



Die nächste Schuldenkrise der Entwicklungs- und Schwellenländer

Warum es dazu kommt und wie die Weltgemeinschaft vorbereitet ist

Fachinformation Nr. 54:

**Die nächste Schuldenkrise der Entwicklungs- und Schwellenländer:
Warum es dazu kommt und wie die Weltgemeinschaft vorbereitet ist**

Veröffentlichung: 29.12.2015, aktualisiert am 21.01.2016

erlassjahr.de - Entwicklung braucht Entschuldung

Carl-Mosterts-Platz 1

40477 Düsseldorf

Tel.: +49 (0) 211 - 46 93 - 196

Fax: +49 (0) 211 - 46 93 - 197

E-Mail: buero@erlassjahr.de

Website: www.erlassjahr.de

Autorin: Kristina Rehbein

E-Mail: k.rehbein@erlassjahr.de

Gefördert von ENGAGEMENT GLOBAL im Auftrag des



Bundesministerium für
wirtschaftliche Zusammenarbeit
und Entwicklung

Für den Inhalt dieser Publikation ist allein erlassjahr.de verantwortlich; die hier dargestellten Positionen geben nicht den Standpunkt von Engagement Global gGmbH und dem Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung wieder.

Die nächste Schuldenkrise der Entwicklungs- und Schwellenländer: Warum es dazu kommt und wie die Weltgemeinschaft vorbereitet ist

von Kristina Rehbein

Kreditaufnahme ist ein wichtiges Mittel für Entwicklungs- und Schwellenländer, um Entwicklung zu finanzieren. Die Verschuldung von Staaten, aber auch des Privatsektors in diesen Ländern, hat vor allem in den letzten Jahren stark zugenommen. Nun jedoch ändert sich das weltwirtschaftliche Umfeld: Weltmarktpreise für Rohstoffe sind stark gefallen. Der Dollar wird stärker, nationale Währungen geraten unter Druck. Im Dezember 2015 wurde die Anhebung des US-amerikanischen Leitzinses eingeleitet, durch die Verkleinerung des Zinsunterschiedes zwischen Industrie- und Schwellenländern werden Anlagen in Industrieländern voraussichtlich wieder attraktiver. Die Refinanzierung von Krediten wird schwieriger, Anleihen werden teurer. All dies beeinflusst die Schuldentragfähigkeit der Staaten im Globalen Süden negativ und macht sie anfällig für Schuldenkrisen. Obwohl der Aufbau neuer Schuldenkrisen deutliche Parallelen zum Aufbau der sogenannten „Schuldenkrise der Dritten Welt“ in den 1970er Jahren aufweist, haben Politikerinnen und Politiker es versäumt, rechtzeitig Reformen für die schnelle und effiziente Lösung der nächsten Schuldenkrisen auf den Weg zu bringen. Es scheint, dass es der nächsten globalen Schuldenkrise als politischen Momentums bedarf, damit die Weltgemeinschaft endlich Schritte in Richtung einer Reform des globalen Schuldenmanagements geht.

erlassjahr.de hat im Schuldenreport 2015 die Frage gestellt: Kommt die nächste Schuldenkrise? In Fachkreisen ist diese Frage mittlerweile beantwortet: Ja, sie kommt. 2015 diskutierten mehr als 350 Expertinnen und Experten aus Finanzministerien, Zentralbanken und Zivilgesellschaft bei der 10. Schuldenmanagementkonferenz von der UN Konferenz für Handel und Entwicklung unterschiedliche Aspekte der kommenden nächsten Krise. Dass die Krise kommt, stand nicht in Frage.¹ Bereits 2014 warnte der Internationale Währungsfonds (IWF) Emittenten von Staatsanleihen, dass sie sich schon jetzt auf Refinanzierungsprobleme vorbereiten sollen. Auch in der Fachpresse wird über kommende Staatspleiten diskutiert.²

Die Auslandsverschuldung der Entwicklungs- und Schwellenländer steigt seit Jahren kontinuierlich und liegt heute bei 5,4 Billionen US-Dollar. Das ist etwa fünfmal so viel wie noch 1990.³ Betrachtet man die Entwicklung der Schuldentragfähigkeit, die anders als absolute Zahlen ein

besseres Bild des Risikos einer Schuldenkrise gibt, da sie die Schuldenlast ins Verhältnis zur Wirtschaftskraft des Schuldners setzt, wirkt die Verschuldungssituation im Vergleich zu den 1990er Jahren jedoch weniger dramatisch.⁴ Dies liegt zum einen an der ungebrochen guten Konjunktur bis zur globalen Finanzkrise 2008, zum anderen am Schuldenerlass, der um das Jahr 2000 im Rahmen der multilateralen Entschuldungsinitiative für hoch verschuldete arme Länder (*Heavily Indebted Poor Countries*, HIPC) gewährt wurde.

Viele Politiker/innen verlassen sich auf die undramatischen Schuldenindikatoren und die Widerstandsfähigkeit der betroffenen Länder. Sie gehen davon aus, dass die Schuldenkrise der Entwicklungsländer durch den Erlass unter der HIPC-Initiative ein für alle Mal gelöst ist. Warum beschäftigen sich dann aber die Fachpresse und eine Vielzahl Ökonom/innen und Institutionen mit der Frage nach einer neuen großen Schuldenkrise? Warum widmet diese Fachinformation sich diesem Thema?

Zunächst natürlich kann ein einmaliger Erlass neue Schuldenkrisen nie verhindern. Laut IWF weisen 27 der 36 entschuldeten Länder heute wieder ein mittleres oder hohes Überschuldungsrisiko auf.⁵ erlassjahr.de hat im

¹ Siehe Rehbein, K. (2015): „UNCTAD-Konferenz zum Schuldenmanagement: Neue Schuldenkrisen bedrohen 2030-Agenda“, in: Informationsbrief Weltwirtschaft und Entwicklung (W&E), Nr. 11-12/2015.

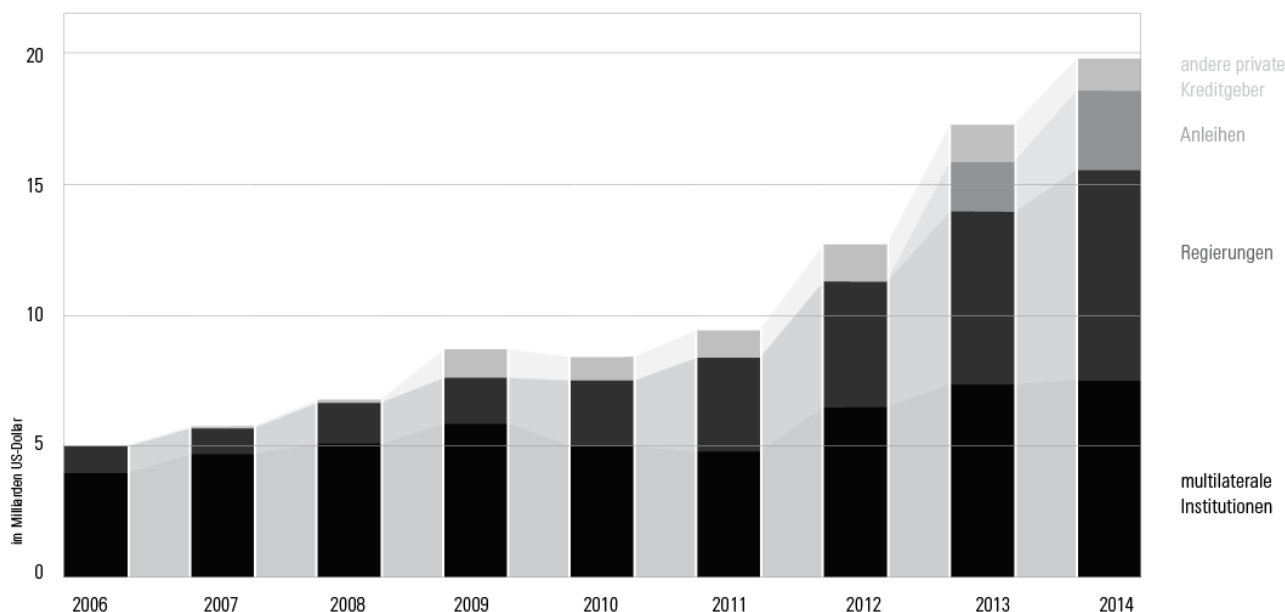
² Vgl. zum Beispiel Reinhart, C. (2015): „Ein Jahr der Staatspleiten?“, veröffentlicht auf www.project-syndicate.org am 31.12.2015, <https://www.project-syndicate.org/commentary/sovereign-default-wave-emerging-markets-by-carmen-reinhart-2015-12/german-oder-goldman-sachs> (2015): „Phase III der Finanzkrise hat begonnen – Jetzt sind die Schwellenländer dran“, veröffentlicht auf Wallstreet Online am 12.10.2015, <http://www.wallstreet-online.de/nachricht/8021310-goldman-sachs-phase-iii-finanzkrise-schwellenlaender-dran>.

³ Daten, wenn nicht anders gekennzeichnet: International Debt Statistics, databank.worldbank.org.

⁴ Der Indikator Verschuldung zu den Exporteinnahmen lag 1990 noch bei 202 Prozent, 2014 bei 79 Prozent. Die Verschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt lag 1990 bei 39 Prozent, 2014 liegt sie nur noch bei 22 Prozent.

⁵ Stand 1. Oktober 2015.

Abbildung 1: Auslandskreditvergabe an Niedrigeinkommensländer, 2005-2014 in Milliarden US-Dollar



Quelle: International Debt Statistics, Weltbank, databank.worldbank.org.

