

# Debt-Management der Republik Österreich unter den Finanzmarktgegebenheiten des Euroraums

Eva Hauth,<sup>1)</sup>  
Paul A. Kocher<sup>2)</sup>

## I Einleitung

Der folgende Beitrag beschäftigt sich mit einem Teilaspekt der Finanzpolitik, dem in der wirtschaftspolitischen Diskussion in Österreich vergleichsweise geringe Aufmerksamkeit geschenkt wird. Das öffentliche Debt-Management wird jedoch in Österreich – wie auch in den anderen EU-Staaten – infolge der hohen Staatsverschuldung und der äußerst dynamischen Entwicklung auf den Finanzmärkten vor große Herausforderungen gestellt. Zudem haben sich die Rahmenbedingungen für das öffentliche Debt-Management durch die Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion (Eurofinanzmarkt, einheitliche Geldpolitik des Eurosystems) entscheidend verändert.

Unter dem englischen Begriff „debt management“<sup>3)</sup> sind alle Maßnahmen zu verstehen, die die Zusammensetzung der öffentlichen Verschuldung verändern. Die Wahl der Finanzierungsform bestimmt die aktuellen und zukünftigen Zahlungsverpflichtungen (Zinsen und Tilgungen) des Staats.<sup>4)</sup> Gleichzeitig prägen die öffentlichen Finanztransaktionen angesichts ihrer Höhe und auf Grund der spezifischen Marktstellung des Staats als Schuldner höchster Bonität die Angebotsbedingungen auf den Rentenmärkten eines Landes (Benchmark).

Die Zieldefinition des Debt-Managements aus fiskalischer Sicht ist in der Literatur und in der Praxis relativ unumstritten. Aus fiskalischer Sicht zeichnet sich ein effizientes Debt-Management durch eine nachhaltige Kostenminimierung aus und trägt durch niedrige Zinszahlungen zur Konsolidierung des Staatshaushalts bei.<sup>5)</sup> Kontroversiell gesehen wird demgegenüber der Beitrag des öffentlichen Debt-Managements zur Wirtschaftspolitik eines Landes, wenngleich der Umstand, dass öffentliche Finanztransaktionen ökonomische Auswirkungen haben, de facto außer Streit steht.<sup>6)</sup> Die potenziellen Wirkungskanäle sind sehr vielfältig (Geldmengen-, Zins- und Erwartungseffekte, aber auch alloкатive Effekte, wie Portfolio- oder intertemporale Verteilungseffekte) und tangieren sowohl die Geld- als auch die Finanzpolitik. Makroökonomische Zielsetzungen der Schuldenstrukturpolitik können jeweils nur im Licht der ökonomischen und institutionellen Gegebenheiten bestimmt und evaluiert werden und stehen oft im Spannungsfeld zur fiskalischen Zielsetzung der Kostenminimierung, die sich auf einen Teilaspekt konzentriert und Wechselwirkungen zwischen dem Debt-Management, der Finanzpolitik und der Geldpolitik außer Acht lässt.

1 Eva Hauth – Sekretariat des Staatsschuldenausschusses, OeNB.

2 Paul A. Kocher – Österreichische Bundesfinanzierungsagentur.

3 Schuldenstrukturpolitik.

4 Der Zinsaufwand für die öffentliche Verschuldung stellt in den OECD-Ländern durchwegs eine wichtige Ausgabenposition im Budget dar.

5 Untersuchungen zur fiskalischen Effizienz des Debt-Managements in Österreich finden sich bei Brandner, P. (1996) und Mooslechner, P. (1993).

6 Unter den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen real existierender Volkswirtschaften erscheinen die Voraussetzungen und Schlussfolgerungen des Ricardianischen Äquivalenztheorems mehr als zweifelhaft. Siehe unter anderem Missale, A. (1999) sowie Mooslechner, P. (1993).

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, die für Österreich geltenden aktuellen Leitlinien für die Ausrichtung der Staatsschuldenstrukturpolitik vorzustellen und im Hinblick auf internationale Erkenntnisse zu evaluieren. Mit dem Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), die die Angebots- und Nachfragebedingungen für das Debt-Management in Österreich entscheidend veränderte, ging eine Neuorientierung einher. Kapitel 2 und 3 beschäftigen sich mit den in der internationalen Literatur postulierten Zielen und Aufgaben des Debt-Managements und stellen die – vor kurzem vom Internationalen Währungsfonds (IWF) – ausgearbeiteten Leitlinien zur Ausrichtung der Schuldenstrukturpolitik vor. In Kapitel 4 werden die für Österreich geltenden Leitlinien des operativen Debt-Managements im Hinblick auf die neuen Finanzmarktgegebenheiten im Euroraum und auf die neue Rolle des Bundes auf dem heimischen Finanzmarkt vorgestellt. Den Abschluss dieses Beitrags bildet eine kurze Gegenüberstellung der internationalen Empfehlungen zur wirtschaftspolitischen Ausrichtung des Debt-Managements mit den in Österreich verfolgten Zielen.

## **2 Ansätze zur Ausrichtung des öffentlichen Debt-Managements**

Der überwiegende Teil der aktuellen internationalen Beiträge zum Thema Debt-Management widmet sich spezifischen Fragestellungen, wie Debt-Management und Finanzkrisen,<sup>1)</sup> Budgetüberschüsse und Debt-Management,<sup>2)</sup> WWU und Debt-Management,<sup>3)</sup> die zwar auch Grundsätze für ein erfolgreiches öffentliches Debt-Management erkennen lassen, jedoch kaum konkrete Leitlinien für die Ausrichtung des Debt-Managements enthalten. Umfassende Abhandlungen zum Thema Debt-Management, die sich dem Trade-off zwischen Kostenminimierung und gesamtwirtschaftlicher Ausrichtung der Staatsschuldenstrukturpolitik widmen, sind hingegen rar.<sup>4)</sup>

Einen interessanten Einstieg in die Debatte, wie Debt-Management im Hinblick auf wirtschaftspolitische Zielsetzungen gestaltet sein sollte, bieten seit kurzem zwei Beiträge mit sehr unterschiedlichen Schwerpunktsetzungen. Während der vom IWF in Kooperation mit der Weltbank ausgearbeitete Beitrag (IWF, 2001)<sup>5)</sup> die fiskalischen Zielsetzungen der Kostenminimierung im Hinblick auf ihre Nachhaltigkeit und ihre Implikationen auf die Finanzmärkte analysiert, beschäftigt sich der zweite Beitrag (Missale, 1999) insbesondere mit wohlfahrtstheoretischen Aspekten des öffentlichen Debt-Managements.

Nach Missale sollte das Debt-Management in erster Linie bestrebt sein, die zyklischen Einnahmen- und Ausgabenschwankungen in den öffentlichen

1 Siehe BIZ (2000).

2 Siehe Mylonas, P., et al. (2000).

3 Siehe Favero, C., et al. (2000).

4 Den klassischen Beitrag dazu lieferte Tobin, J. (1963). Aus der Sicht Tobins gibt es keine einwandfreie und saubere Möglichkeit, die Geldpolitik von der Schuldenstrukturpolitik zu trennen. Sowohl Debt-Management als auch geldpolitische Maßnahmen beeinflussen den Angebotspreis des Kapitals, was zu entsprechenden Änderungen des privaten Nettovermögens führt. Sollen Sachkapitalinvestitionen angeregt werden, so muss der Angebotspreis des Kapitals relativ zur Grenzertragsrate des Sachkapitals gesenkt werden.

5 Siehe Homepage des IWF unter <http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng>.

Budgets zu glätten. Dieses Ziel könnte durch ein Schuldenportfolio des Staats erreicht werden, das über eine Zinszahlungsstruktur verfügt, die positiv mit dem Konjunkturzyklus und negativ mit den Budgetausgaben korreliert ist. Ein prozyklischer Zinsaufwand der öffentlichen Verschuldung würde die Ausweitung der Einnahmen- und Ausgabenschere des Staats in den unterschiedlichen konjunkturellen Phasen reduzieren und damit das Risiko, im Konjunkturabschwung Steuern anheben zu müssen, verringern. Dies wäre – gegeben, dass mit Ausnahme von „lump sum taxes“ alle Arten von Steuern mit einem gesamtgesellschaftlichen Wohlfahrtsverlust einhergehen – aus allokativer Sicht wünschenswert. Allerdings räumt Missale ein, dass dafür geeignete Finanzierungsinstrumente (Schuldformen mit Output-Indexierung) nicht zur Verfügung stehen und deren Generierung vermutlich nicht erfolgreich wäre.<sup>1)</sup>

Aus finanzwissenschaftlicher Sicht erscheint der von Missale (1999) beschriebene Ansatz einer Stabilisierungsfunktion des Debt-Managements im Hinblick auf die Einnahmen- und Ausgabenentwicklung des Budgets durchaus interessant. Dies umso mehr, als der Steuerpolitik durch die zunehmende Verschmelzung der Wirtschaftsräume engere Grenzen gesetzt werden.

