungen lautenden Anteils der Gesamtverschuldung ab. Je höher dieser Anteil ist, desto stärker ist die öffentliche Finanzwirtschaft durch Wechselkursschwankungen gefährdet. Dies gilt entsprechend für Wechselkursschwankungen und die Schuldenstruktur. Ein starker Zinsanstieg könnte sich nachteilig auswirken, wenn ein hoher Teil der Staatsschuld aus mit variablem Zins ausgestatteten Papieren besteht. Bei Betrachtung beider Indikatoren ist es wichtig, zu überlegen inwieweit der Einsatz



von Finanzderivaten wie Währungs- oder Zinsswaps die Krisenanfälligkeit mindert.

15. Weitere Indikatoren wie das Verhältnis zwischen Leistungsbilanzüberschuss/-defizit und BIP könnten ebenfalls genutzt werden. Die Höhe eines Leistungsbilanzdefizits ist vielleicht für sich allein genommen nicht problematisch, kann aber Anlass zur Besorgnis geben (zu der Frage, welche Rolle hohe Leistungsbilanzdefizite in den Finanzkrisen der letzten Jahre gespielt haben, s. Edwards, 2000b). Anscheinend ist die Höhe eines Leistungsbilanzdefizits weniger bedeutsam als die Frage, wie solide es finanziert ist. Singapur z.B. hatte zeitweise sehr hohe Zahlungsbilanzdefizite, die sich aber problemlos finanzieren ließen, weil sie nicht auf eine unseriöse Finanzpolitik zurückzuführen waren. Die thailändische Währungskrise 1997 hingegen erinnerte nachdrücklich daran, dass hohe Leistungsbilanzdefizite auch Anzeichen für grundlegende Schwächen sein können (z.B. ein Sinken der Werthaltigkeit der Forderungen nach Jahren rascher Kreditexpansion im Inland). Wie oben erwähnt, wurde das hohe Leistungsbilanzdefizit Mexikos durch den Zufluss von Investitionskapital aus dem Ausland finanziert, das dann sehr rasch wieder abgezogen wurde. Da hohe Leistungsbilanzdefizite von Gläubigern mit Besorgnis betrachtet werden, können sie als Risikofaktor nicht ausgeschlossen werden.

ii. Liquiditätsindikatoren

16. Devisenreserven können in wirtschaftlich schwierigen Zeiten mit Zahlungsbilanzproblemen als liquide Mittel eingesetzt werden. Die Währungsbehörden können diese Aktiva unmittelbar zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten einsetzen. Weiterhin können die Devisenreserven zur Stützung des Wechselkurses einer floatenden Währung (oder zur Verteidigung einer sog. gebundenen Währung bzw. einer solchen mit festem Wechselkurs) oder aber einfach als Barmittel eingesetzt werden. Um beurteilen zu können, ob die Devisenreserven niedrig sind, muss die Finanz- und Wechselkurspolitik des betreffenden Landes sowie die

mögliche Gefährdung durch plötzliche starke Veränderungen der Waren-, Dienstleistungs- und Kapitalströme berücksichtigt werden. Weiterhin müssen in die Beurteilung auch jederzeit abrufbare Beistandskredite bzw. Ziehungsrechte einbezogen werden, die zur Stärkung der Währungsreserven dienen könnte.

17. Bei einem Staat mit floatender Währung, der unbegrenzten Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten und geringe auf ausländische Währung lautende Schulden hat, wird man keine hohen Devisenreserven erwarten. Von einem Staat mit hoher Auslandsverschuldung wird man jedoch die Unterhaltung hoher Devisenreserven erwarten, da wirtschaftliche Schwächen (unausgeglichene öffentliche Haushalte, unzulängliche Bankenaufsicht und hohe Steuern) oder soziale bzw. politische Verwerfungen den Zugang zu den Kapitalmärkten beschränken und das öffentliche Schuldenmanagement erschweren können. Bei gefährdeten Volkswirtschaften wird man sehr starke finanzielle Polster erwarten, um das Vertrauen der Anleger zu erhalten.