Schuldenreport 2015 die Schuldensituation aller Entwicklungs- und Schwellenländer analysiert und kommt zu dem Ergebnis, dass 83 der Länder kritisch verschuldet sind. Spätestens seit dem Sommer 2014 können wir außerdem erste Alarmsignale für eine Wiederholung der sogenannten „Schuldenkrise der Dritten Welt“ der 1980er und 1990er Jahre beobachten.

In dieser Fachinformation werden zuerst aktuelle Trends der Neukreditaufnahme und Verschuldung analysiert. Danach werden die Hintergründe und aktuellen weltwirtschaftlichen Entwicklungen aufgezeigt, die zur nächsten Schuldenkrise führen können.

Boom bei der Neukreditaufnahme und Trend zu kostspieligeren Finanzierungen

Seit der globalen Finanzkrise beobachten wir eine lockere Kreditvergabe an und zunehmende Neukreditaufnahme durch Entwicklungs- und Schwellenländer. Dabei spielen Zuschüsse und zinsgünstige Finanzierungen immer weniger eine Rolle im Vergleich zu marktorientierten, teureren Kreditfinanzierungen. Sowohl bilaterale als auch multilaterale konzessionäre Finanzierungen verlieren verhältnismäßig an Bedeutung: Kam 1995 noch knapp ein Viertel der

Auslandsschulden aus konzessionären Quellen, waren es 2014 nur noch weniger als 10 Prozent.

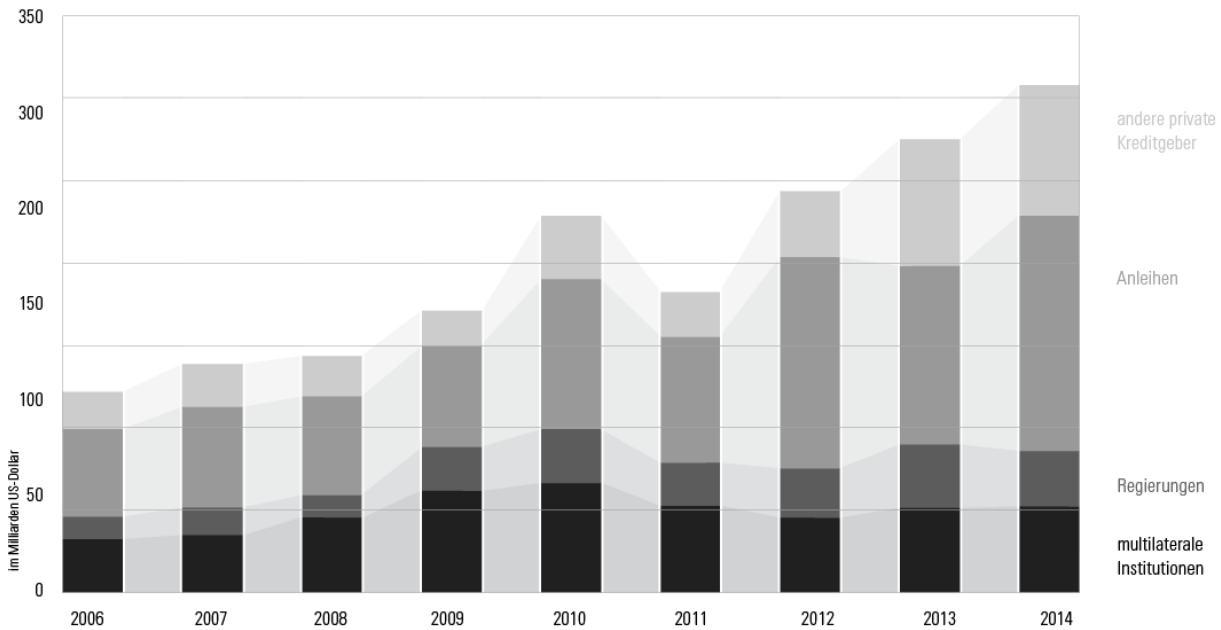
Die Kreditvergabe an Niedrigeinkommensländer hat sich zwischen 2006 und 2014 vervierfacht (siehe Abbildung 1). Traditionelle bilaterale Geber haben ihre direkte Kreditvergabe an ärmere Länder jedoch reduziert. Die meisten Finanzierungen der reichen Länder sind entweder Zuschüsse für die ärmsten Länder (die also nicht in den Schuldenstatistiken auftauchen) oder Beiträge an multilaterale Organisationen.⁶

Die Kreditnehmer gleichen die geringeren bilateralen Finanzierungen von Seiten der Industrieländer zum einen durch Kreditaufnahme bei anderen Ländern zum anderen durch Kreditaufnahme am internationalen Kapitalmarkt aus.

„Andere Länder“ sind vor allem Schwellenländer wie China, Brasilien oder Indien. Besonders unter der multilateralen HIPC-Initiative entschuldete Länder in Subsahara-Afrika und Rohstoffexporteure profitieren von der Kreditvergabe dieser „neuen Geber“. Schwellenländer wie

⁶ Vgl. IWF (2015a): „Public Debt Vulnerabilities in Low-Income Countries: the Evolving Landscape“, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/110215.pdf>, S. 20.

Abbildung 2: Auslandskreditvergabe an Mitteleinkommensländer, 2005-2014 in Milliarden US-Dollar



Quelle: International Debt Statistics, Weltbank, databank.worldbank.org.

China investieren in diesem Ländergruppen unter anderem, um sich Zugang zu Rohstoffressourcen zu verschaffen.

Seit dem Jahr 2012 stehen weit mehr Kredite vom Privatsektor für Niedrigeinkommensländer zur Verfügung als zuvor (siehe Abbildung 1).⁷ In den Jahren 2012 bis 2014 stieg die Kreditvergabe durch den Privatsektor an den öffentlichen Sektor in ärmeren Entwicklungsländern stark an.

In Mitteleinkommensländern kommt die Neuverschuldung hauptsächlich aus privaten Quellen, sowohl durch die Emission von Staatsanleihen als auch durch die Kreditaufnahme bei privaten Banken. Abbildung 2 zeigt, dass der Anteil der Kreditvergabe aus privaten Quellen in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen ist.

Staatsanleihen – Chance und Risiko für Entwicklungsländer

Betrachtet man die Zusammensetzung der Auslandsverschuldung von Entwicklungs- und Schwellenländern (siehe Abbildung 3) zeigt sich innerhalb der Verschuldung aus privaten Quellen ein deutlicher Trend: Hatten 1975 kom-

merzielle Bankkredite noch einen Anteil von 28 Prozent an den gesamten Auslandsschulden von Entwicklungs- und Schwellenländern, so liegt dieser Anteil 2012 nur noch bei 11 Prozent. Anleiheemissionen machen heute mit 42 Prozent den größten Anteil aus, im Vergleich zu lediglich 3 Prozent in 1975.

Auch die Anzahl der Entwicklungs- und Schwellenländer, die sich durch Anleiheemissionen finanzieren, hat sich massiv erhöht: Zwischen 2004 und 2013 zählt der IWF 23 Entwicklungsländer als Erstemittenten.⁸ Es ist davon auszugehen, dass bis Ende 2015 noch weitere hinzugekommen sind.

Betrachtet man die ärmsten Entwicklungsländer gesondert, zeigt sich, dass für die Mehrheit dieser Länder multilaterale und bilaterale öffentliche Finanzierungen weiterhin sehr relevant sind. Zwischen 2008 und 2013 kamen 60 Prozent der neuen Kredite von multilateralen Institutionen, 30 Prozent von anderen Regierungen (siehe Abbildung 1). Hinsichtlich der Finanzierungen durch Privatgläubiger haben sich die ärmsten Entwicklungsländer bis 2013 vor allem bei Banken Geld geliehen. Doch im Jahr 2013 haben drei Länder aus der Gruppe der ärmsten Entwick-

⁷ Da die Abbildung nur Daten bis 2014 enthält, vgl. auch IWF (2015a).

⁸ Vgl. Guscina, A. et. al. (2014): „First-Time International Bond Issuance – New Opportunities and Emerging Risks“, IMF WP/14/127, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14127.pdf>, S. 4.

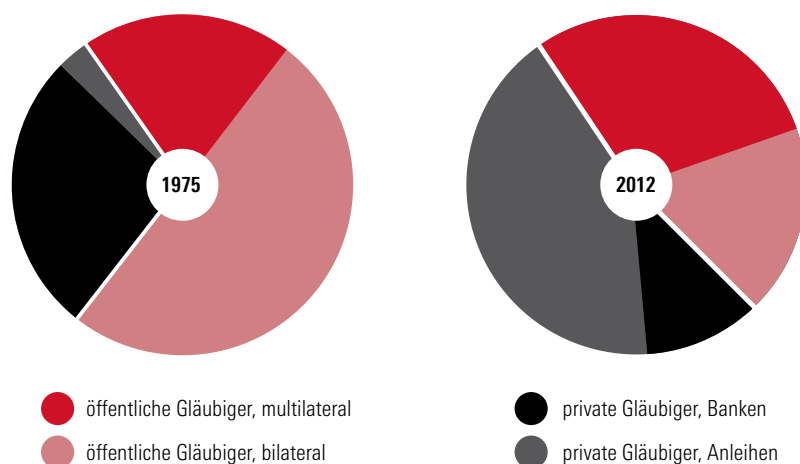
lungsländer – Mosambik, Ruanda und Tansania – begonnen, Anleihen zu platzieren. Diese Anleihen nehmen für diese Länder jetzt schon einen größeren Stellenwert ein als traditionelle Bankkredite. In den ärmsten Ländern machen Staatsanleihen heute sogar schon 90 Prozent ihrer kommerziellen Verschuldung aus.⁹

Besonders sogenannte *Frontier*-Länder, eine Kategorie des IWF für ärmere Entwicklungsländer mit niedrigem oder niedrigem mittlerem Einkommen, die Schwellenländern in einigen Merkmalen ähneln (oft ehemalige HIPC-Länder, vor allem in Subsahara-Afrika)¹⁰, sowie ärmere Länder, die hauptsächlich Rohstoffe exportieren¹¹, haben in den letzten drei Jahren von einem einfacheren Zugang zum internationalen Kapitalmarkt profitiert.

