

Berichte

Zur Aussagekraft der Angaben über den Schuldendienst

Von Georg J. Dobrovolny, Bern

Sechs Jahre nach dem Mexiko-Schock steht das internationale Verschuldungsproblem der Entwicklungsländer weiterhin im Rampenlicht der WeltPresse. Dabei mehren sich Meldungen, daß Forderungen nach Schuldenstreichung erhoben wurden oder daß einseitige Schritte zur Begrenzung des Schuldendienstes seitens einiger Schuldnerländer angedroht werden, weil die bisherigen Lösungsversuche unzureichend seien und sich die Lage der verschuldeten Länder nur verschlimmert.

Im Zusammenhang mit der Suche nach Wegen aus der internationalen Verschuldungskrise wurde unter anderem auch an der im Frühjahr 1987 abgehaltenen Tagung der Bretton-Woods-Institute (IMF, IBRD) postuliert, den Schuldendienst der Entwicklungsländer auf ein tragbares Maß zu reduzieren. Einige Schuldnerländer wie z.B. Brasilien oder Peru haben versucht, dies im Alleingang zu erreichen. Um diese Forderungen richtig interpretieren zu können, müßte man sich mehr Klarheit über die in der Vergangenheit erbrachten Leistungen verschaffen.

Die Forderung nach einer Reduktion des „Debt Service“ sagt nämlich a priori nichts darüber aus, ob es sich um eine Reduktion des Zinsdienstes bzw. um einen Aufschub der Rückzahlungen handelt. Letzteres wäre die Aufgabe einer Umschuldungsverhandlung. Um die effektive Last des Schuldendienstes beurteilen zu können, benötigte man nicht nur einen objektiven Indikator der erbrachten Leistungen, sondern auch eine bessere Transparenz darüber. Dieser Beitrag weist auf einige damit verbundene Probleme hin und zeigt auch, wie die Quervergleiche auf eine objektivere Basis gestellt werden könnten.

Die Debt Service Ratio (DSR)¹ gehört zu den gebräuchlichsten – wenn auch fraglichen – Indikatoren für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit bzw. der Fähigkeit eines Schuldners, seinen Verpflichtungen voll nachzukommen.

¹ Fällige Zinsen und Amortisationen im Verhältnis zu den jährlichen Devisen-(Export-)Einnahmen.

men. Unterschiedliche Meinungen bestehen allerdings sowohl in bezug auf die Bestimmung bzw. Berechnung dieser Verhältniszahl (Ratio) als auch in bezug auf die zumutbare Höhe der DSR. *D. F. Lomax* von der National Westminster Bank meint dazu: "a country should have a debt service ratio on medium term debt of no more than 20 - 25%."² Länder mit einem DSR von mehr als 30% werden heutzutage als Umschuldungskandidaten betrachtet.

Die Erfahrung zeigt jedoch, daß die tragbare Höhe der DSR direkt von der Kreditfähigkeit eines Schuldners bzw. vom Debt Management abhängt. Während einige Länder bereits mit einer DSR von 15% (Zaire im Jahr 1976) Zahlungsschwierigkeiten bekunden, bleiben in anderen Fällen (z.B. Ungarn) bei einer DSR von 50% solche Probleme aus, weil die Nationalbank die gesamte Devisensituation im Griff hat. Auch dieser Indikator der Kreditwürdigkeit darf offensichtlich nicht isoliert betrachtet werden und soll immer im Zusammenhang mit anderen Indikatoren bzw. Ratios (Reserven/Import, Ertragsbilanzsaldo/Reserven usw.) gesehen werden.