18. Die Höhe der Devisenreserven im Verhältnis zur kurzfristigen Auslandsverschuldung sowie der mittel- und langfristigen Kredite mit Restlaufzeit bis zu einem Jahr könnte ein wertvoller Liquiditätsindikator sein, insbesondere für Länder mit umfangreichem aber nicht auf Dauer sicherem Zugang zu den Kapitalmärkten. Anhand dieser Kennzahl lässt sich die Fähigkeit einer Volkswirtschaft ablesen, eine Situation zu bewältigen, in der sie überhaupt keine Kredite im Ausland mehr aufnehmen könnte. Für Schwellenländer, deren Regierungen sich um eine Minimierung des Risikos und der Krisenanfälligkeit bemühen, sollte man Devisenreserven in einer Höhe erwarten, die kurzfristigen Auslandsschulden ganz oder fast abdeckt (Devisenreserven / kurzfristige Auslandsverschuldung = 1). Zwei Jahre vor den jeweiligen Krisen verschlechterte sich der Koeffizient von Devisenreserven und kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten für Russland, Brasilien, Thailand, Korea, Mexiko und Indonesien von durchschnittlich 1 auf einen Wert, der in den Monaten vor der Krise den Zahlungsmittelbedarf für nur 9 Monate gedeckt hätte (damit Koeffizient = 0,75) (IWF, 2000 b, Kasten 6).



-
-
19. Es hat Fälle gegeben, in denen keine Krise eintrat, obwohl die Devisenreserven im Verhältnis zu der kurzfristigen Verschuldung sehr niedrig waren, z.B. Brasilien (1990) mit einem Koeffizienten von 0,12 oder Südafrika mit 0,19 (IWF, 2000 b, S. 24) Andere Faktoren wie Flexibilität des Wechselkurses und Kapitalverkehrskontrolle waren anscheinend wirksam genug, um einen starken Verfall des Wechselkurses und der Devisenreserven zu vermeiden. Andererseits hat es Fälle gegeben, z.B. Venezuela 1994 mit dem Koeffizienten 2,5 und Malaysia 1997 mit 1,5, in denen es trotz hoher Devisenreserven zu Krisen gekommen ist. Die starken Schwankungen des Wechselkurses und der Devisenreserven kann Ergebnis politischer Risiken oder eines Dominoeffektes sein.
 20. Der Koeffizient aus Devisenreserven und kurzfristiger Auslandsverschuldung kann auch zur Beurteilung der Frage dienen, ob die Rückzahlungsstruktur angemessen ist. Ist dies der Fall, hat das Schuldenmanagement keine Refinanzierungs- und Liquiditätsprobleme.
 21. Zur Beurteilung der Frage, ob Schuldnerländer mit begrenztem Zugang zu den Kapitalmärkten über angemessene Liquidität verfügen, kann man auch das Zahlenverhältnis zwischen Devisenreserven und Importvolumen heranziehen (in der Form, dass man feststellt, für wie viele Monate die Devisenreserven zur Finanzierung der Importe ausreichen). Daraus ergibt sich, wie viele Monate lang das betreffende Land noch im bisherigen Umfang importieren könnte, wenn ihm der Zugang zum Kapitalmarkt abgeschnitten würde.
 22. Das Verhältnis zwischen der Höhe der Devisenreserven (einschließlich Kreditlinien, sog. Standby-Positionen) zur erweiterten Geldmenge M2 kann eine nützliche Kennzahl für die Gefahr einer Kapitalflucht sein. Die Vermeidung großer Unterschiede zwischen den liquiden Mitteln (Devisenreserven) und den kurzfristigen Verbindlichkeiten (M2) ist wünschenswert. In Ländern mit einem schwachen Bankensektor, können geringe Reserven ein Indikator für die Gefahr der Flucht inländischen Kapitals infolge eines Vertrauensverlusts in die Inlandswährung sein. Dies dürfte besonders für Währungssysteme mit festen Wechselkursen gelten, die leicht ihre Glaubwürdigkeit verlieren können.