In der Fachpresse besonders diskutiert werden die zunehmenden Emissionen von Euromarktanleihen in der Region Subsahara-Afrika.¹² Bis 2006 haben sich in Afrika vor allem nordafrikanische Länder am internationalen Kapitalmarkt Geld geliehen. Doch Mitte der 2000er begann in Subsahara-Afrika ein Trend, der seit spätestens 2012 zunehmend Fahrt aufnimmt: Länder, die noch vor wenigen Jahren zu den größten Entwicklungshilfeempfängern der Region zählten, platzieren seither sogenannte Euromarktanleihen auf dem internationalen Kapitalmarkt (siehe Abbildung 4).

Doch auch ärmere Ländern anderer Regionen profitieren von dem einfacheren Zugang zum internationalen Kapitalmarkt: Bolivien platzierte eine 10-jährige Euromarktan-

Abbildung 3: Zusammensetzung der Auslandsverschuldung von Entwicklungs- und Schwellenländern 1975 und 2012



Quelle: Oyola, J. (2014): „External Sovereign Debtors and Lenders – A Profile“, UNCTAD, unveröffentlichter Entwurf.

leihe zu 500 Millionen US-Dollar im Jahr 2012, Honduras und Paraguay über die gleiche Höhe im Jahr 2013, Pakistan platzierte 2014 eine Euromarktanleihe in Höhe von einer Milliarde US-Dollar.

Hinzu kommen Bemühungen, ärmere Länder in regionale Kapitalmärkte zu integrieren, etwa in Südostasien. Thailand hat den Ländern Myanmar, Laos, Kambodscha und Vietnam erlaubt, unbewertete Anleihen im thailändischen Finanzmarkt zu platzieren, um auf diese Weise Kapital für Infrastrukturinvestitionen zu mobilisieren. Normalerweise müssen ausländische Anleiheemittenten ein Rating besitzen, um Anleihen auf dem thailändischen Kapitalmarkt platzieren zu dürfen.¹³

Viele der Länder, um die es hier geht, haben keine anerkannte Einstufung ihrer Kreditwürdigkeit, an der sich Anleger sonst orientieren (*Rating*). Diejenigen Länder, die eine Einstufung besitzen, liegen meist unter der Anlagebonität.¹⁴ Trotzdem waren die Anleiheemissionen einiger

⁹ Vgl. IWF (2015a), S. 15.

¹⁰ Folgende Länder identifiziert der IWF als *Frontier*-Staaten: Bangladesch, Bolivien, Elfenbeinküste, Ghana, Kenia, Mosambik, Mongolei, Nigeria, Papua Neuguinea, Senegal, Tansania, Uganda, Vietnam, Sambia. Vgl. IWF (2015a), S. 39.

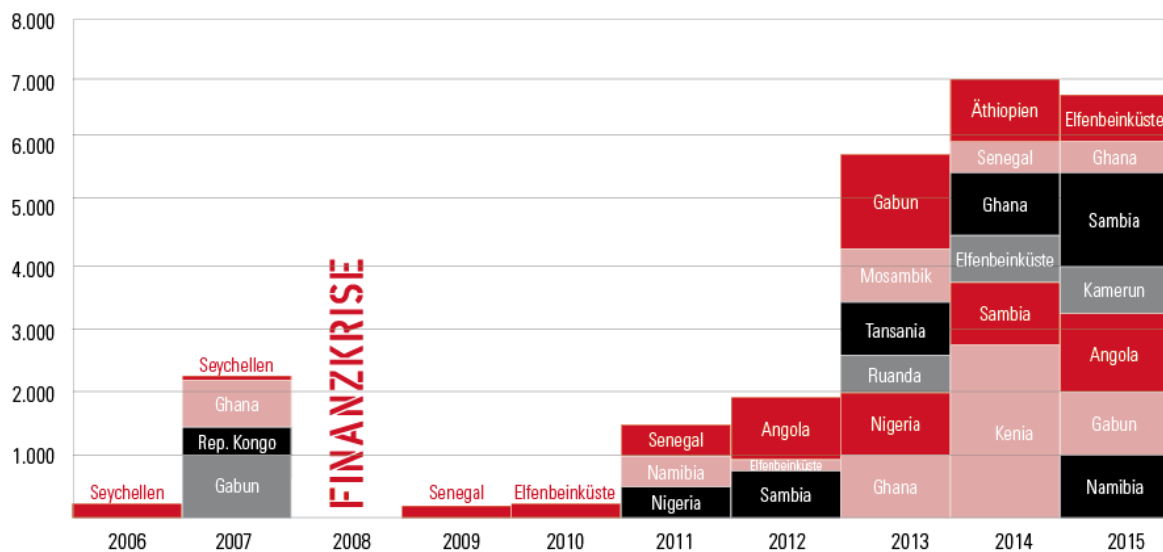
¹¹ Der IWF identifiziert 37 von 74 ärmeren Entwicklungsländern als „Rohstoffexporteure“, also Länder, deren Exporte zu 85 Prozent aus Rohstoffexporten bestehen. Die meisten (27) der vom IWF so eingruppierten Länder kommen aus Subsahara-Afrika.

¹² Südafrika wird hier bei der Bezeichnung „Subsahara-Afrika“ ausgeschlossen.

¹³ Vgl. IFR Asia (2013): „Laos makes international debut“, 01.06.2013, <http://www.ifrasia.com/laos-makes-international-debut/21088677.article>.

¹⁴ Große Ratingagenturen bewerten in komplizierten Verfahren die „Kreditwürdigkeit“ eines Staates, um Anlegern zu signalisieren, wie hoch das Ausfallrisiko einer Anleihe ist. Dafür erhalten Staaten ein sogenanntes *Rating*. Die Ratingagenturen benutzen verschiedene Buchstaben-schlüssel, die das Ausfallrisiko eines Schuldners darstellen. Der Buchstabe A deutet auf eine hohe Bonität hin, der Buchstabe D stellt oft einen bereits eingetretenen Zahlungsausfall dar. Renditen bei Anlagen mit geringer Bonität sind meist höher, da die Anleger einen Aufschlag bei

Abbildung 4: Platzierung von Euromarktanleihen in Subsahara-Afrika mit Ausnahme Südafrika in Millionen US-Dollar



Quelle: Zusammengestellt aus Daten von Moody's, Standard & Poor's, CBonds Emerging Markets International Bonds Search, monatlichen Newslettern von PDM Network, Overseas Development Institute und Deutsche Bank Research.

dieser Länder mehrfach überzeichnet. Damit ist gemeint, dass die Nachfrage nach der emittierten Anleihe höher war, als das Angebot. Auf eine kenianische Euromarktanleihe in Höhe von 2 Milliarden US-Dollar, die im Juni 2014 platziert wurde, wurden fast 9 Milliarden US-Dollar geboten. Pakistans Anleihe war siebenfach überzeichnet, die von Paraguay sogar elffach.

Anleihen statt laufender Einnahmen

Nach Einschätzung von Ratingagenturen wird sich dieser Trend vorerst nicht umkehren.¹⁵ Immer mehr Länder verschaffen sich eine offizielle Einstufung ihrer Kreditwürdigkeit bei den wichtigsten Agenturen. Hatten 2003 nur

10 Länder in Subsahara-Afrika ein Rating, waren es 2013 schon 21 Länder.¹⁶

Die Ratingagenturen werden wohl Recht behalten, denn der anhaltende Fall der Rohstoffpreise auf dem Weltmarkt führt dazu, dass Länder weniger Einnahmen generieren, so dass die Kreditaufnahme als Ausgleich für fehlende Ressourcen wichtiger wird. Alleine im Oktober und November 2015 haben sechs Länder in Subsahara-Afrika trotz des verschlechterten weltwirtschaftlichen Umfeldes Anleihen platziert, davon sogar drei Erstemittenten.¹⁷ Im Dezember 2015 beschloss das ghanaische Parlament, dass 2016 eine weitere Euromarktanleihe mit einem Volumen in Höhe von 1 Milliarde US-Dollar ausgegeben werden soll, obwohl das westafrikanische Land kürzlich vom IWF mit einem hohen Risiko der Überschuldung eingestuft wurde und für die Emission der letzten Anleihe im Oktober 2015 aufgrund seiner aktuellen finanziellen und wirtschaftlichen Situation sehr hohe Zinsen in Kauf nehmen musste. Doch die ghanaische Regierung braucht das Geld um bestehende Schulden zu refinanzieren (ein Viertel des Ertrages) und

einem Schuldner mit hohem Ausfallrisiko verlangen. Anleihen mit einem Rating von BB oder schlechter liegen unter der Anlagebonität.

¹⁵ Siehe z. B. Standard & Poor's (2013): „The Growing Allure of Eurobonds“, http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/2013-05-06_TheGrowingAllureOfEurobonds.pdf; „Moody's Investor Service International Sovereign Issuance in Africa 2013-14: A Rating Agency Perspective“, <http://ab-network.jp/wp-content/uploads/2013/11/II-in-Africa-2013-2014-final-published-EN.pdf> und Deutsche Bank Research (2015): „African Eurobonds - will the boom continue?“, Research Briefing Emerging Markets, http://dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000375886/African_Eurobonds%3A_Will_the_boom_continue%3F.pdf.

