

Reform der Kreditvergabe des IWF erhöht die Stabilität in Schwellenländern

Mit dem Verlauf der aktuellen weltweiten Finanz- und Konjunkturkrise steht der Internationale Währungsfonds (IWF), dessen Bedeutung seit Beginn des neuen Jahrtausends stark gesunken war, wieder im Mittelpunkt des internationalen Krisenmanagements. Mit 52 laufenden Kreditvereinbarungen, von denen allein 33 nach dem Zusammenbruch des Investmentbankhauses Lehman Brothers neu vergeben wurden, erleben IWF-Kredite eine Nachfrage, die jene während der Asienkrise noch übersteigt. Medienwirksam deutlich geworden ist die wiedergewonnene Bedeutung des IWF auf dem G20-Gipfel im April 2009, bei dem eine massive Erhöhung der Liquidität des Fonds beschlossen wurde. Dort stellten die Staatsoberhäupter dem IWF eine Verdreifachung seiner Mittel auf umgerechnet ca. 750 Mrd. US-Dollar durch eine einmalige Allokation von Sonderziehungsrechten (SZR) im Rahmen des *New Arrangement to Borrow* in Aussicht.

In den Hintergrund rückte dadurch allerdings die bereits im März 2009 durchgeführte Reform der Kreditvergabe. Neben den Reformen der Konditionalität, Kreditvolumina und Rückzahlungslaufzeiten für alle Kreditlinien ist besonders auf die neu eingerichtete *Flexible Credit Line* (FCL) und die *High Access Precautionary Arrangements* (HAPA) hinzuweisen.

Nachdem bereits früher mit der *Contingent Credit Line* (1999-2003) und der *Short-term Liquidity Facility* (Oktober 2008 bis März 2009) erfolglos versucht worden war, eine vorbeugende Kreditlinie zu etablieren, ist es mit der Vermittlung der FCL an Polen, Mexiko und Kolumbien, sowie der HAPA an Costa Rica, El Salvador, Guatemala und Gabun zum ersten Mal gelungen, Nachfrage nach einer solchen Kreditlinie hervorzurufen. Im Folgenden sollen daher Design und Effektivität der neuen Instrumente aus theoretischer sowie empirischer Sicht bewertet werden. Von besonderem Interesse ist die Frage, ob es dem IWF gelingt, durch Liquiditätsbereitstellung Finanzkrisen zu vermeiden.

Aus theoretischer Sicht wird dabei an die Diskussion um einen *International Lender of Last Resort* (ILOLR)³⁵ angeknüpft, und es wird der generellen

Frage nach der Notwendigkeit eines solchen nachgegangen, um im Anschluss zu prüfen, inwiefern das Design der FCL und der HAPA den Anforderungen an einen ILOLR genügt.

Aus empirischer Sicht wird die Hauptfrage sein, inwiefern der IWF die Stigmatisierung seiner Programme beenden kann, die neben politischen Erwägungen als Hauptgrund mangelnder Nachfrage nach vorbeugenden Kreditlinien gesehen werden kann.

Notwendigkeit eines International Lender of Last Resort

Spätestens seit der Asienkrise ist offensichtlich, dass die in den 1970er Jahren begonnene Freigabe der Wechselkurse, die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die damit einhergehende Zunahme an Komplexität und Interdependenz der internationalen Finanzbeziehungen nicht nur zur Verbesserung der Allokation von Ressourcen beitragen, sondern auch Gefahren bergen, die den nationalen Akteuren der Geld- und Währungspolitik ihre Grenzen aufzeigen. Deshalb hat die Debatte um einen ILOLR in der Folgezeit der Asienkrise an Fahrt aufgenommen.³⁶ Ein glaubwürdiger Versuch, einen ILOLR zu installieren, ist aber dennoch ausgeblieben. Am ehesten ließen sich noch die Bemühungen des IWF, eine präventive Kreditlinie zu etablieren, als Schritt in diese Richtung verstehen, wobei keine der diskutierten Kreditlinien den Ansprüchen an einen glaubhaften ILOLR genügt.³⁷

Stattdessen folgte, teilweise bedingt durch dessen Missmanagement der Asienkrise, eine Abkehr vieler Schwellenländer vom IWF. Dabei wurden

einen Kreditgeber, der dann einspringt, wenn eine Kreditversorgung über den Markt nicht mehr möglich ist.

³⁶ CALOMIRIS, C. W.: The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort, in: CATO Journal, Vol. 17, No. 3, 1998, pp. 275-294. – FISHER, S.: On the Need for an International Lender of Last Resort, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, No. 4, 1999, pp. 85-104. – ROGOFF, K.: International Institutions for Reducing Global Financial Instability, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, No. 4, 1999, pp. 21-42.

³⁷ Vgl. KNEDLIK, T.; STRÖBEL, J.: Führt neues IWF-Instrument zur Prävention von Währungskrisen?, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 7/2007, S. 269-274.

³⁵ Der Begriff „Lender of Last Resort“ kann mit „Kreditgeber letzter Instanz“ übersetzt werden und beschreibt

vor allem die mit IWF-Krediten einhergehenden Reformprogramme kritisiert. Im Laufe der 2000er Jahre setzten viele dieser Länder daher auf Selbstversicherung durch Akkumulation von Währungsreserven, finanziert über Leistungsbilanzüberschüsse. Einerseits konnte so der Spielraum nationaler Geld- und Währungspolitik erweitert werden, im Falle von Abwertungsdruck am Devisenmarkt intervenieren zu können. Andererseits bürdeten sich die Schwellenländer damit aber auch hohe soziale Kosten auf.³⁸ Gleichzeitig gelten die daraus resultierenden globalen Ungleichgewichte als einer der Auslöser der aktuellen Krise.³⁹ Offenbar kann die durch Reservenakkumulation gewonnene Stabilität für ein einzelnes Land zu steigender globaler Instabilität führen. Aus diesem Grund wäre ein effektiver ILOLR einer Selbstversicherung vorzuziehen.⁴⁰