Die in den OECD-Ländern zu beobachtende Zielorientierung des öffentlichen Debt-Managements geht in Richtung der IWF-Empfehlungen zur Ausrichtung des öffentlichen Debt-Managements. Ihre Leitlinien werden voraussichtlich den internationalen Standard für ein stabilitätsorientiertes Debt-Management darstellen.

### **3 Richtlinien des IWF**

Die vom IWF in Kooperation mit der Weltbank jüngst ausgearbeiteten Richtlinien zielen ebenfalls auf ein stabilitätsorientiertes Debt-Management, das negative Auswirkungen auf die Finanz- und Geldpolitik vermeiden und die Effizienz der heimischen Finanzmärkte fördern sollte. Diese Leitlinien illustrieren, dass eine rein mikroökonomische Sicht des Debt-Managements ohne Beachtung der Implikationen auf die Finanzmärkte mit einer nachhaltigen Kostenminimierungsstrategie des Staats im Allgemeinen im Widerspruch steht.

Die folgenden Ausführungen sprechen die Themenkreise „Zieldefinition und Koordination“, „Transparenz und Glaubwürdigkeit“, „Unterstützung der Finanzmärkte“ sowie „Controlling und Risikomanagement“ an und konzentrieren sich auf jene Teilaspekte, die für Industrieländer mit entwickelten Finanzmärkten von Bedeutung sind.

#### **3.1 Zieldefinition der öffentlichen Schuldenstrukturpolitik**

Der IWF definiert als primäres Ziel des öffentlichen Debt-Managements „die Gewährleistung der erforderlichen Finanzierungsmittel und deren Rück-

*1 Ein diesbezügliches Problem besteht darin, dass realökonomische Indikatoren häufig statistischen Revisionen und damit Unsicherheiten unterliegen. Diese Unsicherheiten müssten im Preis derartiger Finanzprodukte einfließen, was zu deutlich höheren Kosten im Vergleich zu den traditionellen Finanzierungsprodukten führen würde. Die Zieldefinition wäre aus der Sicht von Missale jedoch auch durch eine Kombination von traditionellen Finanzierungsinstrumenten (Geldmarkt-, Kapitalmarktpapieren und inflationsindexierten Finanzierungsinstrumenten) erreichbar.*

zahlungsverpflichtungen zu möglichst geringen mittel- bis langfristigen Finanzierungskosten ohne dabei ein hohes Maß an Risiko einzugehen“.<sup>1)</sup> Diese Definition spricht gleichzeitig mehrere essenzielle Punkte des Debt-Managements an. Neben dem Grundsatz, dass die Finanzierungsstrategie jederzeit die Liquidität des Staats sichern soll, enthält die Definition die Forderung, dass bei der Wahl der Finanzierungsinstrumente und ihrer Ausstattungsmerkmale (Verzinsung, Laufzeit, Währung) nicht ausschließlich der Kostenaspekt, sondern auch der Risikograd zu berücksichtigen sei, und dass die Finanzierungskosten nicht kurzfristig, sondern mittel- bis langfristig möglichst niedrig zu halten seien.

Vor einer Kostenminimierungsstrategie ohne Beachtung der Markt-, Refinanzierungs-, Liquiditäts- und Kreditrisiken sowie der operationalen Risiken<sup>2)</sup> wird aus mehreren Gründen gewarnt.

- Eine Verschuldungsstruktur mit sehr kurzer Duration<sup>3)</sup> (kurzfristige und variabel verzinsten Schuldinstrumente) würde zwar in der Regel (bei steigender Zinsstrukturkurve) die Finanzierungskosten zunächst vermindern, jedoch bei einem Anstieg des Marktzinsniveaus die Finanzpolitik durch unerwartet hohe Finanzierungskosten erheblich belasten.
- Fremdwährungsfinanzierungen in Währungen mit einem Zinssatz unter jenem des Inlandsmarktes reduzieren die Finanzierungskosten zunächst ebenfalls. Allerdings können Veränderungen der Wechselkursrelationen die Zinskosteneinsparungen infolge des negativen Zinsabstands zunichte machen und die Finanzpolitik durch unerwartet hohe Finanzierungskosten gleichfalls erheblich belasten. Zudem fließen bei der Bedienung der Fremdwährungsschuld (Zins- und Tilgungsleistungen) Devisenreserven ab.
- Eine nicht diversifizierte Verschuldungsstruktur in Bezug auf die Laufzeit (Tilgungstermine) und den Investorenkreis erhöht weiters das Refinanzierungsrisiko des Staats und kann bei hohen Transaktionsvolumina zu Störungen (zu Liquiditätsengpässen oder aber auch zu unerwünschten Kapitalimporten) auf den Finanzmärkten führen. Finanzmarktangebots- oder Nachfrageschocks verändern die Zinslandschaft insbesondere auf dem Geldmarkt und ziehen gegebenenfalls einen Handlungsbedarf der Geld- und Währungspolitik nach sich.
- Aus geld- und währungspolitischer Sicht stellt ein risikobehaftetes Schuldenportfolio des Staats jedenfalls eine Gefahrenquelle dar, die zu Finanzmarktinstabilitäten, Devisenabflüssen und/oder erhöhten öffentlichen Defiziten führen kann.

1 „The main objective of public debt management is to ensure that the government's financing needs and its payment obligations are met at lowest possible cost over the medium to long run, consistent with a prudent degree of risk.“ (IWF, 2001, S. 10).

2 In den OECD-Ländern ist vor allem den Risikofaktoren Marktrisiko (Zinssatz- und Wechselkursveränderungen), Kreditrisiko (Ausfall von Vertragspartnern) und operationales Risiko (Verwaltungsrisiken) Augenmerk zu schenken, während Liquiditäts- und Refinanzierungsrisiken (Marktengepässe, Mittelbeschaffungsprobleme) nur in Ausnahmesituationen zum Tragen kommen.

3 Maß für die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer.

### 3.2 Debt-Management, Finanzpolitik und Geldpolitik

Der IWF plädiert angesichts der oben skizzierten Wechselwirkungen dafür, dass eine laufende Abstimmung zwischen dem öffentlichen Debt-Management, der Finanzpolitik und der Geldpolitik erfolgen sollte. Die Koordination zwischen den Entscheidungsträgern, worunter die strategische Zieldefinition und ein laufender Informationsaustausch über das zu erwartende Finanzierungsvolumen, über die Zins- und Tilgungsleistungen sowie über die Risikoaspekte zu verstehen seien, soll potenzielle Ungleichgewichte und deren negative gesamtwirtschaftliche Folgen vermeiden helfen. Als Kernelemente für eine erfolgreiche Abstimmung haben sich ein hohes Maß an Transparenz, klar definierte und rechtlich verankerte Ziele und Zuständigkeiten im Bereich des öffentlichen Debt-Managements sowie klar definierte und transparente Schnittstellen zu den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern der Finanz- und Geldpolitik erwiesen.

Die Forderung des IWF nach Transparenz richtet sich sowohl auf materielle als auch auf institutionelle Belange, wie

- strategische Zielsetzung des Debt-Managements,
- organisatorischer Aufbau des Debt-Managements,
- institutionelle Rollenverteilung zwischen den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern und
- Schlüsselindikatoren des operativen Debt-Managements (Umfang und Art der Finanzoperationen, Struktur und Risikoprofil der Verschuldung, Performance des Schuldenportfolios, Emissionsverfahren und -termine sowie Teilnahmebedingungen).

Transparenz stärkt das Vertrauen der Märkte, erleichtert eine friktionsfreie Kooperation mit anderen Politikbereichen und vermeidet durch die Informationspflicht Fehlentwicklungen. Gleichzeitig können damit die Finanzierungskosten der öffentlichen Verschuldung reduziert werden. Unsicherheiten, die im Regelfall Informationsbeschaffungskosten nach sich ziehen, werden auf den Finanzmärkten mit einer Risikoprämie abgegolten, die den Zinsaufwand erhöht.

