

## Buchbesprechungen

*Hannes Rehm* und *Michael Tholen*: Management der öffentlichen Schuld – Befund, Probleme, Perspektiven, Deutscher Sparkassenverlag, Stuttgart 2005, 405 S.

Das Problem stetig steigender Staatsverschuldung mag vielerlei politische und ökonomische Gründe haben und mittlerweile bekannte (wenn auch verdrängte) Auswirkungen auf heutige Staatshaushalte und Handlungsspielräume zukünftiger Generationen. Die Literatur hierzu erscheint zahllos. Eher selten sind jedoch Werke darüber, wie im Konkreten die technischen Prozesse aussehen, welche den Staat dazu in die Lage versetzen, sich zu verschulden und die Schuld effizient zu verwalten. Genau über diese Technik, die des Debt Managements, schreiben Rehm und Tholen in ihrem Buch.

Wie es sich bei einem solchen Thema anbietet, widmen die Autoren ihr erstes Kapitel einem empirischen Überblick über die Staatsverschuldung in Deutschland während der letzten 40 Jahre und einer genaueren Untersuchung der Verschuldung seit der Wiedervereinigung. Bereits hier wird das offenbare Anliegen der Autoren deutlich, welches sich über das gesamte weitere Buch fortzieht: kein theoretisches Buch fernab von praktischem Bezug zu verfassen. Stattdessen wird genau dieser Praxisbezug hergestellt und zudem unterstützt durch die Auswahl aktueller Themen (Beispiel Stabilitätspakt) sowie durch zahlreiche Tabellen und Abbildungen (80 im gesamten Buch).

Kapitel 2 beschreibt die Grundlagen des Debt Management. Im Unterschied zur *Schuldenniveaupolitik*, welche durch den demokratischen Abstimmungsprozess die Höhe der Verschuldung festlegt, handelt es sich beim Debt Management um *Schuldenstrukturpolitik*. Laufzeit der Schuldtitel, ihre Gläubigerstruktur sowie Tilgungs- u. Zinsstruktur sind nur einige der in diesem Kapitel behandelten Instrumente der Schuldenstrukturpolitik.

Nahtlos hierzu schließt sich die konkrete Ausgestaltung des Debt Managements des Bundes in Kapitel 3 an, in welchem zunächst die wichtigsten nationalen Gesetzesgrundlagen und die Implikationen des Europäischen Stabilitätspakts erläutert werden. Konzis gehen die Autoren auch auf deren Fehlkonstruktionen ein (z.B. Definition des Investitionsbegriffes in Artikel 115 GG, Ausgestaltung des Sanktionsmechanismus der EU), ehe im umfangreichsten Kapitel des Buches das Debt Managements des Bundes dargestellt wird, wie es die 2000 gegründete Schuldenagentur des Bundes betreibt.

Kapitel 4 widmet sich dem europäischen Kapitalmarkt. Die dort gehandelten nationalen Schuldtitel sind seit der Währungsunion zum 1. Januar 1999 einem weitgehenden Angleichungs- und Standardisierungsprozess unterworfen, sodass sich ihre Unterschiede in zunehmendem Maße auf unterschiedliche Liquidität und

Bonität begrenzen. Einhergehend mit diesem Konvergenzprozess geht eine Annäherung der Handelsplattformen und ein starkes Anwachsen insbesondere des Anteils des Handels über elektronische Plattformen.

Es folgt ein Überblick über die unterschiedlichen nationalen Schuldtitel, deren Umfang, Fristigkeiten, Rating und Renditen. Aus Letzteren leiten die Autoren eine Benchmark-Kurve ab, welche die Preisführerschaft der großen Länder (Deutschland und Frankreich) belegt. Da deren Emissionsvolumen jährlich mehrere hundert Milliarden Euro beträgt, können die großen Länder ihre Anleihen zu günstigen Konditionen anbieten und eine Liquidität garantieren, welche den kleinen Ländern mit jeweils 10–15 Milliarden Emissionsvolumen nicht möglich ist. Dieser Umstand wiederum spielt eine Rolle bei der Frage, ob der europäische Emissionsprozess nicht unter Effizienz- und Kostengründen aus zentraler Hand erfolgen sollte. Die Vorteile für kleine Länder wären offenkundig, doch auch der Vorteil für die gesamte EU angesichts ihrer Wettbewerbsrolle zu den USA lässt die Autoren die Einrichtung einer zentralen europäischen Emissionsstelle befürworten.