Im Verlauf der aktuellen Krise hat die US-Zentralbank durch bilaterale reziproke Währungs-Swaps gegenüber den Notenbanken von Japan, der Schweiz, England sowie der Europäischen Zentralbank und später gegenüber Mexiko, Brasilien, Südkorea und Singapur die Rolle eines externen Lender of Last Resort übernommen. Es ist jedoch davon auszugehen, dass aufgrund der mangelnden Aufsichtskompetenzen gegenüber ausländischen geldpolitischen Institutionen eine langfristige Übernahme dieser Aufgabe nicht in ihrem Interesse liegt.⁴¹

Die einzige internationale Finanzinstitution, die sowohl die Funktion der Liquiditätsbereitstellung als auch der Überwachung der Wirtschaftspolitiken der Länder erfüllen könnte, und dabei noch multilateral legitimiert werden kann, ist der IWF. Die Notwendigkeit einer beim ILOLR angesiedelten Überwachungsfunktion ergibt sich aus dem Haupteinwand gegen die Einrichtung eines solchen. So gelten die mögliche Beförderung von Moral Hazard und damit der Missbrauch des Versicherungsmecha-

nismus hinsichtlich überhöhter Risikobereitschaft der Finanzmarktakteure und der nicht sachgemäßen Nutzung der zur Verfügung gestellten Mittel sowie die potentielle Rückzahlungsunfähigkeit durch das Einrichten eines ILOLR als die Hauptgefahren. Bevor anhand eines funktionalen Kriterienkatalogs näher auf die technische Umsetzung und ihre Schwierigkeiten eingegangen werden soll, wird zunächst der Aufgabenbereich eines ILOLR sowie die generelle Tauglichkeit des IWF, dieser Rolle nachzukommen, erörtert werden.

Der IWF auf dem Weg zum ILOLR?

Die Währungskrisen der 1990er Jahre, aber auch die aktuelle Finanzkrise haben gezeigt, dass sich vor allem Schwellenländer häufig mit Kapitalabflüssen konfrontiert sehen, die in Währungs- und Banken Krisen münden können. Aufgabe eines ILOLR ist es daher, mit Hilfe von Liquiditätsgarantien, sei es in Form eines Kredites an die nationale Zentralbank oder einer direkten Intervention am Devisenmarkt, den Wechselkurs glaubhaft zu stabilisieren und damit Abwertungsspekulationen entgegenzutreten. Dadurch kann der Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten aufrechterhalten und gleichzeitig ein gewisser geldpolitischer Spielraum geschaffen werden. Ob der ILOLR die Stabilisierungsmaßnahme direkt oder über die Zentralbank durchführt, ist dabei für die Effektivität der Maßnahme nicht entscheidend. Zwar sprechen Effizienzbetrachtungen für eine direkte Intervention des ILOLR am Devisenmarkt.⁴² Andererseits aber sollte unter Berücksichtigung der Tatsache, dass der IWF traditionell mit dem Mittel der Kreditvergabe arbeitet, diese ebenso effektive Variante nicht vernachlässigt werden. Das entscheidende Kriterium für eine effektive Erfüllung einer ILOLR-Funktion ist die Fähigkeit, kurzfristig in großem Umfang Liquidität bereitstellen zu können.

Deshalb ist die Frage der Finanzierung des IWF von herausragender Bedeutung für die Beurteilung seiner möglichen Transformation zu einem glaubwürdigen ILOLR. Der IWF verfügt infolge eines Beschlusses des G20-Gipfels im April 2009 über

³⁸ Vgl. RODRIK, D.: The Social Costs of Foreign Exchange Reserves, in: NBER Working Paper, No. 11952, 2006, pp. 7 et seq.

³⁹ DIETRICH, D.; HAUCK, A.: Internationale Finanzintegration und Stabilität: Ursachen und vorläufige Lehren aus der internationalen Bankenkrise 2007/2008, in: IWH, Wirtschaft im Wandel, Themenheft Finanzkrise, März 2009, S. 13-19.

⁴⁰ Vgl. OBSTFELD, M.: Lenders of Last Resort in a Globalized World, in: Coleman Fung Working Paper, No. 3, 2009, pp. 15 et seq.

⁴¹ Vgl. ebenda, pp.12 et seq.

⁴² KNEDLIK, T.: A Cost Efficient International Lender of Last Resort, in: International Research Journal of Finance and Economics, Issue 41, 2010 (im Erscheinen).

SZR im Wert von ca. 324 Mrd. US-Dollar,⁴³ die im Rahmen einer generellen SZR-Allokation im August 2009 und einer weiteren speziellen SZR-Allokation im September bereitgestellt wurden. Zusätzlich wurden dem IWF bilateral weitere Finanzmittel in Höhe von vorerst 250 Mrd. US-Dollar im Rahmen des *New Arrangement to Borrow* zugesagt, denen eine weitere Aufstockung auf 500 Mrd. US-Dollar folgen soll.⁴⁴ Neu ist zudem, dass der IWF eigene Anleihen zur Finanzierung ausgibt. Brasilien, Russland, Indien und China haben auf diesem Weg bereits 80 Mrd. US-Dollar bereitgestellt. Damit sind beachtliche Schritte bezüglich der Finanzierung des IWF auf den Weg gebracht worden.

Weiter bestehen bleiben jedoch politische Einwände. So wird darauf verwiesen, dass durch bilaterale Finanzierung große Gläubigerstaaten neben ihrem formalen quotenbedingten Stimmrecht zusätzlichen Einfluss gewinnen könnten.⁴⁵ Auf der anderen Seite wiederum steht das Argument, dass es wenig alternative Verfahrensweisen gibt, eine schnelle Erhöhung der liquiden Mittel des IWF zu erreichen. Insbesondere ist die immer wieder diskutierte substantielle Quotenreform durch einen zähen Verhandlungsprozess gekennzeichnet. Für die Diskussion um einen glaubwürdigen ILOLR ist der Vorwurf politischer Einflussnahme insofern interessant, als dass nur eine transparente Kreditvergabe zu einer Akzeptanz der Instrumente in den Schwellenländern führen wird. Andererseits kann die verstärkte Mitsprache potenzieller Schuldner problematisch in Hinsicht auf Moral Hazard sein.⁴⁶ Aufgrund dieses scheinbaren Dualismus von Akzeptanz und Moral Hazard wird daher häufig eine stärker regelbasierte Kreditvergabe gefordert.⁴⁷

⁴³ Vgl. INTERNATIONAL MONETARY FUND: Factsheet – Special Drawing Rights (SDRs), 31.10.2009, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm>, Zugriff am 15.03.2010.