### 3.3 Öffentliches Debt-Management und Finanzmärkte

Der IWF unterstellt – ohne diese Fragestellung explizit zu thematisieren –, dass Finanztransaktionen der öffentlichen Hand makroökonomische Bedeutung haben. Grund dafür dürften die hohen Finanzierungsvolumina im Bereich des öffentlichen Debt-Managements und die sich durch die „Staatsgarantie“ (höchste Bonität) ergebende Sonderstellung des Staats auf den Finanzmärkten sein. Beide Faktoren beeinflussen die Kapitalallokation, da sie die Finanzmarktstrukturen eines Landes (Breite und Tiefe der Geld-, Renten- und Derivativmärkte) prägen.<sup>1)</sup> Auf den Rentenmärkten des Euroraums entfallen rund 50% des Umlaufs auf Staatspapiere. Staatsanleihen

<sup>1)</sup> Seitens des IWF werden Preiseffekte, die vom öffentlichen Debt-Management ebenfalls ausgehen können und vor allem bei segmentierten, illiquiden Finanzmärkten zum Tragen kommen, nicht näher beleuchtet. Für Österreich kommt Handler, H. (1986) zu dem Schluss, dass ab 1980 durch die Zinsführerschaft Deutschlands kein finanzielles Crowding-Out nachweisbar ist. Laut Munduch, G. (1993) führte die Beanspruchung der inländischen Finanzmärkte durch den Bund zu – wenn auch nur relativ geringen – Zinssteigerungen.

stellen jenes Veranlagungsprodukt mit dem geringsten Ausfallrisiko dar. Ihr Zinssatz dient als Indikator für die Bonität einer Volkswirtschaft und als Benchmark für alle anderen Marktteilnehmer. Weiters werden Staatsanleihen nicht nur zur Risikostreuung von Veranlagungsportfolios herangezogen, sondern dienen auch als „underlying“ (Basisinstrument) für Derivatgeschäfte (Hedgingtransaktionen zur Absicherung von Marktänderungsrisiken) sowie als „collateral“ (Besicherungsinstrument) bei Ausleihungen.

Der IWF empfiehlt eine Finanzierungsstrategie des Debt-Managements, die sich positiv auf die Aufnahmefähigkeit und Effizienz der heimischen Finanzmärkte auswirkt. Damit könnten die Finanzierungskosten und die Refinanzierungsrisiken der öffentlichen Verschuldung auf längere Sicht möglichst gering gehalten und die Schockabsorptionsfähigkeit des heimischen Finanzmarktes gestärkt werden.

Diese Ziele können aus der Sicht des IWF durch eine transparente, vorhersehbare und dem Gleichheitsgrundsatz folgende Emissionspolitik erreicht werden, die das Vertrauen der Märkte in den Emittenten bzw. angesichts der Sonderstellung des Staats als Benchmark in das jeweilige Land stärkt. Weiters wäre eine Diversifikation der Finanzprodukte, die den Marktteilnehmern eine Risikostreuung ihrer Veranlagungen auf dem heimischen Markt ermöglicht, anzustreben. Vom IWF wird ausdrücklich vor einer Debt-Management-Politik gewarnt, die die dominante Stellung auf den heimischen Finanzmärkten für Marktmanipulationen nützt, um damit (kurzfristig) Kosten einzusparen.

Im Einzelnen werden insbesondere folgende Maßnahmen als Finanzierungsstrategie für das öffentliche Debt-Management vorgeschlagen:

- die Begebung von standardisierten Finanzierungsinstrumenten zu marktbestimmten Preisen (Auktionen) und vorweg fixierten Emissionsterminen;
- die Intensivierung des Primär- und Sekundärhandels (breiter Investorenkreis, Handelsverpflichtungen für Primärhändler und transparente Preisbildung auf dem Primär- und Sekundärmarkt);
- die Unterstützung von derivativen Märkten durch Bereitstellung dafür geeigneter Finanzprodukte;
- die Forcierung von sicheren und kostengünstigen Abwicklungssystemen im Zahlungsverkehrs- und Handelsbereich.

### **3.4 Controlling und Risikomanagement**

Der IWF plädiert angesichts der Höhe der Staatsverschuldung, der sich immer schneller wandelnden monetären Bedingungen der Kapitalbeschaffung sowie des zunehmenden Einsatzes von modernen Instrumenten bei der Finanzierung der öffentlichen Schulden (z. B. Swaps, Futures, Caps, Floors, etc.) für eine ständige Beobachtung und Überprüfung der Debt-Management-Aktivitäten (Zieldefinition, Aufbauorganisation und Zuständigkeiten, Risikoprofil des Schuldenportfolios und Entwicklung der Primär- und Sekundärmärkte für verbrieftete öffentliche Schuldkategorien) und für den Aufbau eines internen und externen Controllings (externe Wirtschaftsprüfer).

Während traditionelle Finanzierungsinstrumente nur in sehr eingeschränktem Ausmaß Veränderungen der Verschuldungsstruktur zulassen, ermöglichen Derivate dem Schuldner, sein Portfolio entsprechend den Risikopräferenzen, losgelöst vom aktuellen Finanzierungsbedarf, flexibel zu gestalten. Die komplexeren Finanztransaktionen ermöglichen im Regelfall zwar ein effizienteres Portfoliomanagement, erfordern jedoch den Einsatz von modernen Steuerungsinstrumenten sowie Performance- und Risikomessungen. Die OECD-Staaten bauen dabei zunehmend auf Methoden, die im Bereich der Finanzintermediäre Anwendung finden, wie Value-at-Risk-Modelle zur Abschätzung des Zinsänderungsrisikos auf den Barwert (Marktwert) der Verschuldung, Modified-Duration-Modelle und Cost-at-Risk-Modelle als Indikatoren für die Zinskostensensitivität in Bezug auf Marktzinsveränderungen und auf Benchmarkportfolios, die die Grobstruktur der öffentlichen Verschuldung vorgeben und als Vergleichsmaßstab zur Performancemessung des tatsächlichen Schuldenportfolios herangezogen werden.<sup>1)</sup> Insgesamt gilt jedoch auch hier der allgemeine IWF-Grundsatz, dass das Gesamtportfoliorisiko möglichst gering gehalten werden sollte. Der Einsatz von Derivativen sollte sich daher im Regelfall auf Absicherungs-transaktionen (Hedging) beschränken.

### 3.5 Schlußfolgerungen

Der IWF hebt die ökonomische Bedeutung des öffentlichen Debt-Managements mehrfach hervor und warnt vor einer ausschließlichen mikro-ökonomischen Sicht der Kostenminimierung ohne Beachtung der dabei entstehenden makroökonomischen Risiken für die Finanzmärkte und für das Budget. Die vielfach auf Erfahrungen der Debt-Manager basierenden Empfehlungen des IWF belegen zudem, dass eine nachhaltige Kostenminimierungsstrategie des öffentlichen Debt-Managements nur im Einklang mit den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern der Geld- und Finanzpolitik möglich ist, und dass effiziente Finanzmärkte einen entscheidenden Beitrag zur Kosteneffizienz der öffentlichen Schuldenstrukturpolitik liefern. Makroökonomische Schocks wie auch Marktveränderungen (z. B. Liquiditätsengpässe, Zinssteigerungen, Wechselkursveränderungen, höhere öffentliche Finanzierungserfordernisse) sollten sich im Idealfall kaum auf den Zinsaufwand der Verschuldung niederschlagen und finanzmarktdestabilisierende Impulse durch ein risikobehaftetes Debt-Management sollten vermieden werden.

Auf die Gegebenheiten der WWU, die durch eine gemeinsame Geldpolitik und eine in nationaler Verantwortung stehende Finanzpolitik charakterisiert sind, gehen die IWF-Richtlinien nicht ein. Im Kontext der WWU dürfte davon auszugehen sein, dass die IWF-Empfehlungen aus monetärer Sicht nicht mehr länderspezifisch, sondern in Richtung Euroraum interpretiert werden sollten. Gleichzeitig stellen jedoch die nationalen Finanzmärkte auch in der WWU einen wichtigen Wettbewerbsfaktor eines Landes dar. Implikationen des öffentlichen Debt-Managements auf die

<sup>1</sup> Beiträge zu unterschiedlichen Ansätzen des Debt-Managements im OECD-Raum sind in „sovereign Assets and Liabilities Management“ (IWF, 2000) zu finden.

nationalen Finanzmärkte sind zumindest so lange zu erwarten, als Zutrittsbarrieren zu Börsen, zu Primärmärkten für Staatsanleihen und zu Derivatmärkten den Eurofinanzmarkt segmentieren.

#### **4 Das operative Debt-Management der Republik Österreich**

Die Diskussion um ein effizientes Debt-Management kann im operativen Bereich auf zwei Ebenen geführt werden. Zum einen ist die Art der Mittelaufbringung, das heißt die Auswahl der richtigen Finanzinstrumente, ein wichtiges Thema, das permanent im Licht der jeweils aktuellen Rahmenbedingungen auf den Finanzmärkten und der Präferenzen von Investoren diskutiert werden muss. Dabei konzentriert sich die Österreichische Bundesfinanzierungsagentur (ÖBFA) im Wesentlichen auf die Nutzung von vier Programmen: nach englischem Recht das ATB-Programm<sup>1)</sup> zur Emission von kurzfristigen Geldmarktpapieren und das EMTN-Programm<sup>2)</sup> zur internationalen Emission von Anleihen sowie nach österreichischem Recht das DIP-Programm<sup>3)</sup> zur syndizierten (meist) internationalen Emission von standardisierten Bundesanleihen und das Auktionsprogramm zur Begebung von Bundesanleihen im Wege von regelmäßigen Versteigerungen. Darlehen bei Banken und Versicherungen werden nur mit sehr kleinen Volumina aufgenommen.