3. Beispiele für Indikatoren zur Risikoabschätzung für den Sektor Finanzdienstleistungen

23. Die Finanzkrisen der letzten Jahre haben gezeigt, dass es besonders im Falle der Schwellen- und Entwicklungsländer für den Staat empfehlenswert ist, im Zuge der Bankenaufsicht auf Anzeichen einer überhöhten Kreditfinanzierung zu achten und überhöhte Kapitalströme zu messen. Eine Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung kann auf die Finanzlage der Kreditinstitute stark durchschlagen. Überhöhte Zuflüsse von nur kurzfristig gebundenem Kapital, die zu einer preislichen Überbewertung von Vermögensgegenständen führen, können eine Gefahr darstellen. Eine Schwächung des Finanzsektors könnte zu hohen öffentlichen Aufgaben und zu einer unerwarteten Schwächung der öffentlichen Finanzwirtschaft einschließlich Abschmelzen der amtlich gehaltenen Reserven führen. Die unmittelbare Belastung der öffentlichen Haushalte durch Stützungsaktionen für einen notleidenden Bankensektor und die mittelbaren Kosten für die Gesamtwirtschaft können die öffentliche Finanzwirtschaft erheblich gefährden. Die in Tabelle 3 aufgelisteten Indikatoren sind Beispiele für Gefährdungsindikatoren, die auf das Kapitalwachstum und die Kreditexpansion einschließlich der Auslandsverschuldung abstellen.

Tabelle 3 – Beispiele für Indikatoren zur Gefährdung des Finanzsektors

Indikatoren für den Finanzsektor
Inländische Kredite an den privaten Sektor / BIP
Ausländische Direktinvestitionen / BIP
Reales Wachstum der Kredite an den privaten Sektor
Geschätzter Anteil der von Kreditinstituten an die Immobilienbranche vergebenen Kredite
notleidende Kredite /Kreditvolumen insgesamt
Börsenkapitalisierung / BIP

24. Die Überwachung der Kreditexpansion in Volkswirtschaften könnte als Grundlage für Warnindikatoren dienen. Mit steigender Kreditfinanzierung sinkt in der Regel die Werthaltigkeit der Forderungen. So belief sich z.B. 1997 das Volumen der Kredite an private und öffentliche Unternehmen



in Korea, Indonesien und Thailand auf zwischen 147 % und 163 % des BIP. Bei den meisten lateinamerikanischen Staaten war die entsprechende Kennzahl mit 13-45 % des BIP bedeutend niedriger. Das damit ausgewiesene wesentlich geringere Maß an Kreditfinanzierung war Beleg für eine wesentlich geringere Anfälligkeit gegenüber der Volatilität der Finanzmärkte. (Standard & Poor's, Dezember 1997).

Anhang IV - Beispiele neuerer Initiativen zur Verbesserung der Offenlegung von Daten