⁴⁴ G20: Declaration on Delivering Resources through the International Financial Institutions, London Summit, 02.04.2009, <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009delivery.pdf>, Zugriff am 15.03.2010.

⁴⁵ LUECKE, M.: IMF Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis. Kiel Policy Brief, No. 8, September 2009, p. 8.

⁴⁶ Vgl. EICHENGREEN, B.: A Blueprint for IMF Reform: More Than Just a Lender?, in: *International Finance*, Vol. 10, Issue 2, 2007, p. 168.

⁴⁷ Vgl. OBSTFELD, M., a. a. O., p. 19. – ROLANDS, D.: Discretion versus Rules in the Operation of the International Monetary Fund, in: B. Momani, E. Santor, (eds),

Neben der grundsätzlichen Liquiditätskapazität des IWF stellt sich deshalb die Frage, in welcher Frist und in welchem Umfang Liquidität durch den IWF bereitgestellt werden kann. Zur Beantwortung der Frage wird die Grundlage der Kreditvergabe (diskret oder regelgebunden) von wesentlicher Bedeutung sein. Dazu werden die neuen Kreditfazilitäten des IWF näher beleuchtet.

Die Flexible Credit Line revolutioniert die Kreditvergabepolitik des IWF

Als auffälligstes Novum ist die Reform der Konditionalität aller IWF-Programme zu sehen. Offenkundig versucht der IWF, so wieder attraktiver zu werden. Damit werden nicht nur Lehren aus der Vergangenheit gezogen; auch das neue Rollenverständnis des IWF wird deutlich. Während der Fonds mit der Kreditvergabe bisher vor allem auf bereits eingetretene Krisen reagierte, wird speziell im Fall der FCL, aber auch der HAPA, deutlich, dass von nun an ernst gemeinte Krisenprävention eine größere Rolle spielen soll.⁴⁸ Dieses neue Rollenverständnis drückt sich in mehreren Aspekten beider Kreditlinien aus.

Im Fall der FCL beispielsweise wird ganz auf eine nachträgliche (ex post) Konditionalität verzichtet. Stattdessen entscheidet ein vorgelagerter Qualifikationsprozess (ex ante) über die Teilnahme an einem Kreditprogramm. Der Kriterienkatalog enthält dabei Anforderungen an die Auslandsverschuldung, die Zusammensetzung der Kapitalströme, den Zugang zum internationalen Kapitalmarkt, die Devisenreserven, die Staatsverschuldung, die Inflationsentwicklung, die Verfügbarkeit statistischer Daten nach internationalen Standards sowie an Zustand, Regulierung und Überwachung des Finanzsektors (vgl. Tabelle). Mit dem vorgelagerten Qualifikationsprozess wurde ein Weg gefunden, den späteren Zugriff auf Liquidität weitestgehend zu automatisieren. Die vorgelagerte Qualifikation ermöglicht damit eine unmittelbare Verfügbarkeit der Mittel des IWF im Falle einer sich anbahnenden Finanzkrise und erfüllt deshalb einen wesentlichen Teil der Anforderungen an einen effektiven ILOLR.

The Future of the International Monetary Fund: A Canadian Perspective. CIGI, 2009, pp. 33 et sqq.

⁴⁸ Vgl. JOHNSON, S.: The Quiet Coup, in: *The Atlantic*, May 2009, <http://www.theatlantic.com/doc/200905/imf-advice>, Zugriff am 15.03.2010.

Tabelle:

FCL-Qualifikationskriterien und Länderbewertungen des IWF

	Mexiko	Polen	Kolumbien
i) Nachhaltige Auslandsposition			
- Auslandsverschuldung/ BIP in %	18,2	46	19,3
- öffentliche Auslands- verschuldung/BIP in %	10,2	11,8	12,2
- Leistungsbilanzsaldo/ BIP in %	-1,5	-5,5	-2,8
ii) Zusammensetzung der Auslandsfinanzierung	92% der Auslands- verschuldung von privaten Gläubigern	Die große Mehrheit der Auslandsverschuldung entspringt dem Privatsektor	Vorherrschend private Kapitalflüsse in Form von ausländischen Direktinvestitionen
iii) Kapitalmarktzugang			
- Ratings	Fitch: BBB+ (seit Nov. 2009: BBB)	Fitch: A-	Fitch: BB+
- EMBI ^a spreads (zum Zeitpunkt der Vereinbarung)	370,38	nicht verfügbar	417,2
iv) Währungsreserven			
- als Vielfaches des monatlichen Importvolumens	4,2	3,7	7,8
- in % kurzfristiger Auslandsverschuldung	156,6	81	190,7
- in % des BIP	8,1	10,5	9,8
v) Öffentlicher Sektor			
- Verschuldung insgesamt (in % des BIP)	43,3	47,1	32,2
- Haushaltsdefizit (in % des BIP)	-1,8	-3,9	-2,3
vi) Inflation			
- Durchschnitt seit 2006 in %	4,5	2,6	5,6
vii) Solvenz des Bankensektors	<ul style="list-style-type: none"> - Banken sind gut kapitalisiert, hoch-profitabel - Geringe Auslandsverschuldung - Nur geringfügig von Krise strukturierter Finanzprodukte betroffen - 75% internationale Banken - Basel II umgesetzt - Belastbar gegenüber Markt- und Kreditschocks 	<ul style="list-style-type: none"> - Banken sind relativ gut kapitalisiert, robuste Profitabilität - Steigendes Kreditrisiko bleibt beherrschbar - Basel II in Umsetzung 	<ul style="list-style-type: none"> - Nicht stark von der Finanzkrise betroffen - Starke Finanzmarkt-indikatoren

Fortsetzung Tabelle:

	Mexiko	Polen	Kolumbien
viii) Effektive Finanzaufsicht	<ul style="list-style-type: none"> - Starker regulatorischer Rahmen - Starke Aufsichtsbehörden - Schritte hin zu besserer Krisenkooperation - Schritte hin zu einer besseren Bankenabwicklung - Verbesserte Überwachung der Derivateposition von Unternehmen - Sollte aufgrund des signifikanten OTC-Derivate- Marktes die Transparenz verbessern - Kapazitäten für risikobasierte Aufsicht müssen verbessert werden 	<ul style="list-style-type: none"> - Zentrale Aufsichts- institution - Adäquater rechtlicher und institutioneller Rahmen, um angemessen zu intervenieren - Operationale Koordination ist formalisiert - Prozedur für Notfall-liquidität 	<ul style="list-style-type: none"> - Starker regulatorischer und aufsichtsrechtlicher Rahmen - Zentralisierte Aufsichtsinstitution - Adäquater rechtlicher und institutioneller Rahmen, um angemessen zu intervenieren - Operationelle Koordination auf höchster Ebene - Sollte aufgrund des signifikanten OTC-Derivate-Marktes die Transparenz verbessern - Kapazitäten für risikobasierte Aufsicht müssen verbessert werden
ix) Datentransparenz und -integrität	<ul style="list-style-type: none"> - Qualität der statistischen Daten ist gut - Teilnehmer am SDDS seit 1996 	<ul style="list-style-type: none"> - Insgesamt gute Qualität statistischer Daten - Erfüllt Voraussetzungen für hochqualitative Daten - Teilnehmer am SDDS seit 1996 	<ul style="list-style-type: none"> - Insgesamt gute Qualität statistischer Daten - Teilnehmer am SDDS seit 1996
Gesamteinschätzung/ nach Review	Qualifiziert/Erfüllt weiterhin alle Qualifizierungskriterien	Erfüllt alle Kriterien vollständig	Qualifiziert/Erfüllt weiterhin alle Qualifizierungskriterien

Anmerkung: Soweit nicht anders erwähnt, beziehen sich Datenangaben auf das Jahr 2008. – ^a EMBI: Risikoindikator abgeleitet aus Zinsdifferenzen zu einer risikolosen Vergleichsanleihe.

Quelle: IWF-Länderberichte.

Daneben erfüllt die vorgeschaltete Qualifizierung grundsätzlich zwei Funktionen. Zum einen will der IWF sich gegen Zahlungsausfälle absichern. Da diejenigen Länder, die sich für die FCL qualifizieren, grundsätzlich von wirtschaftlicher Stabilität gekennzeichnet sein müssen und sich nur aufgrund potenzieller, extern induzierter Leistungsbilanzprobleme um Zugang zu der FCL bewerben können, wird eine Rückzahlung, möglicherweise sogar vor Ablauf der Laufzeit, für wahrscheinlich gehalten. Diese Absicherung ist deshalb notwendig, da mit der FCL darauf verzichtet wird, das Kreditvolumen in Tranchen zu unterteilen, und somit nach der einmaligen Qualifikation das gesamte Volumen des Kredites automatisch zur Verfügung steht. Außerdem ist das Kreditlimit der FCL theoretisch unbegrenzt. Der Kasten zeigt, dass in der konkreten Ausgestaltung Kreditvolumina zwischen 900% und 1 000% der IWF-Quote des jeweiligen Landes festgeschrieben werden. Als weiterer Siche-

rungsmechanismus finden halbjährliche Reviews statt. Zwar haben diese Reviews keinen weiteren Einfluss auf die Verfügbarkeit des Kredites. Die öffentliche Publikation sollte allerdings aufgrund ihrer Signalwirkung als Sicherheit ausreichend sein.

Die zweite Funktion des Qualifikationsprozesses ist es, die Moral-Hazard-Problematik zu minimieren. Zwar überschneidet sich dieser Punkt teilweise mit der Zahlungsausfallproblematik, dennoch geht es hier letztlich nicht bloß um den Schutz der IWF-Mittel. Der Haupteinwand gegenüber der Einrichtung eines ILOLR ist die Gefahr einer überhöhten Risikoaufnahme durch die Finanzmarktakteure, sollten sie sich einer Liquiditätsgarantie sicher sein. Dieser Problematik soll durch internationale Standards hinsichtlich der Bankenaufsicht und Finanzmarktregulierung begegnet werden. Wie schwierig es ist, der Moral-Hazard-Thematik durch Aufsicht und Regulierung wirklich zu begegnen, zeigt nicht zuletzt die aktuelle Debatte über die

Zerschlagung von Banken, die sich als „too-big-“ beziehungsweise „too-complex-to-fail“ erweisen.⁴⁹ So fordern die Befürworter eines ILOLR, die Debatte über einen solchen zusammen mit der über die Regulierung der Banken und Finanzmärkte zu führen.⁵⁰ Eine entsprechende Reform des internationalen Regulierungsrahmens steht dabei noch aus. Die nach der Asienkrise ergriffene Initiative zur Setzung von internationalen Standards für die Regulierung erwies sich als unzureichend.⁵¹

Neben dem anfänglichen Zugang zu externer Liquidität ist die Dauer der Verfügbarkeit der Unterstützung von wesentlicher Bedeutung. Die Laufzeit für die Rückzahlung eines FCL-Kredites wurde gegenüber früheren vorbeugenden Kreditlinien verlängert, sodass eine erzwungene frühe Rückzahlung nicht zu erneutem Spekulationsdruck führen kann. Neben dem standardmäßig erhobenen SZR-Zins werden Zinszuschläge bei hohen Ziehungen und langer Dauer der Inanspruchnahme erhoben (vgl. Kasten). Der so erhobene Gesamtzins soll das Kreditrisiko des IWF lindern, in gewisser Weise als anreizleitender Strafzins fungieren, aber gleichzeitig nicht abschreckend auf potenzielle Empfänger wirken.⁵² De facto dürfte ein Zinsaufschlag von 300 Basispunkten auf den SZR-Zins in etwa den Marktzinsen für den relevanten Länderkreis unter Nicht-Krisenumständen entsprechen. Einen wirklichen Strafzins gibt es – dem Versuch, ein für die Nachfrage attraktives Instrument zu schaffen, geschuldet – damit nicht.