Zum anderen stellt die Finanzschuld auch ein zu verwaltendes Portfolio dar, das unter Einbeziehung von direkten Emissionen sowie von derivativen Instrumenten zur nachträglichen Adjustierung der Struktur auf ein gewünschtes Risikoprofil einzusteuern ist. Dabei kommen die strategischen Prinzipien und Bewertungsmethoden des modernen Portfoliomanagements zur Anwendung.

Die ÖBFA ist bestrebt, das Portfolio möglichst kosteneffizient zu bewirtschaften. Dies bedeutet auch, dass die Geschäftspartner nach betriebswirtschaftlichen Effizienzkriterien ohne nationale Präferenzen auszuwählen sind. Auf Grund der klaren Konzentration auf die eigentliche Geschäftstätigkeit (Portfoliobewirtschaftung) sind makroökonomische Implikationen, sofern diese in Anbetracht der relativ kleinen Rolle Österreichs im neuen Währungsraum überhaupt noch von Relevanz sind, von anderen Entscheidungsträgern bzw. Beratungsgremien zu behandeln. Mit der makroökonomischen Dimension des Debt-Managements befasst sich in Österreich der „Ausschuss für die Verwaltung der Staatsschuld“. Dieses Gremium untersucht, ob sich das operative Debt-Management im Einklang mit den jeweiligen ökonomischen Rahmenbedingungen befindet und die Effizienz der heimischen Finanzmärkte fördert.<sup>4)</sup>

1 *Austrian Treasury Bills.*

2 *European Medium Term Note.*

3 *Debt Issuance Programme.*

4 *Siehe <http://www.staatsschuldenausschuss.at> und Hauth, E. (1996).*



#### 4.1 Organisationsformen

Im internationalen Vergleich lassen sich bezüglich der Organisationsform einer staatlichen Schuldenverwaltung im Wesentlichen drei Typen unterscheiden:

- Als Organisationseinheit im dafür zuständigen Ministerium, wie etwa in Frankreich, in Italien oder in den USA. Gegen diese traditionelle Organisationsform wird oftmals eingewandt, dass das Schuldenmanagement durch die ministerielle Bürokratie nicht hinreichend Flexibilität besitzt, eine zu kameralistische Betrachtung des Finanzierungsgeschäfts hat und auf Grund der starren Gehaltsstrukturen im öffentlichen Dienst nicht hinreichend ausgebildetes Personal aus der Finanzindustrie angeworben werden kann.
- Als spezifische Aufgabe der Zentralbank, wie im Fall von Dänemark oder Kanada. Dabei wird bisweilen der mögliche Interessenkonflikt in der Zinspolitik oder die Möglichkeit der Nutzung von Insiderinformationen im Vergleich zu anderen Marktteilnehmern kritisch angeführt. Zudem besteht die Gefahr, dass dem zuständigen politischen Entscheidungsträger nur ein beschränktes Durchgriffsrecht auf die Gestaltung des Portfolios bleibt.
- Durch selbstständige Agenturen, wie im Fall von Irland, Schweden oder von Neuseeland, wo in eigenständigen rechtlichen Einheiten, aber im Namen und auf Rechnung des Staats, agiert wird. Die wesentlichen Vorteile werden dabei in der höheren Flexibilität, in den besser entwickelten Managementstrukturen und in den marktnäheren Entlohnungsstrukturen gesehen. In dieser Organisationsform wird auch das österreichische Debt-Management betrieben, wobei die ÖBFA im Jahr 1993 als Gesellschaft mit beschränkter Haftung im Eigentum der Republik Österreich gegründet worden ist und im Wesentlichen das Schuldenportfolio in Höhe von rund 125 Mrd EUR zu verwalten und jährlich etwa 20 Mrd EUR auf den nationalen und internationalen Finanzmärkten aufzunehmen hat.

Die institutionelle Trennung zu anderen staatlichen Einheiten erlaubt dem Debt-Management einen Entscheidungsspielraum im Fall von natürlichen Konflikten, wie etwa bei der Wahl der gewünschten Duration oder der Länge der Planungsperiode, wo Portfoliomanager und „Budgetisten“ bisweilen divergierende Zielformulierungen haben können.

#### 4.2 Vom Mittelaufbringer zum Portfoliomanager

Mit der Verbreitung von Grundsätzen des Portfoliomanagements dringen diese auch immer mehr in die Leitlinien des Debt-Managements ein. Die traditionelle Vorstellung vom Schuldenmanager, der „nur“ für die zeitgerechte und effiziente Aufbringung der notwendigen Finanzmittel zu sorgen hat, wird ergänzt durch die Kompetenz des Portfoliomanagers, der eine Minimierung der Kosten unter Einhaltung eines vorgegebenen Risikos anstrebt. Wie noch ausgeführt werden wird, ist die Definition von Kosten und Risiken kein triviales Problem. Zudem zeigt sich, dass die Portfoliotheorie des Asset-Managers nicht mit umgekehrten Vorzeichen in das Entscheidungsgerüst eines Debt-Managers implantiert werden kann. Dem

stehen Eigenheiten des Debt-Managements wie kapitalmarktpolitische Zwänge (z. B. Emissionspläne zur Schaffung von liquiden Anleihen) oder unmittelbare Budgetkonsequenzen (z. B. Betonung des Cash-Flow-Prinzips zulasten der Barwertbewertung) entgegen.

Daneben reflektiert ein moderner Bewertungsansatz auch die Existenz von hohen Barwertrisiken,<sup>1)</sup> die automatisch mit einer höheren Duration verbunden sind. Eine negative Änderung solcher Barwerte (bei einem Rückgang der Renditen) findet in der herkömmlichen Verbuchungspraxis eines Budgets, das Finanzpositionen zu Nominalwerten darstellt, jedoch keinen Niederschlag.<sup>2)</sup>

Ergänzend ist noch anzuführen, dass die Umsetzung moderner Portfolioansätze nicht nur geeignete – jedoch schwer erhältliche – Softwarelösungen, sondern auch neue Standards im Controlling, im Risikomanagement und im internen Berichtswesen erfordert.

### 4.3 Grundsätze und Ziele

Wenn auch die Zielfunktion des Debt-Managements nicht immer in Gesetzesform ausgedrückt ist, so äußern viele staatliche Schuldenmanager doch meistens eine Formulierung, die von einer Minimierung der Zinskosten unter Einhaltung eines gegebenen Risikos spricht. Damit ist jedoch noch keine Strategie formuliert, die sich z. B. aus einem optimierten Portfolio, aus mehr oder weniger willkürlichen Vorgaben zur Duration und zur Währungszusammensetzung oder von einem langfristig plausiblen Allokationsverhalten ableiten lässt. Im österreichischen Beispiel ist diese langfristige Strategie durch ein Benchmarkportfolio wiedergegeben, dessen (virtuelles) Allokationsverhalten die wesentlichen Rahmenbedingungen des tatsächlichen Managements befolgen muss, um das Kriterium der Nachvollziehbarkeit („Trackbarkeit“)<sup>3)</sup> erfüllen zu können. Die dabei einzuhaltenen Risikolimits für Marktpreis- und Kreditrisiken werden vom Aufsichtsrat der ÖBFA gesetzt und durch das interne Controlling monatlich berechnet und ausgewiesen.<sup>4)</sup>

Generell ist beim Schuldenmanagement darauf hinzuweisen, dass jede Portfoliosition mit Preisrisiken behaftet ist und daher eine risikolose

1 Der Barwert einer Position berechnet sich als der Gegenwartswert aller zukünftigen Cash-Flows. Er stellt auch jenen Wert dar, mit dem aktuell eine Schuldenposition getilgt bzw. auf dem Markt zurückgekauft werden kann. Im Schuldenmanagement kann dies schlagend werden, wenn bei Budgetüberschüssen alte Schulden vorzeitig getilgt werden oder wenn durch entsprechende Swapgeschäfte die Position auf das aktuelle Marktzinsniveau oder auf eine Geldmarktkondition ohne Auf- bzw. Abschlag gebracht wird. In einer mehr fiskalpolitischen Betrachtung stellt der Barwert auch den Gegenwartswert jener Zahlungen dar, die die Steuerzahler der Zukunft für die Bedienung des aktuellen Schuldenstands aufwenden müssen.

2 Beispielhaft wird ein Nachgeben der gesamten Yield-curve um 50 Basispunkte gegenwärtig zu Barwertverlusten von etwa 2% des Portfolios (rund 2,5 Mrd EUR) führen, die in der traditionellen Kameralistik mangels aktueller Cash-Flows jedoch nicht aufscheinen. Dabei ist jedoch anzumerken, dass auch Unternehmen nur sehr zögerlich eine Barwertbetrachtung zu ihren Passivpositionen anstellen.

3 Vom „tracken“ einer Benchmark spricht man, wenn der Portfoliomanager die Benchmark in seinem Portfolio spiegelt und damit kein Abweichungsrisiko („tracking Error“) eingeht.

4 Dabei sorgen externe Prüfer wie das Bundesministerium für Finanzen (BMF), der Rechnungshof, Wirtschaftsprüfer und regelmäßig auch Consultants für eine kritische Hinterfragung der verwendeten Methoden und Prozeduren.