1. Im Rahmen eines Bündels von Initiativen zur Stärkung der Architektur des Internationalen Währungssystems hat der IWF eine Anzahl von Projekten zur Verbesserung der Offenlegung von Daten und der Aufsicht in Angriff genommen. Der IWF und andere normensetzende Institutionen wie das International Accounting Standards Committee, die International Federation of Accountants, der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und die internationale Organisation der Aufsichtsbehörden für Wertpapierwesen sind dabei, zusammen neue Anforderungen für die Offenlegung von Daten und Vorgaben für die Optimierung der Offenlegungspraxis zu erarbeiten.
2. Nach der Mexiko-Krise von 1996 leitete der IWF die Initiative zur Erarbeitung von „Special Data Dissemination Standards“ (SDDS) ein. Es handelt sich dabei um ein freiwillig einzuhaltendes Regelwerk, an dessen Normen die Offenlegungspraxis eines Staates gemessen werden kann. Die Initiative dürfte die Qualität, Integrität, und rechtzeitige Verfügbarkeit umfassender wirtschaftlicher und finanzieller Statistiken verbessern. Am 31. Januar 2000 hatten 47 Länder das neue Normenwerk für sich angenommen.
3. Die Krisen der letzten Jahre haben die Bedeutung einer rechtzeitigen Offenlegung umfassender Daten zu den Währungsreserven und der Statistik der Auslandsverschuldung noch unterstrichen. Als Antwort darauf wurden für den Bereich Währungsreserven und Auslandsverschuldung gesonderte Vorgaben (SDDS) zur Offenlegung der entsprechenden Daten verabschiedet. Damit soll die Information der Öffentlichkeit über die Höhe und Zusammensetzung der Reserveguthaben und sonstigen von der Zentralbank und der Regierung gehaltenen Reserven

sowie der kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland und über Geschäfte, aus denen Ansprüche an die Reserven entstehen (z.B. Finanzderivatpositionen und staatliche Garantien für von Privaten aufgenommene Kredite) besser unterrichtet werden. Ab Ende 2001 sollten die Länder die Daten zu ihrer internationalen Anlageposition (definiert als die Bilanz der externen Finanzaktiva und -passiva eines Landes; IWF, 2000, Kasten1)

4. Die gemeinsame Arbeitsgruppe für Finanzstatistik (Inter-Agency Task Force on Finance Statistics; Mitglieder: IWF, OECD, Weltbank, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) hat eine gemeinsame Statistik für die Auslandsverschuldung erarbeitet, die Einblick in gläubigerseitige Informationen über 176 Entwicklungs- und Schwellenländer gewährt.
5. Die BIZ arbeitet weiterhin für die Verbesserung der internationalen Bankenstatistik. Die Aufsichtsbehörden für den Sektor Finanzdienstleistungen müssen sich über die Bedeutung verbesserter Berichterstattung im Finanzsektor und zu den grenzüberschreitenden Geld- und Kapitalströmen klar sein. Die Arbeitsgruppe des Financial Stability Forum zum Thema Kapitalströme hat eine Informationslücke hinsichtlich der grenzüberschreitenden Kapitalzu- und -abflüsse festgestellt.
6. Ergänzend zu dieser verbesserten Informationspolitik hinsichtlich internationaler Reserven und außenwirtschaftlicher Daten hat der IWF weitere Initiativen zur Verbesserung der finanzwirtschaftlichen Praxis ergriffen 1998 veröffentlichte der IWF seinen Code of Good Practices on Fiscal Transparency. Dieses Regelwerk für die Informationspolitik zur Finanzwirtschaft beruht auf den Grundsätzen, dass die Rolle und Verantwortlichkeit der Regierung in diesem Bereich klar sein muss, dass die Regierungen die Veröffentlichung umfassender und verlässlicher Informationen zur Finanzwirtschaft als ihre Verpflichtung betrachten sollten, dass auch der Haushaltszyklus (Aufstellung, Vollzug und anschließende Berichterstattung durchgehend für die Öffentlichkeit transparent sein muss und dass die Informationen zu Haushalt und Finanzwirtschaft einer unabhängigen Prüfung ihrer Richtigkeit und Verlässlichkeit unterzogen werden müssen. Das Regelwerk beschreibt, was Regierungen tun



sollten, um diese Grundsätze umzusetzen. So heißt es z.B. in Ziffer 3.2.3 des Code, dass die Gesamtrechnung über die Haushaltslage des Staates eine Übersicht über dessen finanzielle Verhältnisse darstellen müsse, die als allgemeiner Indikator dienen könne ...“ In Ziffer 4.1.1 wird empfohlen, dass das Parlament eine Behörde für die staatliche Finanzkontrolle errichtet. Diese Behörde soll dafür zuständig sein, dem Parlament zeitnah über die Richtigkeit und Verlässlichkeit der Rechnung des Staates Bericht zu erstatten.