¹⁶ Masetti, O. und Mihr, A. (2013): „Capital Markets in Sub-Saharan Africa“, Deutsche Bank Research Briefing Emerging Markets, https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000321468/Capital+markets+in+Sub-Saharan+Africa.pdf.

¹⁷ Sambia, Elfenbeinküste, Ghana, Angola, Gabun und Namibia haben Anleihen platziert, die letzten drei als Erstemittenten.

um den Haushalt wie geplant umsetzen zu können (drei Viertel des Ertrages).

Aus Sicht des Schuldnerlandes stellt die Möglichkeit, Mittel durch die Emission von Anleihen zu mobilisieren, eine willkommene Alternative zu traditionellen Finanzierungsmöglichkeiten dar. In vielen Entwicklungsländern gibt es Infrastrukturdefizite, daher werden Erträge aus den Anleihen häufig zur Finanzierung der Infrastrukturentwicklung genutzt. Zudem sind Anleihen im Vergleich zur traditionellen bilateralen und multilateralen Entwicklungsfinanzierung attraktiv, da sie nicht an bestimmte Projekte gebunden sind. Über die Erträge kann die jeweilige Regierung weitestgehend¹⁸ frei verfügen und so zum Beispiel Altschulden und Haushaltsdefizite finanzieren. Haushaltsdefizite sind in vielen der ärmeren Länder hoch, zum Beispiel in Ghana (knapp 11 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) oder Sambia (8,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts). Zum Vergleich: Das durch den Maastricht-Vertrag definierte Kriterium der Haushaltsstabilität sieht ein maximales Haushaltsdefizit in Höhe von 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts bei den Mitgliedern der Europäischen Union vor.

Allerdings kann die Nutzung der Erträge für die Finanzierung von Bereichen, die kein ausreichendes Wachstum erzeugen, zu einem Problem bei der Rückzahlung werden. Nicht immer hat die Aufnahme von Krediten durch ärmere Erstemittenten die Zunahme an öffentlichen Investitionen zum Beispiel in wachstumsfördernde Infrastruktur zur Folge.¹⁹ Oft werden die Erträge zur Finanzierung von Haushaltsdefiziten oder der Lohnkosten im öffentlichen Sektor genutzt. Kenia sieht zum Beispiel in seiner Schuldenmanagementstrategie für 2015 vor, dass nicht-konzessionäre Finanzierungen, wozu Euromarktanleihen zählen, nur für absolut entscheidende Investitionsprojekte mobilisiert werden sollen, die einen hohen Ertrag versprechen und somit auch eine Rückzahlung möglich machen. Doch ein Teil des Ertrages einer Anleihe von 2014 wurde zur teilweisen Rückzahlung eines syndizierten Bankkredits aus

dem Jahr 2012 genutzt. In Mosambik wurden Erträge aus Euromarktanleihen zur Erhöhung der Gehälter im öffentlichen Dienst und zum Kauf von militärischer Ausrüstung verwendet, statt in den Ausbau entscheidender Infrastruktur investiert zu werden. In der Vergangenheit hat die verantwortungslose Verwendung von Krediten oft zu einer Überschuldungssituation beigetragen.

Die Verschuldung von Unternehmen und Haushalten in Schwellenländern

Ob in ärmeren oder aufstrebenden Ländern, der Privatsektor ist ein immer wichtigeres wirtschaftliches Standbein der nationalen Ökonomien. Diese Entwicklung zeigt sich auch in der steigenden absoluten Verschuldung des Privatsektors sowie einem steigenden Anteil der Privatsektorverschuldung an der gesamten Auslandsverschuldung von Entwicklungs- und Schwellenländern, die 2014 beinahe genauso hoch war wie die Verschuldung des öffentlichen Sektors (siehe Abbildung 5). Die Schuldendienstverpflichtungen (also die jährlich anfallenden Zinsen und Tilgungen) von Unternehmen an ausländische Gläubiger sind mittlerweile sogar mehr als doppelt so hoch wie der Schuldendienst des öffentlichen Sektors (siehe Abbildung 6).

Diese Entwicklung betrifft fast alle Regionen der Welt, vor allem Schwellenländer in Lateinamerika und der Karibik, Europa und Zentralasien sowie Ostasien und Pazifik.

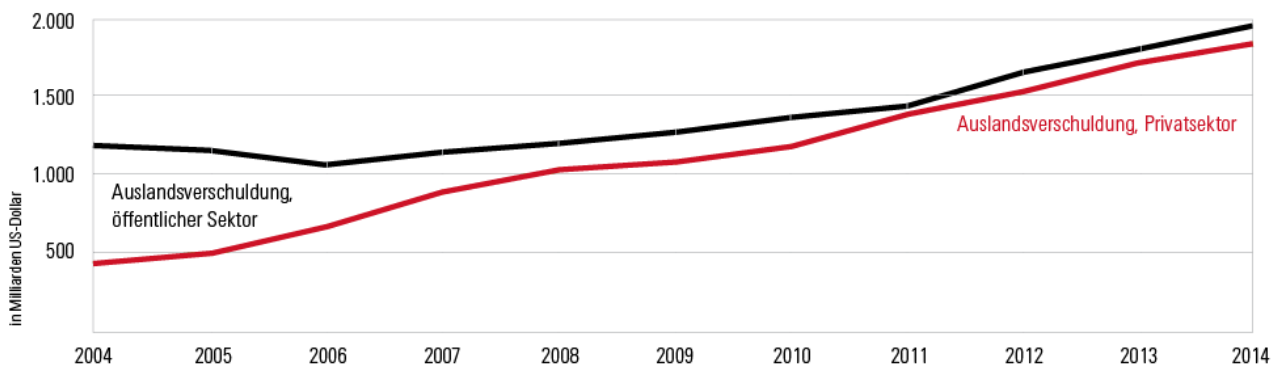
Wenn Analyst/innen über die nächste große Krise sprechen, dann sehen sie das Problem speziell in Schwellenländern gar nicht so sehr in der übermäßigen Verschuldung des öffentlichen Sektors, sondern viel mehr in der Verschuldung von Unternehmen und Haushalten. Schätzungen der aktuellen Gesamtverschuldung von Unternehmen in Schwellenländern liegen zwischen 18 und 23,5 Billionen US-Dollar.²⁰ 2004 lag die Verschuldung noch bei 4 Billionen US-Dollar. Bei manchen Unternehmen sind

¹⁸ Der Emittent gibt in der Regel eine formale Erklärung ab, wofür die Erträge genutzt werden sollen. Eine Konditionalisierung durch den Gläubiger gibt es nicht.

¹⁹ Vgl. IWF (2014): „Macroeconomic Developments in Low-Income Developing Countries“, Policy Paper, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/091814.pdf>, S. 48 und Tyson, J. (2015): „Sub-Saharan Africa International Sovereign Bonds: Part 1- Investor and Issuer Perspectives“, Overseas Development Institute, <http://www.odi.org/sites/odi.org.uk/files/odi-assets/publications-opinion-files/9435.pdf>, S. 14 f.

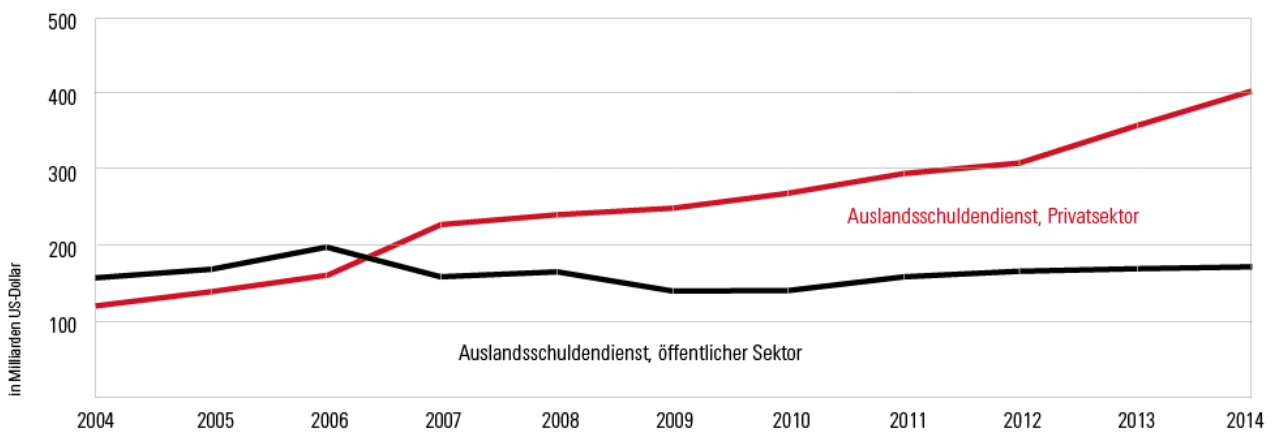
²⁰ Vgl. Bank for International Settlements (2015) „International banking and financial market developments“, BIS Quarterly Review, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1512.pdf, S. 31: 23,5 Billionen; und IWF (2015b) „Rise in Emerging Market Corporate Debt Driven by Global Factors“, IWF Survey, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2015/POL092915B.htm>: 18 Billionen. Der Löwenanteil befindet sich in 12 großen Schwellenländern: Brasilien, China, Chile, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Mexiko, Philippinen, Russland, Südafrika und Türkei.