Struktur bedauerlicherweise nicht möglich ist. Hier unterscheidet sich das Debt-Management wiederum vom Asset-Management, wo der Anleihenmanager durch die Veranlagung in Geldmarktpapiere bzw. durch entsprechende Hedges (zumindest) das Kurswertrisiko und damit sein individuelles Risiko als Fondsmanager ausschalten kann.

Da institutionelle Investoren zur Verringerung von Preisrisiken liquiden Emissionen den Vorzug geben, muss die Republik Österreich auf Grund der vergleichsweise niedrigen Emissionsvolumina einen bestimmten Aufschlag<sup>1)</sup> bei ihren öffentlichen Anleihen akzeptieren.<sup>2)</sup> Als Reaktion auf dieses Liquiditätsbedürfnis bzw. um die Liquiditätsprämie möglichst gering zu halten, wird bei den österreichischen Bundesanleihen durch Aufstockungen ein möglichst hohes Emissionsvolumen angestrebt. Dabei kann die Liquidität nur in einem begrenzten Umfang erhöht werden, da andernfalls die Konzentration von Tilgungsbeträgen zu stark wird. Zur Kompensation dieses „natürlichen Nachteils“ eines kleinen Landes ist die ÖBFA bestrebt, durch das bewusste Eingehen von (begrenzten) Risiken ihre Finanzierungskosten trotzdem auf dem Niveau der großen europäischen Nachbarn zu halten. Dies wird im Wesentlichen durch einen Mix von Währungs- und Zinsrisiken und partiell auch durch das Eingehen von Kreditrisiken (vor allem bei derivativen Instrumenten) erreicht.

#### 4.4 Kostendarstellung im Debt-Management

Die Diskussion um den richtigen Kostenbegriff bzw. die adäquate Performancemessung ist auch international noch nicht abgeschlossen, was auf den nicht trivialen Aspekt dieser Frage hinweist. Während die Buchhaltung lediglich die (noch nicht abgegrenzten) Zinskosten in der Haushaltsrechnung und den Portfolioeffekt auf Grund von Wechselkursänderungen in der Schuldenmessung verrechnet, muss für die ökonomisch relevante Erfolgsbewertung ein zeitnahe und umfassender Ansatz gewählt werden.<sup>3)</sup> Dabei stellt die Erfolgsbewertung bei einem aktivseitigen Anleihenmanager eine hilfreiche Vorlage dar. Der Ertrag des Asset-Managers (Total Return) ergibt sich aus den (abgegrenzten) Zinseinnahmen plus den Kurswertänderungen der gehaltenen Anleihen. Damit führen Renditensenkungen auf Grund der positiven Kurseffekte zu Gewinnen, die durch den Verkauf von Papieren bzw. entsprechenden Hedge-Operationen auch lukriert werden können.

Dieses übliche Total-Return-Konzept ist mit dem notwendigen Vorzeichenwechsel auch auf die Bewertung des Schuldenmanagements anwendbar. Die bei Schuldenmanagern in Kosten umgewandelte Performance (Total Costs) setzt sich somit aus den (abgegrenzten) Zinszahlungen und den

1 Neben dem Liquiditätsargument können als Determinanten für Spreads noch die Bonität, die internationale Reputation, die Lieferfähigkeit für Futures-Kontrakte, die Verwendung für Repo-Geschäfte, die Effizienz im Primär- und Sekundärmarkthandel oder der Anteil in Anleihebenchmarks identifiziert werden.

2 Zum Vergleich seien die ausstehenden Emissionsvolumina der aktuellen 10-jährigen Benchmarkanleihen von WWU-Mitgliedstaaten angeführt (in Mrd EUR): Deutschland 23'0; Frankreich 17'7; Italien 21'2; Belgien 13'6; die Niederlande 10'2 und Österreich 7'6.

3 Diese Divergenz zwischen controllingrelevanter Performancemessung und bilanzorientierter Buchhaltung ist auch im Unternehmensbereich bisweilen anzutreffen.

Kurswertänderungen zusammen. Im Gegensatz zum Erfolg des Asset-Managers führen die Kurssteigerungen bei einem Renditenrückgang beim Debt-Manager zu einem Verlust, weil der aktuelle Wert der Verbindlichkeiten angestiegen ist. Vice versa wird eine emittierte Anleihe mit einer entsprechend hohen Duration bei einem darauf folgenden Zinsanstieg als wertmindernder Erfolg ausgewiesen. Dieses Konzept erscheint als tauglichstes Mittel, um unmittelbar den ökonomischen Erfolg einer getätigten Transaktion bewerten bzw. mit einer alternativen Strategie vergleichen zu können.

Bei Anwendung des Total-Costs-Konzepts können jedoch bezüglich des ökonomischen Erfolgs Schlussfolgerungen gezogen werden, die konträr zu jener der Budgetbetrachtung stehen. Dies sei an einem Beispiel erläutert: Gegeben seien zwei Emissionsstrategien, nämlich eine Geldmarktkondition auf 3-Monats-Basis und eine 10-jährige Fixzinsemission. Bei einem 3-Monats-Zins von 4% und einem 10-Jahres-Satz von 5,5% stellt sich nun die Frage, ob Manager A mit einer rein geldmarktorientierten Verschuldung oder Manager B mit einer rein kapitalmarktorientierten Strategie während des darauf folgenden Jahres besser gewirtschaftet hat. Dabei sei zudem angenommen, dass die Geldmarktzinsen im Jahresverlauf konstant bei 4% bleiben. Nach Ablauf des Jahres ergibt sich bezüglich der Erfolgsbewertung für rein cash-flow-orientierte „Budgetisten“ ein klarer Vorzug für Manager A, weil diese Strategie lediglich zu Zinskosten von 4% (bzw. bei einem Emissionsvolumen von 1 Mrd EUR Zinskosten von 40 Mio EUR) geführt hat, während Manager B mit seiner langfristigen Anleihe Zinskosten von 5,5% bzw. 55 Mio EUR produziert hat.<sup>1)</sup>

Die kaufmännisch relevante Analyse braucht für eine vollständige Bewertung noch das Zinsniveau zum Bewertungszeitpunkt. Es sei angenommen, dass die Renditen am langen Ende der Zinskurve innerhalb dieses Jahres um 150 Basispunkte angestiegen sind, sodass die aktuellen langfristigen Renditen nunmehr bei 7,0% liegen.<sup>2)</sup> Durch diesen Renditeanstieg ist der Wert dieser Anleihe um 9,8% zum Bewertungszeitpunkt gefallen. Die ausstehende Emission kann somit zum Marktwert von 902 Mio EUR zurückgekauft werden und beispielsweise (nun auch) durch eine Geldmarktkondition wie bei Manager A refinanziert werden.<sup>3)</sup> Unmittelbar einleuchtend ist der Erfolg, wenn der Rückkauf aus einem Budgetüberschuss erfolgt, denn für die Strategie A müssen 1.040 Mio EUR (inklusive Zinsen) und für die Strategie B 957 Mio EUR aufgewendet werden. Die Gesamtkosten von Manager B ergeben somit einen Wert von -4,3% (Zinskosten von 5,5% abzüglich Kursgewinne von 9,8%) und stellen sich bei einer vollständigen Bewertung als die klar erfolgreichere Strategie dar.<sup>4)</sup> Die stillen Reserven bzw. die Verluste, die durch eine solche Zins-

*1 Der Vollständigkeit halber sei auch darauf hingewiesen, dass das völlig unterschiedliche Risikoprofil dabei nicht in die Bewertung einbezogen wird.*

*2 Auf Grund der 1-Jahres-Frist ist für die Bewertung nunmehr die 9-jährige Rendite relevant.*

*3 Dieser Erfolg lässt sich auch realisieren, wenn der Rückkauf nicht tatsächlich abgewickelt wird, sondern die Position durch einen Zinsswap ebenfalls in eine Geldmarktkondition gedreht wird.*

*4 Ein Rückgang der Renditen hätte in diesem Beispiel natürlich den gegenteiligen Effekt gehabt und die Total Costs auf über 5,5% gehoben.*

bewegung entstehen, können in der Barwertbetrachtung deutlich stärker ausfallen als die in der Öffentlichkeit bisweilen stark reflektierten Fremdwährungseffekte.

