

Öffentliche Schulden: eine finanzwissenschaftliche Perspektive

Rezension von: Alessandro Missale,
Public Debt Management, Oxford
University Press 1999, 309 Seiten, £ 40,-.

Die öffentlichen Schulden sind nicht nur seit der Diskussion um die Maastrichtkriterien an prominenter Stelle in der wirtschaftspolitischen Diskussion. Im wesentlichen werden dabei aber zum einen die schiere Höhe und zum anderen die budgetäre Beschränkungen aufgrund der Zinsbelastung diskutiert. Die Struktur der Schuld selbst und die Frage nach einer „optimalen“ Finanzierungspolitik sind dabei eher nachrangige Themen. Alessandro Missale widmet sich dankenswerterweise in der vorliegenden Publikation diesen Themen und stellt prinzipiell die richtige Frage, nämlich wo sich der Staat im *Trade off* von Risiko und Kosten in seinem Schuldenmanagement positionieren soll.

Die Diskussion um das *Debt Management* ist im wesentlichen bestimmt durch den Betrachtungswinkel des Beobachters. Soll der *Debt Manager* seine Gestionierung im Bilanzzusammenhang sehen und damit die Zinszahlungen den Steuereingängen gegenüberstellen oder soll er eine rein passivseitige Orientierung haben und damit nur an der Minimierung der Zinszahlungen interessiert sein? Diese Frage hat wichtige Implikationen sowohl für das Risiko- und Kostenprofil – und damit die Konstruktion der *Benchmark* – als auch für die Organisation der Verwaltungseinheit und die Abstimmungsmechanismen zwischen den Entscheidungsträgern.

Zu Beginn erfolgt die bekannte wohlfahrtstheoretische Abhandlung, ob *Debt Management* von Relevanz ist. Missale

bearbeitet diesen Teil in einer deskriptiven Weise und schließt, daß das Ricardianische Äquivalenztheorem auch in bezug auf die Struktur der Schulden nicht gültig ist, weil eine Reihe von Annahmen (etwa imperfekte und inkomplette Märkte) in der Realität nicht vorliegen. Zudem sind intergenerationale Verteilungseffekte zu erwarten, weil die Entscheidungen über die Struktur des Schuldenportefeuilles die Kosten der Zukunft beeinflussen und damit auch die zukünftige (fiskalische) Belastung der Steuerzahler. In diesem Zusammenhang sei seitens des Rezensenten darauf hingewiesen, daß eine stärkere Berücksichtigung von Barwerteffekten (gegenwärtiger Wert von zukünftigen *Cash Flows*) diesen intergenerationalen Effekt des *Debt Managements* stärker – als die gegenwärtig geläufige kameralistische Betrachtung zum Nominalwert – herausstreichen würde.

Neben der traditionellen Frage, welche Implikationen das *Debt Management* für das (zukünftige) Steuersystem, die Möglichkeiten der Risikodiversifikation aufgrund des Angebotes an Staatstiteln und als Faktor für die Markteffizienz haben, stellt Missale auch wohlfahrtstheoretische Ansätze zur Diskussion und erörtert damit Kosten und Risiko des *Debt Managements* hinsichtlich folgender Aspekte: Zum einen sollte der Staat Instrumente emittieren, die das (Einkommens-) Risiko für den Anleger verringern. Dies würde dann geschehen, wenn die Zinszahlung negativ mit dem Output korreliert. Seitens des Rezensenten sei wiederum bemerkt, daß seitens der Anleger natürlich auch das in Staatstiteln veranlagte Vermögen hinreichend groß sein muß, damit die Zinszahlungen eine entsprechende Kompensation zu Schwankungen im Arbeitseinkommen darstellen können. Noch weiter entfernt von der unmittelbaren Erlebniswelt eines realen Schuldenmanagers ist die Diskussion um Intergenerationenmodelle, bei denen nicht die Indexierung der Zins-

zahlungen, sondern die Laufzeit des Schuldtitels vorrangig ist. Hierbei wird eine Risikoteilung zwischen den Generationen durch eine möglichst langlaufende Schuld erreicht. Beim Zweigenerationenmodell spart eine Generation in ihrer ersten Lebensphase und verkauft in der zweiten Phase diese Titel an die jüngere Generation. Wenn bei der jungen Generation das Einkommen (und damit auch die Ersparnis) steigt, nimmt bei dieser Generation auch die Nachfrage nach Staatstiteln zu, wodurch die Preise dieser Titel steigen. Damit profitiert auch die alte Generation vom Konjunkturfekt, der bezüglich des Arbeitseinkommens vorerst nur die junge Generation begünstigt.