Abbildung 5: Der Anteil des Privatsektors an der Auslandsverschuldung von Entwicklungs- und Schwellenländern steigt kontinuierlich



Quelle: Global Development Finance, Weltbank, databank.worldbank.org.

Abbildung 6: Der Schuldendienst des Privatsektors ist mittlerweile weitaus höher als der Schuldendienst des öffentlichen Sektors in Entwicklungs- und Schwellenländern



Quelle: Global Development Finance, Weltbank, databank.worldbank.org.

die Auslandsschulden derart rasant gewachsen, dass Beobachter/innen gar von „Zombie-Firmen“ sprechen.²¹

Die Emission von Unternehmensanleihen auf dem internationalen Kapitalmarkt spielt auch für Unternehmen in Schwellenländern nach der globalen Finanzkrise eine zunehmend wichtigere Rolle. Zwischen 2009 und 2015 verdoppelte sich die Dollarverschuldung von Schwellenländer-Unternehmen aufgrund der Emission von Anlei-

hen.²² Der Anteil von Anleihen an der Gesamtverschuldung von Unternehmen liegt zwar mit 17 Prozent noch relativ niedrig, allerdings verdoppelte er sich seit der Finanzkrise.²³

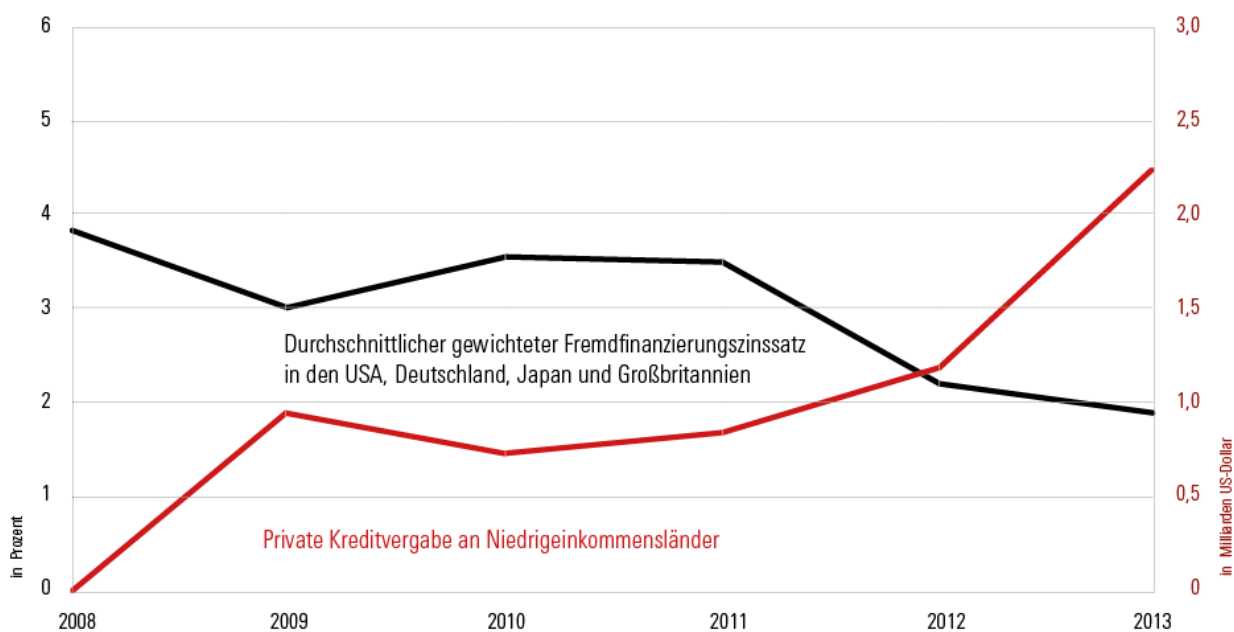
Zum Privatsektor zählen auch private Haushalte. In einigen Schwellenländern ist auch hier die Verschuldung im Verhältnis zum Einkommen in einem rasanten Tempo gestie-

²¹ Damit sind Unternehmen gemeint, die in kurzer Zeit sehr hohe Schuldenberge aufgebaut haben, die das Eigenkapital dieser Firmen bei weitem übersteigen. Vgl. Handelsblatt (10.03.2014): „Zombie-Firmen in China droht die Pleite“, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/kreditblase-zombie-firmen-in-china-droht-die-pleite/9593440.html>.

²² Bank for International Settlements (2015), S. 31 und 32.

²³ Vgl. IWF (2015c): „Global financial stability report: Chapter 3: Corporate Leverage in Emerging Markets - A Concern“, https://www.imf.org/external/pubs/ft/qfsr/2015/02/pdf/c3_v2.pdf, S. 84. Der Anstieg lässt sich auch dadurch erklären, dass die grenzüberschreitende Kreditvergabe von Banken aufgrund neuer Vorschriften zur Kapitalausstattung und einem stärkeren Fokus auf Bilanzkonsolidierung abgenommen hat.

Abbildung 7: Sinkende Zinsen in Industrieländern führen zu steigender Kreditvergabe durch den Privatsektor an ärmere Länder



Quelle: Jones, T. (2015): „The new debt trap: How the response to the last global financial crisis has laid the ground for the next“, Jubilee Debt Campaign UK.

gen. Von einem globalen Anstieg der Haushaltsverschuldung um 7,7 Billionen US-Dollar seit 2007 fallen 6,2 Billionen auf Haushalte in Schwellenländern.²⁴ Besonders einige Länder in Asien stechen hervor, deren Haushalte sich relativ zum Einkommen auf einem ähnlichen Niveau verschuldet haben wie Haushalte in Großbritannien oder den USA. In Malaysia liegt die Quote der Verschuldung im Verhältnis zum Haushaltseinkommen bei 146 Prozent, in Thailand bei 121 Prozent.²⁵ Zum Vergleich: In Deutschland liegt diese Quote bei 83 Prozent. In einigen asiatischen Schwellenländern ist die Verschuldung von privaten Haushalten viel schneller gewachsen als die Gesamtwirtschaft oder das Einkommen dieser Haushalte. In Malaysia müssen Haushalte knapp die Hälfte ihres Einkommens für den Schuldendienst aufwenden.²⁶ Der Anstieg hing mit steigenden Immobilienpreisen in vielen

Schwellenländern, aber auch mit einem besseren Zugang zu Krediten für Haushalte zusammen.

In Niedrigeinkommensländern hingegen spielen Kapitalmarktfinanzierungen für den Privatsektor noch kaum eine Rolle. Dort wird der Privatsektor vor allem über Banken und multilaterale Finanzinstitutionen mit Krediten für Handelsvorhaben oder spezielle Projekte versorgt. Doch auch hier ist ein Trend hin zu einer stärkeren Verschuldung des Privatsektors in Niedrigeinkommensländern zu erkennen: Hatte der Privatsektor im Jahr 2009 noch Auslandsschulden in Höhe von knapp 2 Milliarden US-Dollar, sind es im Jahr 2014 bereits knapp 11 Milliarden US-Dollar.

Warum so viel privates Geld in Entwicklungs- und Schwellenländer geflossen ist

Firmen oder länderspezifische Faktoren spielen bei der Kreditwelle weniger eine Rolle als globale Faktoren. Die enormen Kapitalströme aus Industrieländern in Entwicklungs- und Schwellenländer haben ihren Ursprung hauptsächlich in den großen Zinsunterschieden zwischen Industrie- und Schwellenländern gehabt. Abbildung 7 zeigt

²⁴ Vgl. Institute of International Finance (2015): „Capital Markets Monitor – Key Issues: Household Sector Debt: Hidden Problems“, https://images.magnetmail.net/images/clients/IIF_2/attach/32467868_cmm_nov-dec15_ki_vf.pdf, S. 2.

²⁵ Vgl. Dobbs, R. et al (2015): „Debt and (not much) deleveraging“, McKinsey Global Institute, http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/debt_and_not_much_deleveraging, S. 40.

²⁶ Institute of International Finance (2015), S. 4.

den deutlichen Anstieg der Kreditvergabe durch den Privatsektor an ärmere Entwicklungsländer, nachdem die Zinsen in westlichen Ländern in Kontext der „Politik des billigen Geldes“ gesunken sind. Aufgrund der Niedrigzinspolitik sind die Gewinnaussichten für Anleger in westlichen Ländern gering, denn Anlagen in Industrieländern sind kaum lukrativ. Daher suchen Anleger nach gewinnbringenderen Anlageorten und wenden sich noch weniger erschlossenen Märkten zu. Private Kreditnehmer in Schwellenländern haben außerdem von der Erholung des ausländischen Bankensektors nach der Finanzkrise profitiert.

Attraktiv sind viele Entwicklungs- und Schwellenländer aufgrund ihres überdurchschnittlichen Wachstumspotentials und Rohstoffreichtums, das ein hohes Renditepotential verspricht. Dieser Optimismus wurde auch durch die hohen Weltmarktpreise für Rohstoffe bis 2014 gespeist.

Für Entwicklungs- und Schwellenländer ist der Zugang zum internationalen Kapitalmarkt dadurch sehr einfach geworden. Die Anlagebonität der emittierenden Länder spielte für Anleger kaum eine Rolle. Die Gefahr besteht, dass Kredite ungeachtet der Rückzahlungskapazitäten des öffentlichen oder privaten Sektors vergeben wurden und werden.

Wie daraus die nächste Schuldenkrise der Entwicklungs- und Schwellenländer werden kann

Das weltwirtschaftliche Umfeld verschlechtert sich – und führt zu einer weniger tragfähigen Verschuldung

Unabhängig davon, wie die Schuldenlast zusammengesetzt ist oder ob wir vom öffentlichen oder vom privaten Sektor sprechen, können Probleme entstehen, wenn externe Schocks die außenwirtschaftliche und fiskalische Position des Landes negativ beeinflussen. In den 1980er Jahren gerieten viele Entwicklungsländer in Zahlungsschwierigkeiten, weil die Rohstoffpreise für die wichtigsten Exportgüter auf dem Weltmarkt fielen.