Insgesamt schlägt der IWF mit der Einführung der FCL einen Weg ein, der nahe an die theoretische Konzeption eines ILOLR heranreicht. Besonders hervorzuheben ist die unmittelbare Verfügbarkeit der Kredite und deren historisch hohes Volumen.

⁴⁹ Vgl. STIGLITZ, J. E.: Too Big to Live, Project Syndicate, 07.12.2009, <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz119/English>, Zugriff am 15.03.2010.

⁵⁰ Vgl. CALVO, G.: Lender of Last Resort: Put it on the Agenda!, 23.09.2009, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3327>, Zugriff am 15.03.2010.

⁵¹ KNEDLIK, T.; STRÖBEL, J.: Bankenregulierung: Mindesteigenkapitalvorschriften von Basel II verstärken Übertragung von Währungs- auf Bankenrisiken, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 8/2007, S. 317-320.

⁵² Vgl. INTERNATIONAL MONETARY FUND: IMF approves Major Lending Policy Improvements, 24.03.2009, <http://www.imf.org/external/np/pdr/fac/2009/032409.htm>, Zugriff am 15.03.2010.

Offensichtlich ist es dem IWF gelungen, ein Instrument zu schaffen, das im Gegensatz zu den bisherigen Instrumenten mit (zum Teil) vorgelegter Qualifikation auch eine Nachfrage erzeugt. Die Auswirkung des neuen Instruments auf die Risikobereitschaft der Finanzmarktakteure und die Krisenpräventionsmaßnahmen der jeweiligen Regierungen und Notenbanken lassen sich empirisch noch nicht zeigen. Theoretisch besteht aber die Gefahr von Moral-Hazard-induzierter erhöhter Risikobereitschaft.

Kasten:

Die FCL-Vereinbarungen des IWF mit Mexiko, Polen und Kolumbien

Das neue Instrument der Flexible Credit Line wurde bislang von drei Ländern in Anspruch genommen. Als erstes Land erhielt *Mexiko* am 17.04.2009 Zugang zu den FCL. Die erste FCL-Vereinbarung stellt mit einem Umfang von 1 000% der Quote Mexikos oder 32 Mrd. SZR (ca. 47 Mrd. US-Dollar) einen quantitativen Rekord in der Geschichte der IWF-Kreditvergabe dar. Die Summe entspricht ca. 50% der Devisenreserven Mexikos und deckt ca. 75% der kurzfristigen Auslandsverschuldung des Landes.

Am 06.05.2009 wurde das zweite Abkommen mit *Polen* geschlossen. Auch in diesem Fall beträgt das vereinbarte Kreditvolumen 1 000% der Quote und damit 14 Mrd. SZR (ca. 20 Mrd. US-Dollar). Das Volumen entspricht ca. 30% der Devisenreserven Polens und 21% der polnischen kurzfristigen Auslandsverschuldung.

Zuletzt wurde am 11.05.2009 eine FCL-Vereinbarung mit *Kolumbien* geschlossen. Das Volumen umfasst hier 900% der Quote (sieben Mrd. SZR, ca. zehn Mrd. US-Dollar). Dies entspricht 44% der Devisenreserven und 84% der kurzfristigen Auslandsverschuldung Kolumbiens.

Die sonstigen Bedingungen sind für alle drei Länder gleich. Die Laufzeit beträgt zunächst ein Jahr, kann jedoch unbegrenzt verlängert werden. Die Rückzahlung in Anspruch genommener Mittel hat eine Laufzeit von 3,25 bis fünf Jahren. Der Zins entspricht dem SZR-Zins (derzeit 0,23%) plus eines Zinsaufschlags von zwei Prozentpunkten bei Ziehungen von über 300% der Quote sowie einem Aufschlag von einem Prozentpunkt bei einer Laufzeit von über drei Jahren. Keines der Länder hat bislang die zur Verfügung stehenden Kredite in Anspruch genommen.

Ein neben der technischen Ausgestaltung des Kreditinstruments wesentlicher Punkt sind verschiedene Formen der Stigmatisierung von Ländern durch ein Kreditinstrument. So könnten Länder, die sich um Unterstützung durch einen IOLR bewerben, signalisieren, dass sie erwarten, in Zukunft auf Hilfe angewiesen zu sein, und damit unerwünschte Marktreaktionen befördern. Bevor anhand erster Erfahrungen mit der FCL überprüft wird, ob diese Form der Stigmatisierung auftritt, wird eine weitere Ausprägung der Stigmatisierung diskutiert. So könnten auch Länder, die sich nicht für die FCL qualifizieren (können), ein negatives Signal senden.

Die High Access Precautionary Arrangements sind keine wirkliche Alternative

Da gerade hinsichtlich der Moral-Hazard-Problematik kein Weg um einen Qualifikationsprozess mit hohen Anforderungen herumführt, bleibt eine große Zahl an Entwicklungs- und Schwellenländern von vornherein vom Instrument der FCL ausgeschlossen. Aktuell steht für diejenigen Länder, die sich nicht für die FCL qualifizieren, aber dennoch Interesse an einer vorbeugenden Kreditlinie haben, das HAPA zur Verfügung. Dabei handelt es sich um eine reformierte Variante der klassischen *Stand-by Arrangements*. Die Unterschiede zur FCL sind allerdings beträchtlich. So sind die Kreditvolumina weitaus geringer als bei der FCL. In den vier bisher bewilligten Programmen von El Salvador, Guatemala, Costa Rica und Gabun liegen die Kreditvolumina bei jeweils 300% der Quote, von denen 200% unmittelbar zur Verfügung stehen und zusätzliche 100% als weitere Kredittranche. Statt eines Qualifikationsprozesses wird weiterhin mit einer Ex-post-Konditionalität gearbeitet. Zwar wurden hier sowohl bei den Performance- als auch bei den strukturellen Kriterien die Anforderungen verringert und durch ein System viertel- bis halbjährlicher Reviews, die flexibler den Verlauf des Programmes bewerten können, ergänzt. Letztlich bleibt dadurch aber die Stigmatisierungsproblematik insofern erhalten, als dass nach wie vor bei Nichteinhalten der Kriterien weitere Kredittranchen vor-enthalten werden können, was ein negatives Signal an den Markt sendet. Da somit weder das Kriterium nahezu unbegrenzter Liquidität im Krisenfall erfüllt wird, noch eine vollständige Automatisie-

rung des Zugriffs gegeben ist, können die HAPA den Anforderungen an einen IOLR nicht genügen. Das Stigmatisierungsproblem wird durch die HAPA zwar begrenzt, kann aber nicht grundsätzlich aufgehoben werden.