#### **4.5 Strategische Optionen und Risiko im Debt-Management**

In der öffentlichen Diskussion wird die Effizienz des Debt-Managements bisweilen über den Abstand der jeweiligen Anleiheverzinsung zu einer definierten Benchmarkanleihe beurteilt. Dies ist vor allem für jene Staaten von großem Belang, deren Emissionsrenditen mehrere Prozentpunkte über den Benchmarkanleihen liegen. Bei diesen Staaten, die auch die bevorzugten Adressaten von Weltbank- bzw. IWF-Ratschlägen sind, bringt eine deutliche Verringerung dieses Zinsabstands naturgemäß beträchtliche Kosteneinsparungen. Länder wie Österreich müssen im Vergleich dazu relativ geringe Zinsaufschläge akzeptieren, wenn auch ein Abstand von derzeit rund 25 Basispunkten bei 10-Jahres-Anleihen als zu hoch betrachtet wird. Dieses Differenzial hat seine Ursache jedoch weniger in der notwendigen Transparenz gegenüber Investoren, sondern – wie bereits erwähnt – neben Liquiditätsargumenten, auch in markttechnischen Faktoren. Eine Verringerung dieses Spreads würde der Republik Österreich zwar als kostenmindernd bei der Emission von Anleihen zugute kommen, jedoch nicht die wesentliche Kostenkomponente im Portefeuille darstellen. Dabei sind an deutlich prominenterer Stelle die Determinanten der Portfoliostruktur (Zinsbindungsstruktur, Währungszusammensetzung) zu nennen. Dieser Kosteneffekt kann jedoch nur durch vorherige Akzeptanz eines gewissen Preisrisikos erreicht werden.

In der Gestaltung der Portfoliostruktur stehen der ÖBFA sowohl im Wege der Neuaufnahmen als auch bei der nachträglichen Strukturierung mittels derivativer Instrumente im Wesentlichen die Duration, die über die Wahl der Zinsmodalität und der Laufzeit gesteuert wird, und die Währungszusammensetzung als Strategieparameter zur Verfügung. Während sich Änderungen in der Zinsstruktur vor allem in den budgetrelevanten Zinszahlungen und weniger im nominellen Wert der Staatsschuld (bei fixen Zinskonditionen sehr wohl aber im Barwert) niederschlagen, haben Änderungen bei den Wechselkursen vor allem spürbare Portfolioeffekte und vergleichsweise geringe Konsequenzen für die Cash-Flows der Zinszahlungen.

Neben den Marktpreisrisiken ist das Debt-Management auch mit Kreditrisiken – vor allem bei Veranlagungen und Derivatengeschäften – sowie mit Rechts-, Liquiditäts- und operationalen Risiken konfrontiert.

##### **4.5.1 Fremdwährungskomponente**

Spätestens seit den starken Kurswertänderungen im Jahr 1993 ist die Fremdwährungsstrategie der Republik Österreich ein immer wiederkehrendes Thema der österreichischen Wirtschaftsberichterstattung. Aktuell enthält die österreichische Finanzschuld 8,5 bis 9 Mrd EUR bzw. rund 7% des Portfolios in japanischen Yen und knapp 8 Mrd EUR bzw. 6,25% in Schweizer Franken. Damit verbunden sind jährliche Zinseinsparungen von derzeit 200 bis 350 Mio EUR.

Die Republik Österreich bedient sich seit längerer Zeit der Fremdwährungsemissionen. Zu Beginn wurden Fremdwährungsmärkte vor allem in Anspruch genommen, um die begrenzte Finanzierungskraft des österreichischen Marktes zu umgehen, den heimischen Markt daher durch den staatlichen Mittelbedarf nicht zu sehr zu belasten und um für einen kontinuierlichen Zustrom an Devisenreserven zu sorgen. Diese Argumente sind im Lauf der Zeit in den Hintergrund getreten und haben – insbesondere seit Beginn der Neunzigerjahre bzw. der Neuausrichtung der europäischen Finanzmärkte – immer mehr (erwarteten) Kostenargumenten Platz gemacht.

Die Strategie der Fremdwährungszusammensetzung ist langfristig angelegt. Die Erwartung des langfristigen Erfolgs beruht auf dem Argument, dass die Zinsersparnisse jährlich mit einer gewissen Regelmäßigkeit anfallen und über Zinseszins effekte einen entsprechend hohen kumulativen Beitrag leisten. Das damit korrespondierende Risiko der Aufwertung verliert jedoch über den Zeitverlauf an Dynamik.<sup>1)</sup>

Die Republik Österreich nützt neben dem Euro ausschließlich Schweizer Franken und japanische Yen (nach Swap) als Verschuldungswährung, weil diese beiden Währungsmärkte deutlich niedrigere Zinsen aufweisen. Dabei können sogar eine gewisse Aufwertung und eine damit korrespondierende negative Kurswertänderung im Portfolio toleriert werden. Jedoch stellt eine Berichterstattung, die nur die Kurswertänderungen ausweist, keine gültige Performancerechnung dar, da die entscheidende Zinskomponente vernachlässigt wird.<sup>2)</sup> Berücksichtigt man diese Effekte, so können langfristige Ersparnisse aus der Nutzung von Fremdwährungsmärkten ausgewiesen werden, die derzeit zwischen 1,5 und 2% des BIP ausmachen.<sup>3)</sup>

Diese Chance zur Kostenverminderung, die zumindest in der Vergangenheit erreicht werden konnte, ist naturgemäß von Risiko begleitet. Dabei können Wechselkursänderungen auf zwei Arten wirksam werden. Zum einen erhöht eine Aufwertung der genutzten Währung den Wert des Portfolios. Zur Begrenzung dieses Risikos existiert ein Limit, das den maximalen Aufwertungsverlust mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% binnen eines Jahres beschränkt. Die Restriktion für das Management erfolgt daher nicht über maximale Quoten für die Fremdwährungsstände, sondern über das inhärente Verlustpotenzial. Dieses Potenzial wird mit einem sogenannten Value-at-Risk-Ansatz monatlich ermittelt, wobei das vom Aufsichtsrat gesetzte Limit in Relation zum BIP ausgedrückt wird. Das

1 Diese langfristige Perspektive bzw. die hohe Erfolgswahrscheinlichkeit über den längeren Zeithorizont ähnelt der Argumentation von Aktienveranlagungen bei langfristig orientierten Asset-Managern.

2 Die Performance des Fremdwährungsgeschäfts wird in der ÖBFA regelmäßig über das gesamte Fremdwährungsportfolio gerechnet. Dabei werden die Positionen auch während ihrer Laufzeit abgerechnet und nicht nur zum endgültigen Tilgungszeitpunkt. Diese permanente Erfolgsrechnung ist zum einen notwendig, um stets einen Überblick über die Performance zu haben. Zum anderen ist – wie bei aktivseitigen Portfolios – dieser Ansatz plausibel, weil Kursgewinne und -verluste stets realisiert werden können. Diese Realisierung kann im passivseitigen Management durch eine vorzeitige Tilgung oder durch eine entsprechende Gegenposition über Derivatgeschäfte (Zurückdrehen der Position in die heimische Währung) erfolgen.

3 Das heißt, es wäre die Finanzschuld um diesen Prozentsatz bzw. rund 3,5 bis 4 Mrd EUR höher, wenn stets die heimische Währung zur Finanzierung herangezogen worden wäre.

Risiko selbst bestimmt sich somit über die Höhe der Fremdwährungsfinanzierung, über die Volatilität der einzelnen Währungen und über die Korrelation zwischen den Wechselkursen.

Zum anderen verteuert eine Aufwertung von japanischen Yen und Schweizer Franken auch die Zinszahlungen, die für die Bedienung der Fremdwährungsschuld geleistet werden müssen.<sup>1)</sup> Dieses Risiko ist im so genannten Cash-Flow-at-Risk (CaR) enthalten, wird aber nicht eigens (als Fremdwährungskomponente) ausgewiesen oder limitiert. Das CaR ist ein budgetorientiertes Risikomaß, bei dem die gesamten Zinszahlungen (für Euro- und Fremdwährungsfinanzierungen) bzw. die mögliche Abweichung von einem gegebenen Pfad abgeschätzt werden.

#### 4.5.2 Zinskomponente

Bei der Bewertung der Zinsstrategie wird der Konflikt zwischen budgetorientierter Buchhaltung und finanztechnischer Performancerechnung stärker offensichtlich als bei der Erfolgsrechnung im Fremdwährungsgeschäft. Während im Budget vor allem die Cash-Flows aus den geleisteten Zinszahlungen sichtbar werden, konzentriert sich die finanztechnische Bewertung mehr auf den Barwert für die in der Zukunft festgelegten Konditionen. Mit dem Total-Costs-Prinzip werden beide Erfolgskomponenten zwar zusammengeführt, der Konflikt in der Strategie aber nicht notwendigerweise aufgehoben.

Die Zinsstrategie wird meist über die angepeilte Duration ausgedrückt.<sup>2)</sup> Eine verstärkte langfristige Finanzierung mit Fixzinskonditionen wird die Duration ceteris paribus erhöhen, während eine geldmarktorientierte Finanzierung die Duration senkt. Somit liegt bei einer hohen Duration ein hohes Barwertrisiko vor (Value-at-Risk) und bei einer niedrigen Duration ist von einem erhöhten CaR auszugehen.