Man müßte nämlich zwischen der Leistungs- und der Kreditfähigkeit eines Schuldnerlandes unterscheiden: Während sich seine Leistungsfähigkeit zumindest teilweise aus der Vergangenheit ableiten läßt, hängt seine Fähigkeit, den gesamten Schuldendienst (Soll) zu meistern auch von dem Verhalten der Gläubiger ab. Mit anderen Worten: Ein Teil des Schuldendienstes wird in der Regel externalisiert bzw. fremdfinanziert. Ein erfolgversprechendes Debt Management muß zudem sicherstellen, daß die nötige Kapitalzufuhr mit den Soll-Zahlungen nicht nur volumenmäßig, sondern auch zeitlich abgestimmt ist. Die Höhe der „manageable“ DSR ist somit variabel und hängt von den erwähnten Faktoren ab.

Allerdings besteht keine Einigkeit darüber, wie die DSR zu berechnen sind. Differenzen bestehen insbesondere in bezug auf die Handhabung der Soll (due to) und der Ist-Zahlungen (paid). Während für die Berechnung der vergangenheitsbezogenen DSR üblicherweise nur die effektiv geleisteten Tilgungen aus den mittel- und langfristigen Verpflichtungen berücksichtigt werden, sollen sich die zukunftsorientierten DSR auf alle Fälligkeiten (ev. mit Ausnahme der revolvierenden Kredite) beziehen. Läßt man die kurzfristigen Fälligkeiten aus, so wird die DSR ihrer Funktion als Indikator für die Beurteilung der Zahlungsfähigkeit eines Landes nicht gerecht. Diese bisher von der Weltbank üblicherweise benutzte Berechnungsmethode der DSR, die de facto eine, international gesehen, konstante Schuldenstruktur (kurzlangfristig) annimmt, kann sogar irreführend interpretiert werden. Die so

² Vgl. *D. F. Lomax*: The developing country debt crisis, London 1986, S. 291.

berechnete DSR kann für ein Land mit einem hohen Anteil kurzfristiger Verpflichtungen ein besseres Bild vermitteln als für jenes, das sich primär mittel- und langfristig verschuldet hat. Dies kann insofern irreführend sein, als eine abnehmende Kreditwürdigkeit und -fähigkeit zunächst eine Verlagerung von lang- und mittelfristigen zu kurzfristigen Finanzquellen bewirkt. Ein Schuldner kann allerdings aus anderen Gründen (Zinssätze) kurzfristige Kredite vorziehen.

Wird die Art der Finanzierung nicht berücksichtigt, so bleibt die Antwort auf die Frage offen, warum Länder mit einer niedrigen DSR nur mit Mühe Kredite erhalten bzw. einen höheren Preis (Zinsaufschlag über LIBOR) zahlen müssen als manche Länder mit einer höheren DSR. Tatsache ist, daß das Schuldenprofil z. B. durch eine Umschuldung gestreckt wird und somit auch der Schulden- bzw. Tilgungsdienst reduziert wird. Der Soll-Schuldendienst nach Umschuldung kann allerdings noch recht hoch bzw. zu hoch sein, so daß weitere Umschuldungen manchmal quasi vorprogrammiert sind. Länder wie z. B. Argentinien (1986: 115 %), Bolivien (1986: 80 %) Brasilien (1987: 78,5 %) sowie Polen (1986: 105 %) weisen einen sehr hohen Soll-Schuldendienst auf, der mit Hilfe von Neugeld bzw. durch eine Art von Zinskapitalisierung reduziert wird. Die Soll-Ist-Leistungen liegen dann sehr weit auseinander. Dies geht aus den üblichen Angaben über die DSR nicht hervor. In einigen Fällen (z. B. Polen) kann jedoch auch der reduzierte Ist-Schuldendienst noch beachtlich hoch sein (Tabelle).