Exportorientierte Entwicklungs- und Schwellenländer erleben heute die gleiche Entwicklung: Im Laufe der beiden Jahre 2014 und 2015 sind die Weltmarktpreise für die meisten Rohstoffe stark gefallen. Dem vorausgegangen war eine lange Periode des Rohstoff-Preisbooms, von vielen auch als Rohstoff-Superzyklus oder „Rohstoff-Bonanza“ bezeichnet, nur unterbrochen durch die globale Finanzkrise 2007/2008. Angeheizt wurde der Boom unter

anderem durch die Nachfrage nach Rohstoffen in einigen großen Schwellenländern. Viele rohstoffexportierende Länder haben daher massiv ihre Abbau- und Produktionskapazitäten erweitert, um die Nachfrage bedienen zu können. 2014 kam der Preis-Boom dann zu einem Ende, ausgelöst durch ein Überangebot bei den meisten Rohstoffen und eine gleichzeitig gesunkene Nachfrage. Vor allem der Rückgang der rohstoffintensiven Investitionen in China hatte starke Auswirkungen auf globale Export- und Rohstoffmärkte. China versucht, die eigene Wirtschaft allmählich auf die Binnennachfrage auszurichten, um die Abhängigkeit von seinen Exportmärkten zu verringern.

Quasi bei allen Rohstoffen konnte im Jahr 2014 ein Einbruch der Weltmarktpreise beobachtet werden, ganz besonders bei Öl, Erzen, Metallen und Agrarrohstoffen. Rekordernten waren ein wesentlicher Faktor für den Verfall der Getreide- und Sojapreise, üppige Lagerbestände ließen die Preise für Baumwolle und Kautschuk fallen. Vor allem der Ölpreis ist seit Mitte des Jahres 2014 dramatisch gesunken. Dies wurde ausgelöst durch eine gestiegene weltweite Produktion, vor allem von Schieferöl in den USA. Auf die gestiegene Produktion in den USA folgten Maßnahmen der erdölexportierenden Länder, die ihren Marktanteil verteidigen wollten, was ebenfalls zum Preisverfall beigetragen hat. Der Verfall des Ölpreises hat wiederum Auswirkungen auf die Preisentwicklungen von anderen Rohstoffen. So bedeuten geringere Ölpreise sinkende Produktionskosten, was wiederum die Produktion im Bereich anderer Rohstoffe begünstigen kann und so zu einem Überangebot beiträgt.

Durch diese Entwicklungen sind die Wachstumsaussichten in Schwellenländern generell schlechter geworden.²⁷ Ein geringeres Wirtschaftswachstum (vor allem) in Schwellenländern kann auch die Schuldensituation in vielen Entwicklungsländern massiv verschlechtern. Das liegt daran, dass Schwellenländer, vor allem China, wichtige Handelspartner für viele Entwicklungsländer sind. Weniger Nachfrage nach Exportgütern bedeuten weniger Einnahmen und damit mehr Fremdfinanzierungsbedarf, vor allem wenn im Haushalt bereits kaum noch Spielraum für krisenmildernde Maßnahmen ist. Außerdem werden durch die schwächere Wirtschaftsleistung die bestehenden Schulden weniger tragfähig. Wird die Fremdfinanzierung zum Ausgleich

²⁷ IWF (2015d): „World Economic Outlook October 2015: Adjusting to Lower Commodity Prices“, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/text.pdf>.

fehlender Einnahmen dann noch schwieriger und/oder teurer, weil sich das globale Umfeld verändert hat können Schuldner schnell in die Zahlungsunfähigkeit rutschen.

Ein großes Problem in diesem Zusammenhang ist auch, dass viele ärmere Entwicklungsländer oft noch immer gering diversifizierte Volkswirtschaften aufweisen, mit einem substantiellen Anteil unverarbeiteter Primärgüter am Export. Nur einige größere Schwellenländer haben ein Niveau der Diversifizierung erreicht, das dem von Industrieländern ähnelt.²⁸ Länder in Subsahara-Afrika sind am geringsten diversifiziert. Wenn, wie oben beschrieben, Anleger und Investoren das aufstrebende Afrika bejubeln, dann tun sie das auf Basis der vereinfachten Vorstellung, dass hohe Wachstumsraten und gestiegene ausländische Investitionen immer nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung bedeuten. In vielen rohstoffexportierenden Entwicklungsländern hingen Wachstumsraten und Investitionen jedoch mit dem Ausbau der Exportkapazitäten zusammen. Viele der in dieser Fachinformation beschriebenen Neukredite für Infrastrukturinvestitionen flossen in diesen Bereich, womit das strukturelle Problem der geringen Diversifizierung der Volkswirtschaften vieler Entwicklungsländer noch verschärft wird. Vor allem in vielen Ländern Subsahara-Afrikas, die in den letzten Jahren stark gewachsen sind, lässt sich nicht erkennen, dass die Volkswirtschaften strukturell weniger abhängig von dem Export unverarbeiteter Rohstoffe geworden sind, eher scheint das Gegenteil zuzutreffen.²⁹

Der Export unverarbeiteter Rohstoffe kann zwar hohe BIP-Wachstumsraten bringen, bedeutet aber trotzdem nur eine geringe Wertschöpfung im Land. Hinzu kommt, dass gering diversifizierte Länder hilflos den durch externe Preisveränderungen verursachten Zyklen starken Auf- und Abschwungs ausgesetzt sind – mit dramatischen Auswirkungen auf die Schuldensituation.

Dollarschulden werden teurer, wenn heimische Währungen zum Dollar an Wert verlieren

In der zweiten Jahreshälfte 2015 haben alle Währungen von Emittenten aus Subsahara-Afrika an Wert gegenüber dem US-Dollar verloren, die von rohstoffexportierenden Ländern sogar sehr massiv. Zum Beispiel hat der sambische *Kwacha* im Vergleich zum Vorjahr über 50 Prozent an Wert verloren. Der Wertverlust der Währungen hing in einigen Ländern mit den weltwirtschaftlichen Entwicklungen zusammen, im Falle Sambias mit dem Verfall der Preise für Kupfer, dem wichtigsten Exportgut des Landes. Die hier beschriebenen Euromarktanleihen lauten auf US-Dollar. Durch den Wertverlust wird die Bedienung der Auslandsschulden in nationaler Währung teurer, denn mehr heimische Mittel werden benötigt, um den gleich gebliebenen Betrag in ausländischer Währung aufbringen zu können. Die britische Schuldenerlasskampagne *Jubilee Debt Campaign* hat in einigen Ländern den Anstieg der Schuldendienstkosten aufgrund des Wertverlustes der nationalen Währung zum Dollar berechnet. Sie schätzt, dass beispielsweise in Ghana der öffentliche Schuldendienst im Verhältnis zu den Staatseinnahmen im Jahr 2015 aufgrund des Wertverlustes des ghanaischen *Cedi* um 7 Prozentpunkte gestiegen ist.

Das Gleiche gilt natürlich auch für im Ausland verschuldete Unternehmen. Knapp 4 Billionen US-Dollar der 23,5 Billionen US-Dollar Unternehmensschulden in Schwellenländern sind Dollarschulden. Schwellenländerwährungen verloren seit 2013 im Schnitt 30 Prozent zum Dollar. In der Vergangenheit kamen Unternehmens- und Staatspleiten in Schwellenländern häufig im Gleichschritt mit Phasen eines stärkeren Dollars, vor allem wenn zuvor in Phasen des billigen Geldes die Verschuldung in einem rasanten Tempo gestiegen war.

Die fallenden Rohstoffpreise fallen zusammen mit höheren Zinsen und einem schlechteren Zugang zum Kapitalmarkt

Ein wichtiger Grund für die Schuldenkrise der 1980er Jahre war ein Anstieg der globalen Zinssätze, der den zu zahlenden Schuldendienst vieler Entwicklungsländer in den 1980er Jahren explodieren ließ. Ein Großteil der Anleihen heute ist fest verzinst, das heißt, dass sich die Zinslast nicht verändert, auch wenn der Leitzinssatz wieder angehoben wird. In den 1980er Jahren waren die Kredite größtenteils variabel verzinst, der Zinssatz schwankte mit dem internationalen Leitzins LIBOR. Dieses

²⁸ UNCTAD (2015): „Key Statistics and Trends in International Trade 2014“, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/ditctab2014d2_en.pdf, S. 22.

²⁹ Vgl. UNCTAD (2013): „Facts and figures on commodities and commodities trade“, <http://unctad.org/en/pages/InformationNoteDetails.aspx?OriginalVersionID=38> und allgemein zu ärmeren Entwicklungsländern: IWF (2014). Der IWF zeigt, dass die meisten ärmeren Entwicklungsländer gering diversifiziert sind, nennt aber relevante Ausnahmen, nämlich Vietnam, Tansania, Nepal und Uganda.