Bei der Wahl der gewünschten Duration werden meistens die Risikoneigung des Staats, die langfristige Zinserwartung, die Aufnahmefähigkeit des Finanzmarktes und kapitalmarktpolitische Erfordernisse ins Kalkül gezogen. Im idealtypischen Zinszyklus ist im Zinstal eine Verlängerung der Duration anzupeilen, weil dadurch die relativ günstigen Konditionen am Kapitalmarkt über einen längeren Zeitraum fixiert werden können. Hingegen ist bei einem hohen Zinsniveau einer kurzfristigen Finanzierung der Vorzug zu geben, um eben dieses hohe Niveau nicht über einen längeren Zeitraum zu binden. Natürlich geschieht dies stets unter

1) Während eine Aufwertung der Fremdwährung, die von einer ebenso großen Abwertung abgelöst wird, für die Bewertung des Bestands ex post ohne Bedeutung ist, da die Aufwertungsverluste durch Abwertungsgewinne kompensiert werden, ist diese Irrelevanz bei den Cash-Flows nicht gegeben, da sich die zu leistenden Zahlungen (vor allem für Zinszahlungen) in der Aufwertungsphase budgetär niederschlagen.

2) Die Duration beschreibt im Wesentlichen die Zinssensitivität und korreliert vor allem mit der Länge der Zinsbindungsdauer. Ein reines Geldmarktportfolio hätte – bei einer 3-Monats-Bindung – eine („modified“) Duration von 0,25 Jahren, während ein Portfolio mit der Struktur einer 10-jährigen Fixzinsanleihe eine („modified“) Duration von etwa 7,5 Jahren hätte. Mit anderen Worten ist die („modified“) Duration eine Elastizität, die angibt, wie stark sich der Barwert eines Finanztitels (mit umgekehrten Vorzeichen) ändert, wenn die Renditen sich um einen kleinen Wert ändern.

Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Zinsentwicklung, was bei Allokationsentscheidungen ein schrittweises Vorgehen nahelegt.

Diese Steuerung der Duration über den Zinszyklus kann auf Schwierigkeiten stoßen, wenn die gewünschte Struktur über die Finanzschuldaufnahme erreicht werden soll. Zum einen kann das gesetzlich vorgeschriebene Finanzierungsvolumen zu gering sein, um den gewünschten Portfolioeffekt zu erzielen. Zum anderen kann die gleiche Zinserwartung bei den Investoren zu einem Nachfragerückgang führen, der sich negativ auf die Konditionen auswirken kann. Dieses Matching-Problem ist für kleinere Schuldner wie Österreich weniger stark gegeben, wenn statt der direkten Emission Swaps zur Steuerung eingesetzt werden. Allerdings entstehen Kreditrisiken bei einer intensiveren Ausnützung der Derivatmärkte ohne entsprechendes Risikomanagement.<sup>1)</sup>

Im internationalen Vergleich zeigt sich, dass Debt-Manager, die eine solche aktive Strategie vermeiden, eher zu einer kürzeren Duration tendieren. Dies mag in der tendenziell positiv geneigten Zinskurve begründet liegen und damit das kürzere Ende der Zinskurve billiger erscheinen lassen. Diese Strategie wäre nicht nur ebenso suboptimal wie eine permanent hohe Duration bei einem Asset-Manager, sondern würde auch zu deutlich höheren Zinszahlungsrisiken (CaR) führen.

Die aktuelle Finanzschuldenstruktur generiert derzeit Zinszahlungen von 6,5 bis 7 Mrd EUR.<sup>2)</sup> Bei Fortführung der derzeitigen Emissionspolitik und der geplanten relativ geringen Defizite sollten die Zinsausgaben auch in den nächsten Jahren auf diesem Niveau bleiben.<sup>3)</sup> Mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% liegen die Zinszahlungen auch am Ende der laufenden Legislaturperiode um nicht mehr als 0,5 Mrd EUR über dem erwarteten Niveau. Mit diesem CaR<sup>4)</sup> ist das unmittelbar relevante Zinszahlungsrisiko beschrieben.

Alternativ zu diesem CaR besteht auch ein Barwertrisiko, das sich im Wesentlichen aus den fixierten Zahlungskonditionen ergibt, die für die Zukunft determiniert sind und mit den aktuellen Zinssätzen diskontiert werden. Dieses Risiko wird mit einem Value-at-Risk-Ansatz gemessen und beträgt derzeit für das gesamte Portfolio rund 5,5 bis 6 Mrd EUR.<sup>5)</sup>

#### 4.6 Debt-Management in der WWU

Der Euro ist nicht immer die Ursache für die aktuelle Entwicklung auf den europäischen Finanzmärkten, wirkt aber in vielen Fällen als wichtiger Katalysator. Als Beispiele wären hier der immer bedeutender werdende Markt für Unternehmensanleihen und die Fusionen (auch) in der

1 Die ÖBFA hat zur Kontrolle dieses Kreditrisikos ein – vom Aufsichtsrat bewilligtes – Limitsystem eingeführt, das an den „potential exposures“ von Derivatkontrakten anknüpft. Zudem werden Collateral Agreements zwecks Hinterlegung von Sicherheiten angestrebt.

2 Nettozinszahlungen des Budgetkapitels 58 ohne so genannte sonstige Ausgaben.

3 Die interne Cash-Flow-Perspektive mit den entsprechenden Risikopfaden geht derzeit von 8 Jahren aus, um den langfristigen Aspekt des Debt-Managements hinreichend zu betonen.

4 Maximale Abweichung der Zinszahlungen von einem stabilen Pfad mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit.

5 Maximale Barwertzunahme auf Grund von Zins- und Wechselkursänderungen mit einer Konfidenz von 95% innerhalb eines Jahres.



europäischen Finanzindustrie zu nennen. Am österreichischen Beispiel zeigt sich zudem, dass die Neigung heimischer institutioneller Investoren, in klassische österreichische Bundesanleihen zu investieren, immer mehr zurückgeht und dafür die Nachfrage nach ausländischen Anleihen verschiedenster Emittenten, nach Hybridprodukten oder nach Aktienveranlagungen steigt. Auf Grund des global breit gestreuten Kreises an Banken für die österreichischen Anleiheemissionen im Tendersverfahren<sup>1)</sup> kann die ÖBFA diesen heimischen Nachfragerückgang durch einen verstärkten Absatz an ausländische Investoren auffangen.<sup>2)</sup>

In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die ÖBFA den einheitlichen Währungsraum als heimischen Markt betrachtet. Wenn auch das Liquiditätsrisiko<sup>3)</sup> bei Finanzierungen im Euroraum für einen relativ kleinen Schuldner wie Österreich mit dessen ausgezeichneter Bonität nicht gravierend erscheint, ist die ÖBFA trotzdem bemüht, tatsächliche Auslandsmärkte wie das Vereinigte Königreich, die USA und Asien hinreichend stark zu nützen, um über die Nachfrage aus diesen Regionen einen günstigen Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen bewirken zu können.<sup>4)</sup>

Für einen kleinen Schuldner wie Österreich bzw. mit dessen relativ unbekannter Währung vor Beginn der WWU war es bis 1998 schwierig, auf den internationalen Märkten Anleihenominierungen in österreichischen Schilling in größerem Ausmaß abzusetzen. Daher war die Emission in ausländischen Währungseinheiten eine Notwendigkeit, wobei das Währungsrisiko bei Finanzierungen in D-Mark, in niederländischen Gulden oder in französischen Francs durchaus überschaubar war. Nunmehr ist dieses Problem nicht mehr gegeben und die neue heimische Währung ist bei internationalen Investoren hinreichend bekannt, wobei die starke Wechselkursänderung seit Beginn der WWU ein deutliches Hemmnis für den Absatz von Euroanleihen im außereuropäischen Raum darstellt.

Die Einführung der WWU hat aber auch zur Folge, dass nunmehr viele Staaten ihre Schuldtitel in der gleichen Währung anbieten. Diese Konkurrenz war früher in diesem Ausmaß nicht gegeben, weil nur wenige europäische Staaten z. B. die D-Mark als Emissionswährung stärker genützt haben und damit die Denominierung eine sehr starke Differenzierung ermöglicht hat. Diese Differenzierung ist nun weggefallen und es entstand ein neuer Wettbewerb in der Kapitalnachfrage, bei dem das Marketing und die Auswahl von geeigneten Finanzinstituten zur Betreuung von Investoren eine wesentliche Rolle spielen.

Die WWU hat auf den Derivatmärkten durch die Ausdehnung des Währungsraums eine Verbreiterung und durch die Weiterentwicklung der

1 Diese so genannten „primary dealer“ setzen sich aus 8 inländischen und 18 ausländischen Finanzinstituten zusammen, die sowohl Europa als auch die USA und Asien abdecken.

2 Bisweilen übernehmen ausländische Marktteilnehmer 90 bis 100% des gesamten Tendervolumens.

3 Unter Liquiditätsrisiko wird sowohl das Risiko verstanden, dass ein Finanztitel auf Grund von Marktengpässen nicht zum fairen Preis gehandelt werden kann als auch das Risiko, dass eine Finanzierung auf Grund zu geringen Kapitalangebots seitens der Investoren nicht zu adäquaten Konditionen durchgeführt werden kann.