Polen: Schuldendienst (Soll-Ist-Vergleich)

	1981	1982	1983 in Mrd US-Dollar	1984	1985	1986
Zins (Soll)	3,3	3,0	2,9	2,7	2,6	2,7
Tilgungen (Soll)	6,0	6,7	4,2	2,8	2,4	3,5
Total (Soll)	9,3	9,7	7,1	5,5	5,0	6,2
Zins (Ist)	2,2	1,8	1,6	1,2	1,2	1,1
Tilgungen (Ist)	1,4	0,4	0,5	0,4	0,8	0,7
Total (Ist)	3,6	2,2	2,1	1,6	2,0	1,8
in % der Exporteinnahmen						
DSR (Soll) – Total	167	194	131	93	88	105
DSR (Ist) – Total	65	44	39	27	35	30
Zinsdienst (Ist)	40	37	29	21	22	20
Tilgungen (Ist)	25	7	10	6	13	10

Quelle: IMF.

Mehr Transparenz über die Ist-Leistungen wäre gleich aus mehreren Gründen von Bedeutung. Einerseits hätte man eine gemeinsame Basis für die internationalen Vergleiche der effektiven Schuldendienste³. Andererseits wäre sichtbar, welcher Teil der Soll-Fälligkeiten mit Hilfe von Neufinanzierung gedeckt wurde. Aus dem Vergleich der Soll-Ist-Leistungen wäre sofort deutlich, wie weit die Soll-Ist-Größen auseinander liegen. Genauso leicht wäre die Erklärung der Schuldner zu interpretieren, ihre DSR auf 10 oder 20% zu limitieren. Zugleich ließen sich Behauptungen widerlegen, Land X hätte jahrelang einen Schuldendienst von z.B. 50 - 100% der Deviseeinnahmen geleistet, obwohl seine Verschuldung enorm zunahm. Es wäre nämlich sichtbar, wie hoch der eigene Leistungsbeitrag zum Schuldendienst tatsächlich war. Dies wäre auch ein realistischerer Anhaltspunkt für die Umschuldungsverhandlungen als bisher.

Um Transparenz über die geleisteten Schuldendienste zu schaffen, benötigte man Angaben über das effektive Cash-Flow im Devisenbereich. Zu diesem Zweck könnte man z.B. einen Sub-Saldo kreieren (aus Handels-, Transfer- und Dienstleistungsbilanzen, wovon die Exportkredite (netto) abzuziehen wären), welcher das erarbeitete „cash-flow“ vor den Zinszahlungen wiedergibt. Dieser Betrag plus die Ab- bzw. minus Zunahme der Währungsreserven, bereinigt um währungsbedingte Differenzen sowie „Errors and Omissions“, evtl. auch um den Saldo der direkten Investitionen, entspräche dem für den Schuldendienst effektiv verfügbaren Devisenbeitrag. Dieser wäre in Beziehung zu den gesamten, jährlichen Deviseeinnahmen zu setzen, um eine DSR auf der Ist-Basis zu berechnen. Falls der geleistete „debt service“ genau bekannt ist, erübrigts sich diese Übung (immerhin hätte man eine bessere Kontrolle der originären Angaben über das DSR). Diese Überlegung setzt unter anderem voraus, daß sowohl die betroffenen Schuldner als auch die Gläubiger (Banken) an einer solchen Offenlegung interessiert sind.

Für die Ermittlung der zukunftsbezogenen DSR könnte man weiterhin von den Soll-Fälligkeiten (due to incl. short term amortisations-after reschedulings) ausgehen. Die Differenz zwischen dem prognostizierten Cash flow und den Soll-Zahlungen ergäbe den jeweils zu finanzierenden Betrag. Dies ließe sich um eine kurzfristige Analyse der wichtigsten Finanzierungsquellen erweitern, wie dies z.B. das IIF⁴ in seinen Reports üblicherweise tut,

³ Diese würde voraussichtlich zeigen, daß der Ist-Schuldendienst der meisten Länder bis zum Ausbruch der Polen- und Mexiko-Umschuldungen recht gering war sowie, daß manche Länder (Polen) nach Umschuldung einen höheren Schuldendienst (Ist) leisten als Schuldner, die sich bisher einer Umschuldung entziehen konnten.