Keine Stigmatisierung durch Flexible Credit Line

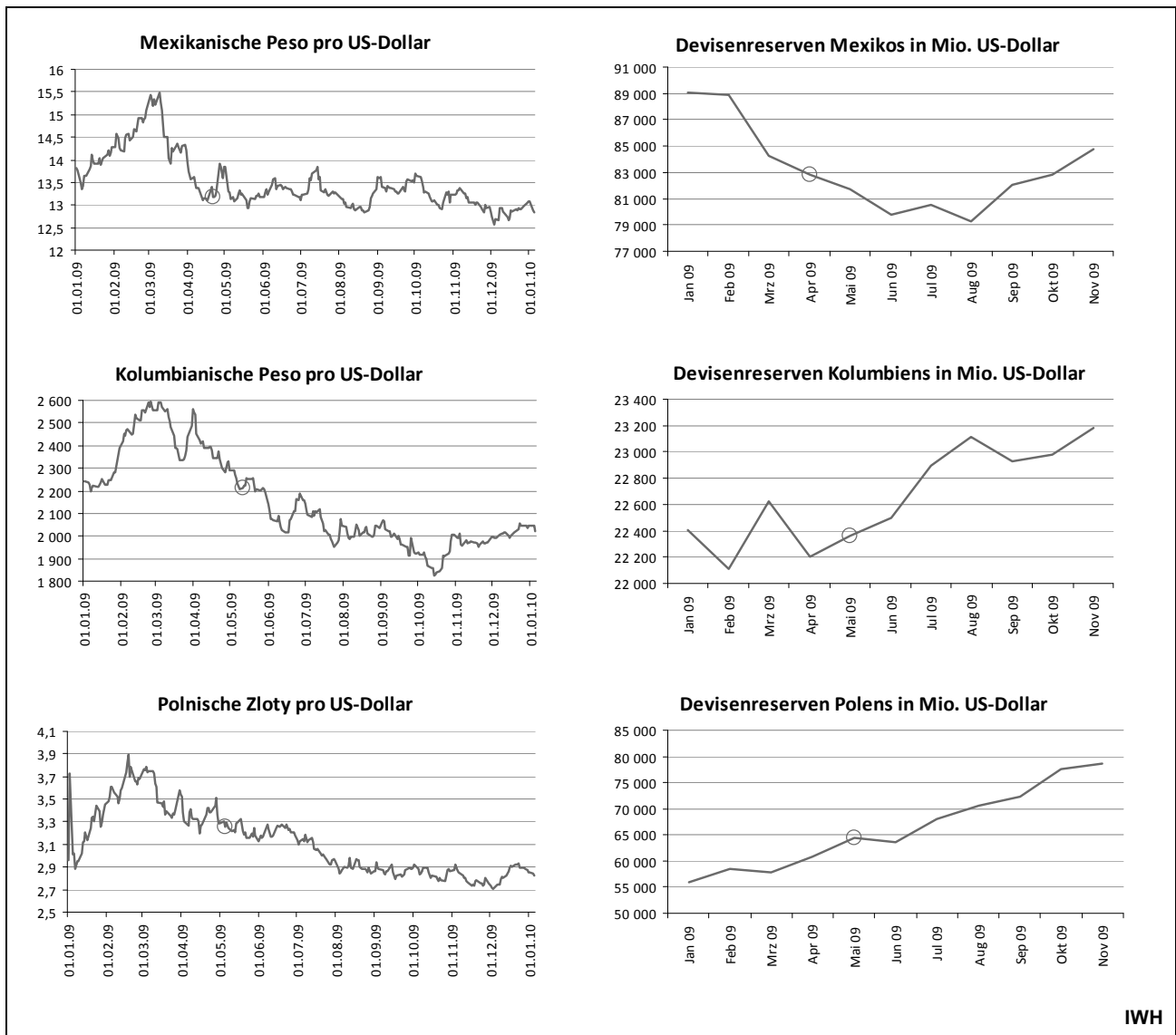
Derzeit handhabt der IWF das potenzielle Stigmatisierungsproblem bei Bewerbungen um Zugang zu den FCL, das besonders im Fall des Nicht-Zustandekommens einer Vereinbarung gravierend sein kann, indem geheim verhandelt wird. Dadurch wird erreicht, dass im Fall einer Ablehnung eine potenziell drohende Finanzkrise nicht selbsterfüllend wird. Eine andere Option wäre, dass der IWF selbstständig eine Liste derjenigen Länder veröffentlicht, die sich für die FCL qualifizieren würden, und sie automatisch in das Programm aufnimmt.⁵³ Dieses Vorgehen, so wird argumentiert, ist mit Blick auf die Neuausstattung des IWF mit Finanzmitteln unproblematisch. Gleichzeitig könnte der ohnehin schon bestehende Anreiz der FCL, eine gute Wirtschaftspolitik zu betreiben, verstärkt werden. Prekär bleiben dabei jedoch Situationen, in denen sich ein Land disqualifiziert.

Wie bereits eingangs erwähnt, konnten vor Einführung der FCL keinerlei vorbeugende Kreditlinien vermittelt werden. Diese Tatsache ist sicherlich zu einem Teil auf das unbefriedigende Design früherer Fazilitäten zurückzuführen.⁵⁴ Ein weiterer Grund der Nicht-Inanspruchnahme der Programme ist aber in der wahrgenommenen Stigmatisierung, die von IWF-Programmen ausgeht, zu suchen. So hat beispielsweise Mexiko im Verlauf der Brasilienkrise 1998 die *Contingent Credit Line* aufgrund einer erwarteten negativen Signalwirkung am Markt abgelehnt, nachdem bereits Brasilien mit Verhandlungen über dieses Instrument negative Reaktionen hervorgerufen hatte. Auch wenn es sich bei der Signalwirkung möglicherweise eher um anekdo-

⁵³ Vgl. EICHENGREEN, B.: What's the IMF's Mission?, Project Syndicate, 21.08.2009, <http://www.project-syndicate.org/commentary/eichengreen8>, Zugriff am 15.03.2010.