4 Da Österreich im Euroraum nur eine relativ bescheidene Rolle spielt und die eigentliche neue Auslandsbeziehung nur über Verkäufe außerhalb des Euroraums definiert wird, hat die Diskussion über die Bedeutung des österreichischen Debt-Managements für Währungsreserven deutlich an Brisanz verloren.

finanztechnischen Möglichkeiten eine Vertiefung erfahren. Zudem haben der Fortschritt in der Informationstechnologie und die vermehrte Akzeptanz der Derivate auch für eine Investorenbasis mit sophistizierteren Ansprüchen gesorgt. Damit können auch Emittenten wie die Republik Österreich durch die Emission von strukturierten Produkten ihre Finanzierungsbedingungen weiter senken, wobei dafür jedoch ein gewisses Modellierungs-<sup>1)</sup> und Kreditrisiko beim Swapen der derivativen Struktur in Kauf genommen werden muss.<sup>2)</sup>

Im Zusammenhang mit den Budgetkonsolidierungen in Europa ist auch auf die mittelfristige Konsequenz für die Risikotragfähigkeit des Staats hinzuweisen. Wenn die Staatshaushalte im Lauf der Zeit durch den Schuldenabbau weniger sensibel auf Änderungen in den Finanzierungsbedingungen reagieren werden, eröffnet sich durch diese gestiegene Risikotragfähigkeit die Chance, durch eine aktive Strategie – bei gleichzeitiger Akzeptanz von höherem Risiko – zu einer weiteren Verringerung der Finanzierungskosten beizutragen. Dies stellt zwar kein finanzwirtschaftliches Perpetuum mobile dar und einzelne Staaten können bewusst eine risikoaaversere Strategie (bei gleichzeitig höheren erwarteten Kosten) bevorzugen. Es besteht damit aber zumindest die Chance für eine Art von fiskalischer Sogwirkung („virtuous circle“) und demonstriert im positiven Sinn einen Synergieeffekt von disziplinierter Budgetpolitik und kostenbewusstem Debt-Management.

## **5 Österreichisches Debt-Management im Licht der internationalen Erkenntnisse**

Der Vergleich der internationalen Ansätze zum öffentlichen Debt-Management (siehe Kapitel 2 und 3) mit den Ausführungen zur Gestion des operativen Debt-Managements in Österreich (siehe Kapitel 4) illustriert zum einen das breite Spektrum an Diskussionspunkten im Hinblick auf mikro- und makroökonomische Ziele des öffentlichen Debt-Managements und zum anderen, dass die internationalen Empfehlungen viele Fragen in Bezug auf die konkrete Orientierung offen lassen. Im Einzelnen können – ohne den Anspruch auf Vollständigkeit zu haben – folgende Schlussfolgerungen abgeleitet werden:

- Die Leitlinien der ÖBFA stehen in vielen Belangen im Einklang mit den Empfehlungen des IWF.  
Darunter fallen:
  - klare Rollenverteilung zwischen den Entscheidungsträgern;
  - Zielorientierung: fiskalische Effizienz unter Beachtung der Risiken;
  - Einsatz von Controllinginstrumenten (Limite, Controllingberichte sowie interne und externe Prüfungen);
  - marktorientierte Finanzierungen (Auktionen für verbrieftete Schuldfornen) und Transparenz in Bezug auf die Emissionsbedingungen (Auktionskalender, Auktionsteilnehmer, Ergebnisse).

<sup>1</sup> Risiko der unvollständigen Bewertung.

<sup>2</sup> Es sei nochmals darauf hingewiesen, dass dieses Kreditrisiko mehr und mehr durch Collateral Agreements vermindert wird.

- Makroökonomische Aspekte gehen beim operativen Debt-Management insofern ein, als ein effizientes Liability- und Risikomanagement das Ziel verfolgt, die Markt-, Refinanzierungs-, Liquiditäts- und Kreditrisiken sowie die operationalen Risiken gering zu halten. Ob die Zielorientierung im Sinn der Marktwerte (Barwerte) oder Nominalwerte des Schuldenportfolios erfolgen soll, ist allerdings in Diskussion.
- Gesamtwirtschaftliche Einflusspotenziale des operativen Debt-Managements bzw. Wechselwirkungen zwischen dem operativen Debt-Management, der Finanzpolitik, der Finanzmärkte und der Geldpolitik finden bei strategischen Überlegungen zur Ausrichtung des operativen Debt-Managements in Österreich kaum Berücksichtigung.
- Unter den Rahmenbedingungen der WWU dürfte zwar das Einflusspotenzial des Debt-Managements der Republik Österreich auf die heimischen Finanzmärkte geringer geworden sein, seine „Benchmarkfunktion“ übt der Bund aber weiterhin aus. Nach wie vor segmentieren Zutrittsbarrieren zu Börsen, zu Primärmärkten und zu Derivatmärkten sowie steuerliche Unterschiede den Eurofinanzmarkt. Auch fungiert der Zinssatz für öffentliche Anleihen neben den Swapsätzen weiterhin als Referenzzinssatz, der zwischen den Ländern des Euroraums differiert.
- Der wirtschaftspolitischen Dimension des Debt-Managements als Teilbereich der Finanzpolitik wird in Österreich durch das Aufsichtsrecht des Bundesministers für Finanzen Rechnung getragen, der sich dabei von einem eigenen Gremium (Staatsschuldenausschuss) unterstützen lässt.
- Dem Staatsschuldenausschuss (Ausschuss für die Verwaltung der Staatsschuld) obliegt die Aufgabe, den Bundesminister für Finanzen in gesamtwirtschaftlichen Angelegenheiten der öffentlichen Schuldenstrukturpolitik zu beraten. Der Ausschuss gewährleistet nicht nur einen ständigen Meinungs- und Informationsaustausch, sondern auch einen Interessenausgleich zwischen den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern und dem operativen Debt-Management. Der Staatsschuldenausschuss trachtet danach, dass sich das operative Debt-Management in Österreich möglichst im Einklang mit den jeweiligen ökonomischen Rahmenbedingungen befindet und die Effizienz der heimischen Finanzmärkte fördert. Die Zielorientierung deckt sich mit jener des IWF.
- Eine kombinierte aktiv-/passivseitige Sicht des öffentlichen Debt-Managements und der Fiskalpolitik im Sinn von Missale (1999) (Budgeteinnahmen- und -ausgabenentwicklung im Konjunkturzyklus) findet in der Ausrichtung der öffentlichen Schuldenstrukturpolitik in Österreich gegenwärtig keinen Niederschlag.

### Literaturverzeichnis

- BIZ (2000).** Managing Foreign Debt and Liquidity Risk. In: Policy Paper, Nr. 8.
- Brandner, P. (1996).** Fremdwährungsfinanzierung der Bundesschuld. In: Schriftenreihe Volkswirtschaft, P.S.K., Wien.
- Favero, C., Missale, A., Piga, G. (2000).** EMU and Public Debt Management: One Money, One Debt. In: Policy Paper, Nr. 3. Centre for Economic Policy Research, London.
- Handler, H. (1986).** Verdrängt der Staat die Privatinitiative? Weigl, W., Leithner, E., Windisch, R. (Hrsg.). In: Handbuch der österreichischen Finanzpolitik, Wien.
- Hauth, E. (1996).** Rolle der Österreichischen Postsparkasse im Debt Management der Republik Österreich. In: Schriftenreihe Volkswirtschaft, P.S.K., Wien.
- IWF (2000).** Sovereign Assets and Liabilities Management. Cassard, M., Folkerts-Landau, D., (Hrsg.).
- IWF (2001).** Guidelines for Public Debt Management, prepared by the Staffs of the IMF and World Bank. Siehe Homepage des IWF: <http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng>.
- Missale, A. (1999).** Public Debt Management. Oxford University Press Inc., New York.
- Mooslechner, P. (1993).** Effizienz des Debt Managements: Fiskalische Kriterien und stabilitätspolitische Strukturmerkmale am Beispiel der österreichischen Bundesfinanzschuld. In: Schriftenreihe des Ludwig Boltzmann-Instituts zur Analyse wirtschaftspolitischer Aktivitäten, Band 10, Wien.
- Munduch, G. (1993).** Die Bedeutung von Crowding-Out für die Wirksamkeit der Fiskalpolitik in Österreich. Holzmann, R., Neck, R., (Hrsg.). Konjunkturreffekte der österreichischen Budgetpolitik. In: Schriftenreihe des Ludwig Boltzmann-Instituts zur Analyse wirtschaftspolitischer Aktivitäten, Band 10, Wien.
- Mylonas, P., Schich, S., Thorgeisson, T., Wehinger, G. (2000).** New Issues in Public Debt Management: Government Surpluses in several OECD Countries, the common Currency in Europe and rapidly rising Debt in Japan. In: OECD, Working Paper, Nr. 239.
- Tobin, J. (1963).** An Essay on the Principles of Debt Management. In: Fiscal and Debt Management Policies, prepared for the Commission on Money and Credit, Engelwood Cliffs.