Damit hätte – aus finanzwissenschaftlicher Perspektive betrachtet – das ideale Schuldeninstrument eine Zinszahlungsstruktur, die positiv mit der Konjunktur korreliert und negativ mit den Staatsausgaben, weil damit das Budgetrisiko verringert werden könnte. Nach Missale würde die Einführung eines solchen Instrumentes so kostspielig sein, daß damit der positive Innovationseffekt übertroffen werden würde. Damit liegt die Vermutung nahe, daß eine (versuchsweise) optimale Schuldenfinanzierung doch eher mit den konventionellen Finanzinstrumenten erreicht wird. Zudem rückt auch die klassische Sichtweise eines Finanzmanagers in den Vordergrund. Mit dieser Erkenntnis beendet der Autor auch den wohlfahrtsorientierten Teil und schließt mit einem internationalen Vergleich von Schuldenstrukturen in OECD-Ländern an, auf die der Rezensent aus Platzgründen nicht weiter eingehen möchte.

Neben den finanzwissenschaftlichen Aspekten des *Debt Managements* sind auch portfolioorientierte Ansätze zu berücksichtigen, womit sich die Frage nach den erwarteten Risiken und Kosten der Schuldenbedienung aus finanzwirtschaftlicher Perspektive stellt. Kostenminimierung unter Beachtung von Risi-

koparametern ist auch bei den meisten Schuldenverwaltern der OECD-Länder als gängige Zielformulierung zu finden.

Wie bei vielen finanzwirtschaftlichen Überlegungen ist auch hier Risiko in einem *Trade off* zu den Kosten zu betrachten. Es läßt sich bekanntermaßen nicht beides gleichzeitig minimieren. Aus Sicht des Schuldners sollte die Schuld bzw. deren Verzinsung eine positive Indexierung an den Output und eine negative an die Staatsausgaben haben. Damit kann das Risiko, daß wegen höherer Zinszahlungen Steuern anzuheben sind, verringert werden. Auf den aktuellen Finanzmärkten sind solche Instrumente jedoch nicht anzutreffen. Teilweise kann diese Funktion durch (inflations-) indexierte Instrumente übernommen werden, wo der reale Zinssatz bei der Emission festgelegt wird und die nominelle Zahlung noch eine Inflationsabgeltung beinhaltet. Eine variable Position, die mehr oder weniger gut an die staatliche Einkommenssituation gebunden ist, weil bei steigender Inflation nicht nur die (nominellen) Zinszahlungen, sondern auch die (nominellen) Steuereinnahmen steigen, ist im Gesamtbilanzzusammenhang – aus Risikogründen – natürlich zu begrüßen. In der Realität zeigt sich seitens des *Debt Managements* jedoch eine vorrangige Konzentration auf die Kosten der Passivseite, deren Minimierung angestrebt wird. Ein Ansteigen der Zinszahlungen gilt per se als negativ, auch wenn diese mit einem Ansteigen der Steuerzahlungen verbunden sein können. Ein rein passivseitig orientierter Schuldenmanager erhöht eher in einer Phase von erwarteten Zinssenkungen die variabel verzinst Position und wird in einer Phase von erwarteten Zinserhöhungen eher nominell fixierte Positionen emittieren. Dennoch haben in den letzten Jahren einige Staaten (etwa UK, USA oder Schweden) beachtliche Volumina an inflationsangepaßten Anleihen begeben.

Missale analysiert klassischerweise das Risiko im staatlichen Bilanzzusam-

menhang, was jedoch nicht der Realität des tatsächlichen Schuldenmanagements entspricht und kostenseitig auch suboptimale Ergebnisse liefern kann. Die Diskussion um die Kosten wird im anschließenden Kapitel geführt.