Risiko besteht zumindest bei den meisten der momentanen Anleihen für Länder aus Subsahara-Afrika in dieser Form nicht.³⁰

Doch sie bergen ein anderes Risiko: Normalerweise nehmen Staaten Schulden nicht auf, um sie irgendwann zurückzahlen, sondern um sie ständig zu refinanzieren und aus der Differenz zwischen fälligem Zins und erzielten Wachstumseffekten Entwicklung zu finanzieren. Schwierigkeiten können entstehen, wenn der Marktzugang schwieriger wird, zum Beispiel weil sich das Anlegerinteresse wieder verstärkt anderen Regionen zuwendet oder sich die Risikowahrnehmung der Anleger verändert. Die Kreditaufnahmen erfolgten in einem Umfeld, in dem billiges Geld auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten auf den globalen Finanzmärkten verfügbar ist. Der Marktzugang für Entwicklungs- und Schwellenländer war also bis 2014 extrem einfach. Doch es zeichnet sich ab, dass sich die zuvor beschriebene zuversichtliche Haltung von Anlegern bereits verändert und sie nicht mehr die gleiche Bereitschaft an den Tag legen, Entwicklungsländern frisches und weiterhin relativ günstiges Geld zur Verfügung stellen: Ärmere Emittenten mussten 2015 deutlich höhere Zinsen für ihre Anleihen in Kauf nehmen als zuvor. Wurde Sambia 2012 seine erste Staatsanleihe noch zu einem Zinssatz von 5,6 Prozent los, waren es bei der Anleiheemission 2015 bereits 9,4 Prozent. Angola, das 2015 zum ersten Mal eine Staatsanleihe ausgab, musste einen Zinssatz in Höhe von 9,5 Prozent hinnehmen.³¹ Das bedeutet, dass trotz der vereinbarten festen Zinssätze ein ähnliches Zinsrisiko wie in den 1980er Jahren auch heute besteht.

In den Datenbanken von IWF und Weltbank werden noch keine Daten zu den Kapitalflüssen im Jahr 2015 zur Verfügung gestellt. Allerdings lassen die Angaben in Abbildung 4, die die einzelnen Euromarktanleihen von Ländern mit niedrigem und niedrigem mittlerem Einkommen in Subsahara-Afrika zeigt, den Eindruck entstehen, dass der Trend zwischen 2012 und 2014 im Jahr 2015 zum Halten gekommen ist, also weniger privates Geld zur Verfügung steht. Gründe dafür sind zum Beispiel der im Jahr 2014 begonnene, anhaltende Preisverfall für Rohstoffe auf dem Weltmarkt und die Herabstufung der globalen Wachstumsprognosen durch den IWF. Durch den Verfall der Rohstoffpreise verschlechtern sich potenziell sowohl die

volkswirtschaftlichen Aussichten als auch der fiskalische Handlungsspielraum der betroffenen Regierungen. Aus diesem Grund sehen Anleger für ihre Investitionen und Anlagen mittlerweile ein höheres Risiko.

Doch auch durch die Entscheidung der US-amerikanischen Zentralbank im Dezember 2015, den Leitzins anzuheben, kann man davon ausgehen, dass Investitionen und Anleihen in Industrieländern wieder attraktiver werden, die in Entwicklungs- und Schwellenländern also verhältnismäßig unattraktiver. Im Januar 2014 gerieten einige der erfolgreichen Schwellenländer aufgrund dramatischer Währungsentwicklungen in die Schlagzeilen, weil Anleger in großem Stil ihr Geld abzogen. Wichtigster Auslöser dieser Entwicklung war die Ankündigung der USA, die Leitzinsen anzuheben, was zu einer Normalisierung der Zinsabstände zwischen Industrie- und Schwellenländern führt.³² Damit zeigt sich die erhebliche Volatilität der in Schwellenländern teilweise spekulativ angelegten Finanzströme. Durch die Einleitung der Leitzinserhöhung durch die US-amerikanische Zentralbank sehen Beobachter/innen eine Kreditklemme auf Unternehmen in Schwellenländern zukommen und befürchteten eine Welle von Unternehmenspleiten.³³ Bereits Ende des Jahres 2014 verlangsamte sich der Kapitalfluss merklich.

Abschließend lässt sich festhalten, dass Entwicklungs- und Schwellenländer einen *double bust*, also eine Periode, in der die Abnahme beziehungsweise Umkehr von Kapitalflüssen mit sinkenden Rohstoffpreisen zusammenfällt, erleben. Eine solche Phase des Doppelschocks hatte es auch zwischen 1981 und 1986 gegeben.³⁴ 1982 markierte Mexiko mit seiner Zahlungseinstellung den Beginn der „Schuldenkrise der Dritten Welt“.

³² Vgl. Kaiser, J. (2014): „Kommt die nächste Krise in den Schwellenländern?“ in: erlassjahr.de und Kinderothilfe: „Schuldenreport 2014“, S.15f.

³³ Vgl. Dolan, M. (2015): „Emerging market credit crunch could haunt 2016“, 11.11.2015, Reuters, <http://www.reuters.com/article/us-global-emerging-crunch-analysis-idUSKCN0T00IB20151111>, und Chan, S. (2015): „World set for emerging market mass default, warns IMF“, veröffentlicht im Telegraph, 29.09.2015, <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/11898936/World-set-for-emerging-market-mass-default-warns-IMF.html>.

³⁴ Vgl. Reinhart, C. et. al. (2016): „Global Cycles: Capital Flows, Commodities, and Sovereign Defaults, 1815-2015“, Vorschau des Entwurfs der Studie, die im Mai 2016 in American Economic Review Papers and Proceedings veröffentlicht wird.

³⁰ Tansania hat als einziges Land in Subsahara-Afrika eine Anleihe mit variablem Zins platziert.

³¹ Vgl. Deutsche Bank Research (2015), S. 2.

Privatsektorschulden können leicht zum Problem des öffentlichen Sektors werden

Durch Investoren und Anleger sind in kurzer Zeit enorme Beträge in Schwellenländer geflossen. Die Beträge wurden und werden jedoch nicht nur produktiv, sondern teilweise auch spekulativ angelegt. Schon 2011 warnte die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (die Zentralbank der Zentralbanken) vor einer Finanzkrise in großen Schwellenländern, der ähnliche Entwicklungen wie in Irland, Spanien, den USA und Großbritannien vor der Finanzkrise und der Euro-Schuldenkrise ab 2007 vorausgehen. Zu diesen Entwicklungen zählen der rapide Anstieg der Verschuldung des Privatsektors und das damit zusammenhängende „explodierende Kreditwachstum“³⁵, also ein starker Anstieg des Kreditvolumens in kurzer Zeit.

Die öffentliche Hand hat auf den ersten Blick mit den Verbindlichkeiten des Privatsektors wenig zu tun, denn es besteht keine direkte Zahlungspflicht für die Regierung eines Schuldnerlandes, außer es wurde eine staatliche Bürgschaft ausgesprochen. Doch ausklammern sollte man diese Kategorie bei der Betrachtung der Tragfähigkeit von Verschuldung trotzdem nicht. In vielen öffentlichen Schuldenkrisen, zum Beispiel in den 1980er Jahren im Kontext der Schuldenkrise von lateinamerikanischen Ländern oder in den 1990er Jahren im Kontext der Asienkrise, war die Auslandsverschuldung des Privatsektors entweder der Auslöser einer öffentlichen Schuldenkrise oder trug maßgeblich zu ihr bei.

Die öffentlichen Schuldenkrisen in Irland und Spanien zeigen, wie die Krise des Privatsektors unerwartet zu einem öffentlichen Verschuldungsproblem werden kann: Beide Staaten wiesen eigentlich eine völlig unproblematische öffentliche Verschuldung auf und nur der Privatsektor – vor allem das Bankenwesen und der Immobiliensektor – war exorbitant im Ausland verschuldet. Als spanische und irische Banken 2008/2009 im Kontext der globalen Finanzkrise in Zahlungsschwierigkeiten gerieten, liehen sich die irische und spanische Regierung Geld, um dafür zu sorgen, dass die Banken liquide blieben – private Risiken wurden zu öffentlichen Risiken. Irland und Spanien mussten später beide auf Hilfskredite aus dem europäischen Rettungsschirm zurückgreifen.

³⁵ Vgl. Prosit, W. (2011): „BIZ warnt vor Krisen in Schwellenländern“, veröffentlicht in der Financial Times Deutschland am 27.06.2011.

Es gibt weitere indirekte Risiken aus der Privatsektorverschuldung für die Volkswirtschaften und die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung: Sollten Firmen Schwierigkeiten bei der Bedienung ihrer Kredite haben, kann es sein, dass sie Investitionen stoppen und ihren Betrieb einschränken müssen, was zu einer Verminderung des Wirtschaftswachstums führen kann. Auch die Schuldenprobleme der Privathaushalte können zu weniger Konsum führen und damit das Wirtschaftswachstum weiter schwächen. Probleme mit der Tragfähigkeit der Schulden von Unternehmen und Haushalten können auch auf die Banken überlaufen, wenn Kredite notleidend werden. Auch wenn der Anteil von Unternehmensanleihen an der Gesamtverschuldung rapide zugenommen hat, sind Unternehmen hauptsächlich bei Banken verschuldet. Kredite an Firmen in notleidenden Branchen (Immobilien in China, Rohstoffe in Brasilien und Nigeria, usw.) sind leider auffallend oft in den Büchern.³⁶ Zuletzt gingen im Herbst erste alarmierende Schlagzeilen durch die Fachpresse, dass eine Bankenkrise in den Schwellenländern mit dem höchsten Kreditboom im Privatsektor vor der Tür stehe.³⁷

Schuldenkrisen kann man nicht verhindern

Die aktuell hohe Neukreditaufnahme und -vergabe sowie der Aufbau neuer Schuldenberge in Entwicklungs- und Schwellenländern ist kein neues Phänomen: In den 1990er Jahren erhielten einige hoch verschuldete Schwellenländer vor allem in Lateinamerika Schuldenerleichterungen unter dem sogenannten „Brady-Plan“. Als sich dadurch in manchen beteiligten Ländern die Situation merklich entspannte, folgte eine rapide Neukreditvergabe an diese Länder.³⁸

Die Neukreditaufnahmen, um die es in diesem Text geht, sehen wir unter anderem in Ländern, die ab Ende der 1990er Jahre unter der multilateralen Schuldenerlassinitiative für hoch verschuldete arme Länder entschuldet wurden. So zählen 8 der 36 bereits entschuldeten Länder zu den Erstemittenten von Staatsanleihen auf dem inter-

³⁶ Vgl. The Economist (2015) „Emerging-market banks: Stressful times“, <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21679465-problems-banks-developing-world-are-more-chronic-acute-stressful>, 5.12.2015.