7. Außerdem hat der IWF 1998 als Antwort auf die Südostasienkrise und mit dem Ziel, die Architektur des internationalen Währungs- und Finanzsystems zu stärken, eine Anzahl von Normen für die Transparenz der Währungs- und Finanzpolitik erarbeitet. Dieser Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies beinhaltet Leitlinien für den Vollzug der Währungspolitik durch die Zentralbanken sowie für den Vollzug der Finanzpolitik durch die Zentralbanken und sonstigen Finanzinstitutionen. Unter Transparenz ist zu verstehen, dass die Öffentlichkeit rechtzeitig sowie in leicht zugänglicher und leicht verständlicher Weise über die Ziele der Politik, ihre rechtlichen, institutionellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, politische Entscheidungen und ihre Begründung, Daten und Informationen zur Währungs- und Finanzpolitik sowie über die Verantwortlichkeit der betreffenden Behörden unterrichtet wird. Die Vorgaben für die Sicherstellung der Transparenz in der Praxis konzentrieren sich auf die Klarheit über die Rollen, Zuständigkeiten und Ziele der Zentralbank und der sonstigen mit Fragen der Staatsfinanzen befassten Behörden, die Verfahren für die Formulierung der Währungspolitik durch die Zentralbank und die Berichterstattung darüber, die öffentliche Verfügbarkeit von Informationen zur Währungs- und Finanzpolitik sowie die Rechenschaftspflicht und Kontrolle der Integrität der Zentralbank und sonstigen mit Finanzfragen befassten Behörden.
8. Schließlich ist auch dargelegt worden, wie notwendig eine genaue Berichterstattung über die in der Wirtschaft vorhandene Liquidität und insbesondere über die Höhe der Devisenreserven ist. Dazu erarbeitet der IWF derzeit Normen unter dem Titel Sound Practices in the Management of Foreign Exchange Reserves. Die darin niedergelegten Vorgaben werden sich auf Veröffentlichungs- und Berichterstattungspflichten beziehen (s. IWF, 2001b).

Quellennachweis

Australian National Audit Office. Commonwealth Debt Management, Audit Report no. 14, October 1999.

Angsurat, Nual-Anong, Sovereign Risk Management in an Integrated World. Bank of Thailand, presented to the Second Sovereign Debt Management Forum, November 1999.

Baddel, David F. Insuring Sovereign Debt against Default. World Bank, Discussion Paper number 328, 1996.

Bank for International Settlements. Basle Core Principles for Effective Banking Supervision. Basle Committee on Banking Supervision, September 1997.

Bank for International Settlements. Report of the Working Group on Capital Flows, April 2000.

Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart. "Fixing for Your Life", National Bureau of Economic Research, November 2000.

Calvo, Sara. Reducing Vulnerability to Speculative Attacks. World Bank, Premnotes no. 16, February 1999.

Caplen, Brian. "Markets Forgive Sovereign Sins" in Euromoney, June 2000, pp. 118-126.

Cassard, Marcel and David Folkerts-Landau. Sovereign Debt: Managing the Risks, World Bank, Finance and Development, December 1997.

Chambers, John. Evaluating Sovereign Creditworthiness. Standard & Poor's, presented to the Second Sovereign Debt Management Forum, November 1999.

CICA. Indicators of Government Financial Condition. Toronto, 1997.

Edwards, Sebastien. "Exchange Rates Regimes, Capital Flows and Prevention", National Bureau of Economic Research, August 2000a.

Edwards, Sebastien. "Does the Current Account Matter?", National Bureau of Economic Research, November 2000b.

EuroMoney Magazine Online. "Why Foreign-currency debt is best for Russia". August 1998.