Die Kostenminimierung umfaßt zwei Ansätze, die sich auch im tatsächlichen Schuldenmanagement wiederfinden. Zum einen ist von kleineren Schuldern auf den internationalen Finanzmärkten eine sog. Liquiditätsprämie zu bezahlen, weil der Investor bei einer illiquiden Anleihe mit einem größeren (Kurs-) Risiko konfrontiert ist. Beispielsweise muß die Republik Österreich bei zehnjährigen Anleihen derzeit rund 0,3% höhere Renditen bieten als die Bundesrepublik Deutschland für ihre Anleihen bezahlt. Die wesentliche Ursache für dieses Renditedifferential dürfte tatsächlich in der höheren Liquidität von deutschen Bundesanleihen liegen. Dieser Kostenfaktor kann verringert werden, wenn der Emittent höhere ausstehende Volumina pro Anleihe anbietet.

Der zweite Kostenbestandteil betrifft nicht die Emissionskosten, sondern die Gesamtverzinsung im Portefeuille, die durch die Wahl der Laufzeit, der Zinskondition und der Währung bestimmt wird. Dabei kann durch den Einsatz von derivativen Instrumenten die Struktur des Portefeuilles geändert werden, ohne daß die Charakteristika der ursprünglich emittierten Finanzierungsinstrumente davon tangiert werden. Es stellt sich in diesem Zusammenhang natürlich die Frage, ob ein aktiver Portefeuillemanager, der das Risiko im Hinblick auf Zins- und Wechselkurserwartungen steuert, tatsächlich besser als die restlichen Marktteilnehmer wirtschaften kann. Missale Glaube, daß staatliche Manager über bessere Informationskanäle und somit quasi über Insiderinformationen verfügen, ist aus der Sicht eines Praktikers jedoch stark zu bezweifeln. Missale thematisiert auch nochmals eine strategische wirtschaftspolitische Kom-

ponente, weil die Emission von preisindexierten Wertpapieren eine Aussage über die Inflationserwartung des Staates nahelegen kann. Da bei einem Anstieg der Inflation auch die Zinszahlungen steigen, muß der Staat an niedriger Inflation interessiert sein, wenn er diese indexierten Papiere emittiert. Daneben können aber auch reine Risikoüberlegungen zu der Wahl eines solchen Instrumentes führen. Zudem kann die institutionelle Trennung von Geld- und Fiskalpolitik und die Unabhängigkeit von Notenbanken zu einer starken Trennung des wirtschaftspolitischen Zielkataloges führen; auch im aktuellen europäischen Kontext scheint diese Argumentation in Anbetracht des institutionellen Ungleichgewichtes von zentralisierter Geldpolitik und dezentralisierter Fiskalpolitik nur sehr eingeschränkt anwendbar. Nach Ansicht des Rezensenten führt dieser Ansatz auch zu einer Mißinterpretation: Missale argumentiert, daß eine Reihe von hochverschuldeten OECD-Staaten ihre Duration im Schuldenportefeuille durch die vermehrte Emission von kurzlaufenden und variabel verzinsten Papieren verkürzt haben, um damit die Glaubwürdigkeit ihrer anti-inflationären Haltung zu erhöhen. Diese Durationsverkürzung kann ihre Ursache aber auch im Glauben der Schuldenmanager haben, daß geldmarktzinstitute Instrumente tendenziell günstiger sind und/oder daß bei fallenden Zinsen (siehe Italien seit Mitte der neunziger Jahre) variabel verzinsten Positionen wesentlich geringere Zinszahlungen produzieren als fix verzinsten Papiere. Damit einher geht aber auch ein Anstieg des Zinszahlungsrisikos, welches die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger vielleicht nur in Unkenntnis des tatsächlichen Ausmaßes in Kauf genommen haben.

Zusammenfassend betrachtet, liefert Missale mit dieser Publikation einen interessanten Einstieg in die Debatte, wie *Debt Management* im Hinblick auf wirtschaftspolitische Zielsetzungen zu ge-

stalten ist. Leider beschränkt sich der Autor aber im wesentlichen auf Aspekte der finanzwissenschaftlichen Seite und vernachlässigt die portfeuilleorientierten

bzw. finanzwirtschaftlichen Aspekte, an denen sich das tatsächliche *Debt Management* in den entwickelten Ländern orientiert.

Paul A. Kocher