⁵⁴ Vgl. KNEDLIK, T.; STRÖBEL, J.: Führt neues IWF-Instrument zur Prävention von Währungskrisen?, in: IWH, *Wirtschaft im Wandel* 7/2007, S. 269 ff.

Abbildung:
Entwicklung von Wechselkursen und Devisenreserven im Zuge der FCL-Vereinbarungen



Anmerkung: Der Zeitpunkt der Bekanntgabe der FCL-Vereinbarung ist mit einem Kreis gekennzeichnet.

Quelle: Thomson Reuters Datastream.

tische Evidenz handeln sollte,⁵⁵ ist der prinzipielle Glaube an eine solche Wirkung ausreichend, um eine Inanspruchnahme zu verhindern. Aus diesem Grund wird anhand der konkreten Einzelprogramme Mexikos, Kolumbiens und Polens (vgl. Abbildung) gezeigt, wie sich in direkter Folge der Bewilligung der FCL Wechselkurse und Reservebestände entwickelt haben.⁵⁶

⁵⁵ Vgl. EICHENGREEN, B.; GUPTA, P.; MODY, A.: Sudden Stops and IMF-Supported Programs, in: IMF Working Paper WP/06/101, 2006, p. 21.

⁵⁶ Über die Auswirkungen der aktuellen Finanzkrise auf Polen berichten wir ausführlicher in einer der nächsten Ausgaben der Wirtschaft im Wandel.

Im Falle der Wechselkurse ergibt sich ein insgesamt positives Bild. So waren in der Folge der Bekanntgabe der Kreditvereinbarungen keine wesentlichen Abwertungen zu beobachten. Der mexikanische Peso wertete vom Tag der Beantragung des IWF-Kredites, dem 30.03.2009, bis zum 30.11.2009 um ca. 10% gegenüber dem US-Dollar auf. Berücksichtigt man den wirtschaftlichen Ausblick für Mexiko, der durch den Einbruch der US-Nachfrage und der Ölproduktion geprägt war, sowie die Tatsache, dass nur wenige Wochen nach Inkrafttreten des Kreditabkommens die Ratingagentur Standard & Poor's eine Abstufung des Kreditratings Mexikos in Aussicht stellte, die bis zur

endgültigen Herabstufung durch die Ratingagentur Fitch am 29.11.2009 und Standard & Poor's am 14.12.2009 den Markt beunruhigt hat, ist die Entwicklung des Wechselkurses als sehr stabil zu bezeichnen.

Der polnische Zloty wertete im gleichen Zeitraum ebenfalls gegenüber dem Euro (um 4,7%) und gegenüber dem US-Dollar (um 16,5%) auf. Allerdings ist im Falle Polens im Zeitraum direkt nach der Bewilligung des Kredites eine Abwertung zu verzeichnen, die aber möglicherweise mit der Aussage des polnischen Finanzministers, den Euro möglicherweise nicht pünktlich zum geplanten Datum 2012 einführen zu können, erklärt werden kann.

Der kolumbianische Peso wertete ebenfalls für den Zeitraum von April bis Ende November 2009 gegenüber dem US-Dollar auf (um 13%).

Bezüglich der Reservebestände war die Situation in Mexiko und Kolumbien weiterhin stabil. Beide konnten einen leichten Zuwachs der Reserven verbuchen.⁵⁷ Polen konnte seine Reservebestände absolut sogar deutlich erhöhen und deckte Ende 2009 85% seiner kurzfristigen Schulden ab, 15% mehr als noch im Vorjahr.⁵⁸ In keinem Land waren demnach Interventionen aufgrund eines Abwertungsdruckes, wie er durch eine Stigmatisierung möglich gewesen wäre, zu beobachten.

Neben den dargestellten Daten lassen sich auch die Kosten für Kreditversicherungen als Indikator für das Vertrauen in die Volkswirtschaften interpretieren. Diese sind für alle drei Länder zurückgegangen.

Insgesamt kann auf Basis dieser Daten davon ausgegangen werden, dass zumindest in den hier betrachteten Fällen keine Stigmatisierung der Empfängerländer stattgefunden hat. Offen bleibt, inwiefern die eher positive Entwicklung als Reaktion auf die IWF-Kredite interpretiert werden kann oder im Kontext einer allgemeinen Erholung im Nachgang der weltweiten Finanz- und Konjunkturkrise steht. Gibt es keine Stigmatisierung, so stellt

sich in Anbetracht der oben gezeigten Attraktivität der FCL die Frage, weshalb sich nicht mehr Länder um eine FCL beworben haben.

Begrenzte Nachfrage nach Flexible Credit Line schmälert systemische Bedeutung

Bereits kurze Zeit nach Einführung der FCL wurde in der Presse eine Reihe von Kandidaten für das Programm gehandelt, etwa Brasilien, Chile, Peru, Tschechien, Südkorea und Indonesien, weiterhin Südafrika, Uruguay und Panama.⁵⁹ Panama sollte demnach bereits in Verhandlungen über eine FCL getreten sein, was der IWF aber dementierte.⁶⁰ Über die Gründe für die Zurückhaltung kann bei den meisten Kandidaten nur spekuliert werden, da die Anbahnungsgespräche zu Vereinbarungen über die FCL geheim geführt werden und offizielle Stellungnahmen nicht verfügbar sind. Nur Indonesien und Brasilien haben öffentlich bekannt gegeben, keine IWF-Ressourcen nutzen zu wollen.⁶¹ Im Fall Brasiliens kann von politischen Gründen ausgegangen werden.⁶² Für die Position Brasiliens, das im IWF vom Schuldner zum Nettozahler geworden ist und gleichzeitig mit China, Indien und Russland zu den vehementesten Vertretern einer stärkeren Mitbestimmung der Schwellenländer gehört, wäre die Aufnahme eines Kredites nicht das richtige Zeichen. Ähnliches gilt wohl für einen Großteil des lateinamerikanischen Kontinents, wo der IWF infolge seiner Reaktion auf die Schuldenkrise in den 1980er Jahren sowie auf die Tequila-Krise und weitere Krisen in den 1990er Jahren politisch an Kapital eingebüßt hat. Die Position Indonesiens steht stellvertretend für den ostasiatischen Raum und ist unter Berücksichtigung der negativen Erfahrungen aus der Asienkrise durchaus mit der lateinamerikanischen vergleichbar.