³⁷ Vgl. Pronina, L. und Beardsworth, T. (2015): „China, Brazil Among Emerging Markets at Risk of Bank Crisis“, Bloomberg, 14.09.2015, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-13/china-brazil-among-emerging-markets-at-risk-of-banking-crisis>.

³⁸ Vgl. Guscina, A. et. al. (2014), S. 11.

nationalen Kapitalmarkt. Die Neukreditaufnahme ist für den Länderkreis der HIPC eine logische und auch wünschenswerte Folge ihrer Entschuldung, denn diese soll den Staaten die Chance auf einen Neuanfang ermöglichen. Dazu gehört auch die Option, Entwicklung (wieder) mit Krediten zu finanzieren. Frisch entschuldet sind Länder wie Ghana, Tansania oder Bolivien daher attraktiv für Kreditgeber und Investoren, so wie in den 1990er Jahren nach Umsetzung des Brady-Plans die lateinamerikanischen Schwellenländer.

Diese Parallelen zeigen, dass Schuldenkrisen durch einmalige Schuldenerlasse oder sonstige einmalige Anstrengungen niemals ein für alle mal „gelöst“ werden können. Ecuador musste 1999 die Zahlungen auf die Brady-Bonds einstellen, die dem Land eigentlich aus der Krise helfen sollten. Sieben Länder, die erst kürzlich unter der HIPC-Initiative entschuldet wurden, haben bereits wieder ein hohes Überschuldungsrisiko.³⁹

Nicht nur, dass keine Krise jemals die letzte sein wird: Kein einzelnes Land oder eine spezielle Gruppe von Schuldnern ist grundsätzlich vor einer Krise gefeit. Gestrige Erfolgsgeschichten können morgige Pleitestaaten sein, sei es weil Wachstumsschübe nicht wie geplant eingetreten sind, wie in Brasilien, oder sich hohe Wachstumsraten nicht halten ließen, wie in Ghana. Das Ebbe-Flut-Phänomen, also der schnelle Zustrom einer erheblichen Summe an Kapital in aufstrebende Schwellenländer, das jedoch genauso schnell wieder weg sein kann, wie es gekommen ist, wird auch in Zukunft auftreten. Dank der Deregulierung und Liberalisierung der Kapitalmärkte und damit des Abbaus von Kontrollen für den Zu- und Abfluss von ausländischem Kapital liegt die Häufigkeit und Schnelligkeit des Wechsels von *Boom* zu *Bust* außerhalb der Kontrolle der betroffenen Länder. Nationale Entscheidungen, wie etwa die Leitzinsanhebung durch die USA oder weniger importintensive Investitionen durch China, können Auswirkungen auf Volkswirtschaften in der ganzen Welt haben.

Zurück in die Achtziger?

Die Vorgängerkampagne von erlassjahr.de, die Erlassjahr2000-Kampagne, entstand als Folge der „Schuldenkri-

se der Dritten Welt“ in den 1980er und 1990er Jahren. Dem Aufbau der damaligen Krise gingen ähnliche Entwicklungen voraus wie der aktuell zu erwartenden Krise: Auch damals gab es viel leicht verfügbares Geld in den reichen Ländern auf der Suche nach profitableren Anlage- und Investitionsmöglichkeiten, denn auch damals waren Anlagen in den eigenen Ländern nicht besonders lukrativ. Viel Geld ist damals in Entwicklungs- und Schwellenländer geflossen, unabhängig davon, ob die Länder das Geld sinnvoll investieren konnten oder nicht. Dann veränderte sich das Umfeld, die globalen Zinsen stiegen, die Rohstoffpreise fielen und die Länder waren damals schnell nicht mehr in der Lage, die Kredite zu bedienen.

Wir können heute exakt die gleiche Entwicklung beobachten: Zuerst ein Überangebot an Krediten auf den internationalen Finanzmärkten. Auch dieses wurde nicht immer produktiv investiert. Jetzt beginnt sich das Umfeld langsam zu verändern. All die Faktoren, die den letzten *Boom* bei der Kreditvergabe an Entwicklungs- und Schwellenländer begünstigt haben – ein schwacher Dollar, niedrige globale Zinsen, boomende Rohstoffpreise –, verändern sich negativ. Die Rohstoffpreise sind bereits im freien Fall, ein Anstieg der globalen Zinsen wurde Ende Dezember 2015 von der US-amerikanischen Zentralbank eingeleitet.

In den 1970er und 1980er Jahren trafen die anlagesuchenden Bankiers aus den Industrieländern auf autoritäre Regierungen in vielen Staaten Afrikas und Lateinamerikas, die nur zu gern hochverzinsliche Kreditverträge unterschrieben, um ihrem Ziel, sich selbst so schnell wie möglich zu bereichern, näher zu kommen. Heute mag zwar die Zeit der Diktatoren-Spezies größtenteils vorbei sein, doch dass unverantwortliches Verhalten der Gläubiger- und/oder Schuldnerseite oft Ursache für eine Schuldenkrise ist, hat sich nicht grundlegend verändert. Dass sich Länder wie Ghana oder Ecuador in den letzten Jahren so günstig am Kapitalmarkt verschulden konnten oder bilanzschwache Firmen in Schwellenländern an schnelles und billiges Geld kamen, hing größtenteils mit finanzpolitischen Entscheidungen in reichen Ländern und dem daraus resultierendem Anlagenotstand zusammen. Für den Anleger spielt die Überprüfung der Rückzahlungsfähigkeit des Schuldners daher keine entscheidende Rolle, denn es geht oft um kurzfristiges Profitinteresse. Die Verantwortung für das Gelingen des Kreditgeschäfts wird heute wie damals allein beim Schuldner gesehen.

³⁹ Vgl. Rehbein, K. (2015): „Verschuldete Staaten weltweit“ in: erlassjahr.de und Kindernothilfe: „Schuldenreport 2015“, S. 6ff.

Die Politik hat es versäumt, rechtzeitig Reformen auf den Weg bringen

Leider ist noch etwas seit dreißig Jahren unverändert geblieben: Noch immer ist das Verhalten der Politik, von Kreditgebern, Investoren und Anlegern von dem Glaubenssatz geprägt, dass Staaten nicht pleitegehen können. Diese Annahme beruht auf der Vorstellung, dass die Vergabe von Krediten immer Entwicklungen anstößt, die eine problemlose Rückzahlung der Kredite möglich machen. Und auch wenn eigentlich klar ist, dass das nicht immer der Fall ist, dann doch zumindest auf der Hoffnung, dass Staaten ihre Schulden schon irgendwie zurückbezahlen werden, zum Beispiel indem sie einfach immer weiter Kredite aufnehmen oder indem sich der Schuldner auf Kosten der Volkswirtschaft und Bevölkerung den Schuldendienst vom Munde abspart.

Kommt es dann aber doch zu einer Staatsschulden- oder Finanzkrise, ist der Umgang damit grundsätzlich von der Annahme geprägt, dass dieses Mal alles anders, die jeweilige Krise also einzigartig ist.

Diese Annahmen helfen zwar dabei, dass sich Staaten günstig verschulden können, sie führen jedoch auch seit Jahrzehnten dazu, dass die Politik nicht angemessen auf Krisen vorbereitet ist, wenn sie dann doch eintreten, sei es in der „Dritten Welt“ der 1980er und 1990er Jahre oder in Griechenland 2010. Erst 2015 haben die Bundesregierung sowie andere reiche Länder wieder bewiesen, dass sie nichts aus der Geschichte gelernt haben. Im September 2014 hatte der Zusammenschluss der Entwicklungs- und Schwellenländer in der UNO (G77 und China) bei der Vollversammlung der Vereinten Nationen eine Resolution durchgesetzt, die einen zwischenstaatlichen Prozess für die Einführung eines geordneten und rechtlich bindenden Mechanismus für die Lösung von Schuldenkrisen fordert. Die Entwicklungs- und Schwellenländer hatten die Gefahren für das globale und nationale Gemeinwohl erkannt, die mit dem Fehlen eines geordneten Rahmens für die Lösung von Staatsschuldenkrisen einhergehen. Die Entscheidungsträger/innen der reichen Länder haben es jedoch versäumt, die historische Chance durch den UN-Prozess zu nutzen. Indem sie den Verhandlungen fernblieben, haben sie bis zum Schluss den Prozess boykottiert, so dass kein verlässliches, multilateral abgestimmtes Entschuldungsverfahren vor der nächsten großen Krise auf den Weg gebracht werden konnte. Es scheint, dass es einer nächsten globalen Schuldenkrise mit all ihren katastrophalen wirtschaftlichen und sozialen Folgen als politisches Mo-

mentum bedarf, damit die Weltgemeinschaft endlich bereit ist, Schritte in Richtung einer Reform des globalen Schuldenmanagements zu gehen. Vor dem Hintergrund der neuen 2030-Entwicklungsagenda, in der sich die Staatengemeinschaft zur Beseitigung der Armut verpflichtet, ist das skandalös.