EuroMoney Magazine Online. "A Superpower Falls Apart". September 1998.

Financial Stability Forum. International Standards and Codes to Strengthen Financial Systems. April 2001



G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors. Final Communiqué. Montreal, October 25, 2000

Geithner, Timothy. "Sovereign Risk Management in an Integrated World". World Bank Conference on Debt Management. November 1999.

Gil-Diaz, Francisco. "The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis". The Cato Journal, vol. 17, no. 3.

Goldstein, Morris, Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart. Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets. Institute for International Economics, Washington, D.C., June 2000.

Heath, Robert. "Monitoring External Debt and Debt Vulnerabilities". IWF, presented to the Second Sovereign Debt Management Forum, November 1999.

Hemming, Richard and Murray Petrie. "A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability". IWF Working Paper (WP/00/52), March 2000.

Institute of International Finance. 1998 Annual Report.

Interfax M&CN. "Financial and Economic Crisis in Russia: on the Brink of Defaulting". Strategic Advisor, September, Vol.1, no 2. 1998.

International Bank for Reconstruction and Development. IBRD Hedging Products: An Introduction. September 1999.

International Monetary Fund. Anticipating Balance of Payments Crises: The Role of Early Warning Systems. December 1998.

International Monetary Fund. Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia. Washington, December 1999.

International Monetary Fund. Debt Relief for Low-Income Countries: the HIPC Initiative. Washington, 1999b.

International Monetary Fund. "Conference on Capital Flows and Debt Statistics: Can We Get Better Data Faster?", Background Paper, Washington D.C., February 23-24, 2000.

International Monetary Fund. "Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability". Policy Development and Review Department. March 23, 2000b.

International Monetary Fund. "A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability". Fiscal Affairs Department, March, 2000c.

International Monetary Fund. "Guidelines for Public Debt Management". Washington, D.C. March 2001a.

International Monetary Fund. "Draft Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management". Washington, D.C. June 2001b.



Nars, Kai (ed). Excellence in Debt Management: The Strategies of Leading International Borrowers. London, Euromoney Publications, 1997.

Kharas, Homi. "Monitoring External Debt and Debt Vulnerabilities". World Bank, presented to the Second Sovereign Debt Management Forum, November 1999.

Kiguel, Miguel. "Does debt management matter? Yes". World Bank, Premnotes number 17, February 1999.

Levitt, Arthur. "Quality Information: The Lifeblood of Our Markets". Speech to the Economic Club of New York, October 18, 1999.

Lopez-Mejia, Alejandro. "Large Capital Flows. Causes, Consequences, and Policy Responses." Finance and Development, IWF, September 1999 (vol. 36, no. 3).

Frederic S. Mishkin. "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries". National Bureau of Economic Research, September 2000.

Radelet, Steven and Jeffrey Sachs. "What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?" Washington, USAID, 4 January 1999.

Standard & Poor's. Financial System Stress and Sovereign Credit Risk. December 1997.

Standard & Poor's. Global Financial System Stress: Leading Indicators Signal Pressure in 16 Countries. September 1998

Standard & Poor's. Sovereign Credit Ratings: A Primer. December 1998.

Standard & Poor's. Global Financial System Stress: 24 Show Adverse Trends in Credit Quality. May 1999.

White, William. "What Have We Learned from Recent Financial Crises and Policy Responses?". Basel, Bank for International Settlements, January 2000.

United States General Accounting Office. Mexico's Financial Crisis: Origins, Awareness, Assistance and Initial Efforts to Recover. February 1996, GAO/GGD-96-56.

United States General Accounting Office. International Financial Crises: Efforts to Anticipate, Avoid and Resolve Sovereign Crises. July 1997, GAO/GGD/NSIAS-97-168.

Wong, Richard. "Lessons from the Asian Financial Crisis". Washington, CATO Journal, vol. 18, no. 3. 1999.