Die großen Mengen an Währungsreserven, die eine gewisse Selbstversicherung ermöglichen, neh-

⁵⁷ INTERNATIONAL MONETARY FUND: Mexico – Review Under the Flexible Credit Line Arrangement, 16.10.2009, p. 4. – INTERNATIONAL MONETARY FUND: Colombia – Review Under the Flexible Credit Line, 14.10.2009, p. 5.

⁵⁸ INTERNATIONAL MONETARY FUND: Poland – Review Under the Flexible Credit Line, 16.10.2009, p. 12.

⁵⁹ FINANCIAL TIMES DEUTSCHLAND: Wiederentdeckte Institution: Kann der IWF die Welt retten?, 07.04.2009; LATIN FINANCE: Panama, Peru Eye FCL, 29.04.2009.

⁶⁰ LATIN FINANCE: Panama Reported Seeking IMF Line, 12.08.2009.

⁶¹ REUTERS: Brazil has no Plan of Seeking Fund from IMF-Lula, <http://www.reuters.com/article/idUSL218421320090402>, 01.04.2009, Zugriff am 15.12.2009.

⁶² LATIN FINANCE: Panama, Peru Eye FCL, 29.04.2009.

men dabei gerade von den einflussreichen Schwellenländern den Druck, sich dem IWF anzunähern. Wenn es jedoch nicht gelingt, einen ILOLR mit Hilfe der FCL in der Breite der Schwellenländer zu etablieren, so bleibt die Problematik der Kosten einer Selbstversicherung über Devisenreserven nicht nur für die einzelnen Länder, sondern durch die damit verbundene Entstehung globaler Ungleichgewichte auch für die Stabilität der Weltwirtschaft bestehen.

Fazit und Ausblick

Die Reform der Kreditvergabe des IWF, insbesondere die Einführung der FCL, hat zu grundlegenden Veränderungen geführt. Durch die Ex-ante-Qualifikation wurde ein Quasi-Automatismus bei der Kreditvergabe implementiert, der die bisherige Unumgänglichkeit der Konditionalität von IWF-Krediten überwindet. Damit ist es zum ersten Mal gelungen, ein präventiv wirkendes Kreditinstrument zu etablieren, das von Mitgliedsländern des IWF auch nachgefragt wird. Die erwarteten positiven Auswirkungen lassen sich wie folgt zusammenfassen: Die potenzielle Verfügbarkeit von externer Liquidität erhöht das Interventionspotenzial der Notenbanken im Falle von Finanzkrisen. Die unmittelbare Verfügbarkeit und die historisch hohen Volumina der Kreditlinien tragen dazu bei, dass die FCL nahe an die theoretische Konzeption eines ILOLR heranreicht und damit die Anfälligkeit der Länder für Finanzkrisen reduziert. Die befürchtete Stigmatisierung von Ländern, die sich um vorbeugende Kreditlinien bewerben, blieb im Falle der drei bisher zustande gekommenen FCL-Abkommen aus.

Kritisch zu betrachten sind hingegen drei Punkte. Zum ersten kann die Einführung einer Liquiditätsgarantie zu erhöhter Risikobereitschaft der Marktakteure und zu reduzierter Vorsorge der Politik führen. Diese Moral-Hazard-Problematik erscheint besonders deshalb kritisch, da bisher ein komplementärer globaler Regulierungsrahmen für Banken

und Finanzmärkte nur in unzureichender Form existiert. Zum zweiten bleibt das Instrument der FCL aufgrund der relativ hohen Qualifikationsanforderungen auf einen engen Kreis von Schwellenländern begrenzt. Dies führt möglicherweise zu einer Stigmatisierung derjenigen Länder, die sich nicht qualifizieren können. Die durch die Reform der Konditionalität und Verfügbarkeit von *Stand-by-Arrangements* entwickelten HAPA stellen keine wirkliche Alternative zur FCL dar. Zum dritten fragt derzeit nicht einmal der gesamte, enge Adressatenkreis der FCL das Instrument nach. Damit bleibt eine wesentliche Funktion des Instruments, nämlich die Verringerung globaler Ungleichgewichte, unzureichend erfüllt.

Um die derzeitigen Probleme der präventiven Kreditinstrumente zu überwinden, sollte der globale Rahmen für die Banken- und Finanzmarktregulierung reformiert werden, um eine Moral-Hazard-induzierte erhöhte Risikobereitschaft zu begrenzen. Weiterhin ist eine Reform der politischen Gewichte im IWF wohl unumgänglich, um die Akzeptanz des Fonds und seiner Instrumente zu erhöhen. Parallel könnte auch ein automatisierter Qualifikationsprozess für alle Mitgliedsländer zu einer Erweiterung der Nachfrage führen. Am schwierigsten dürfte die Stigmatisierung der Länder zu vermeiden sein, die sich nicht für die FCL qualifizieren können. Eventuell bietet das Instrument Anreize, die unilateralen Stabilitätsbemühungen in diesen Ländern zu erhöhen und damit den Kreis der potenziellen Qualifikationsländer zu erweitern. Die notwendigen Reformen zur Verbesserung der Wirksamkeit der vorbeugenden Kreditlinien des IWF sollten dabei schnellstmöglich umgesetzt werden, bevor sich das im Zuge der globalen Finanz- und Konjunkturkrise entstandene historische Reformfenster wieder schließt.

Jari John

Tobias Knedlik

(Tobias.Knedlik@iwh-halle.de)