⁴ Institute of International Finance in Washington D.C., gegründet 1983.

indem es versucht, das Verhalten der Gläubiger sowie des Schuldners aufgrund der bisherigen Erfahrungen zu simulieren.

Die Analyse der Verhaltensmuster bietet nämlich zumindest kurzfristig gewisse Anhaltspunkte für die Beurteilung der Finanzierbarkeit der ermittelten Finanzierungslücke. Für die Beurteilung des kurzfristigen Länderrisikos wären daher auch die Art der Finanzierung und die künftigen Kreditquellen zu untersuchen.

Die Analyse der Kreditfähigkeit eines Landes kann sogar zugegenteiligen Schlußfolgerungen für das kurzfristige Länderrisiko führen als die gängige Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines Landes. Mit den rund 14 Mrd. \$ „new money“ in den Jahren 1987/88, verbunden mit der Umschuldung von rund 45 % des Schuldenberges (etwa 105 Mrd. \$), war bisher auch Mexiko in der Lage, seinen Schuldendienst zu leisten (1986: IST-DSR: ca. 30%). Die Frage ist nur, wie lange? Die Antwort hängt davon ab, wie man außer der Kreditwürdigkeit die Fähigkeit dieses Landes beurteilt, neue Kredite in dem nötigen Ausmaß nach 1988 rechtzeitig zu erhalten. Letzteres hängt einerseits von der Qualität der Risikoanalyse, andererseits von der Bereitschaft der Gläubiger ab, gewisse Risiken einzugehen. Ein rationaler Entscheid diesbezüglich setzt voraus, daß die Risikoanalyse auf einer soliden (-eren) Basis steht, wozu auch diese Ausführungen beitragen sollen.

Zusammenfassung

Zur Aussagekraft der Angaben über den Schuldendienst

Die Forderungen einiger Schuldnerländer wie z.B. Brasilien oder Peru nach einer Reduktion ihres Schuldendienstes ließ sich bisher nicht eindeutig interpretieren, weil über den bisher geleisteten selbstfinanzierten Schuldendienst (SD) keine Transparenz besteht. Die Debt Service Ratio wird weder eindeutig definiert, noch wird zwischen Soll-Ist-SD unterschieden. Um internationale Quervergleiche über die selbsterarbeiteten SD-Leistungen auf eine gemeinsame Basis zu stellen, schlägt der Autor vor, das erarbeitete Cash-Flow als Bezugsgröße zur Berechnung des Ist-Schuldendienstes zu benutzen. Dies böte zugleich einen Anhaltspunkt für die Interpretation der oben erwähnten Forderung.

Summary

The Meaningfulness of Debt Service Data

It has not been feasible so far to give an unambiguous interpretation of the demands of a number of debtor countries such as Brazil and Peru for a debt service reduction, because there is not any clear data on self-financed debt service. Not only is there no

10*

exact definition of the debt service ratio, but also no distinction of planned from actual debt service. In the interest of general international comparability of self-provided debt service data, the author proposes to use the derived cash flow data as reference figure in the calculation of the debt service payments actually made. This would at the same time offer a clue to the interpretation of the above-mentioned demands.

Résumé

Les indications sur le service de la dette et leur interprétation

Quelques pays débiteurs, comme par exemple, le Brésil ou le Pérou, ont demandé de réduire leur service de la dette. Jusqu'ici, on n'a pas encore pu clairement interpréter ces exigences, car le service de la dette autofinancé n'est guère transparent. Le debt service ratio n'est pas clairement défini, d'une part, et il ne distingue guère entre le service de la dette budgétaire et réel, d'autre part. Pour donner une base commune aux comparaisons internationales des prestations de service de la dette autofinancées, l'auteur propose d'utiliser le cash-flow acqui comme valeur de référence, en vue de calculer le service de la dette réel. Ceci offrirait en même temps un indice pour interpréter l'exigence susmentionnée.