Kapitel 5 bzw. 6 beschäftigen sich mit dem Debt Management der Länder bzw. der Kommunen. Beide Kapitel geben zunächst einen Überblick über die Schulden-niveaus und Rechtsgrundlagen. In den Letzteren sehen die Autoren erhebliche „konstitutionelle Schwächen“. Denn sowohl den Ländern als auch den Kommunen wird im bundesdeutschen Föderalismus die Möglichkeit im Wesentlichen verwehrt, eigene Einnahmen erheben zu können. Hieraus ergibt sich für die Verschuldung eine „Pufferfunktion“ zwischen den Einnahmen und Ausgaben. Diese konstitutionell nur unzureichend begrenzte Möglichkeit zur Verschuldung wird von den Ländern und Kommunen umso stärker genutzt, als „unmittelbare, transparente Haftungsketten“ nicht nur fehlen, sondern zudem davon auszugehen ist, dass die im Grundgesetz verankerten Prinzipien der Bundestreue (im Falle der Länder) und der kommunalen Selbstverwaltung (im Falle der Kommunen) den Konkurs der jeweiligen Gebietskörperschaft de facto verhindern.

Anschaulich werden sodann die Kreditalternativen kommunaler Schuldenmanager geschildert, die Finanzierungsalternativen kommunaler Verschuldung diskutiert und der Bezug von kommunalen Schuldtiteln zum europäischen Kapitalmarkt mit seinen Rating-Implikationen dargestellt.

Kapitel 7 und 8 schließlich ergänzen die Betrachtung der vorangegangenen Kapitel vom Debt Management unterschiedlicher Gebietskörperschaften durch eine Betrachtung verschiedener neuer Instrumente des Schuldenmanagements, insbesondere solcher des Zinsmanagements (Derivate, wie etwa Swaps) und solcher zur Senkung der Refinanzierungskosten (Indexanleihen, Zero-Bonds).

Insgesamt lässt sich festhalten, dass Rehm und Tholen ein Buch mit eindeutigen Schwerpunkt auf die Technik und Instrumente des Debt Managements verfasst haben. Dies macht es unerlässlich für den Praktiker, die Schuldenmanager von Bund und Ländern, aber auch größerer Kommunen und Banken. Da dabei aber der dem Debt Management zugrunde liegende institutionelle Rahmen nicht kommentarlos wiedergegeben, sondern treffend Kritik an ihm geübt wird, bieten die Autoren mit ihrem Buch dem Leser auch eine ordnungspolitische Perspektive, welche es in Verbindung mit den überwiegend sehr guten Literaturhinweisen und der Auswahl auch unterrepräsentierter Themen (wie etwa kommunaler Verschul-

dung) auch für den Wissenschaftler von Interesse sein lässt, der seinen Forschungsgeist eher der Schuldenniveaupolitik als der Schuldenstruktur widmet.

Dabei wird der ungezügelter Volumenzuwachs seitens der *Schuldenniveaupolitik* der *Schuldenstrukturpolitik* bzw. dem Debt Management gezwungenermaßen eine immer größere Rolle auferlegen. Zusammen mit steigendem internationalen Wettbewerb auf den Kapitalmärkten und einem Anstieg historisch eher niedriger Zinsen sehen Rehm und Tholen in ihren Schlussbemerkungen einen klaren Bedeutungszuwachs für das Debt Management. Gleichwohl erkennen sie auch dessen Grenzen: Für eine Konsolidierung der öffentlichen Hand bedarf es der *schulden-niveaupolitischen* Wende.

Alexander Eschbach, Freiburg/Br.

*Michael Frömmel*: Langfristige Trends der Wechselkursvolatilität unter alternativen Währungsregimes, Duncker & Humblot, Berlin 2005, 169 S.

Die beobachtbaren Änderungen von Wechselkursen, seien es die drastischen Abwertungen wie in Argentinien oder Südostasien vor ein paar Jahren oder die Schwankungen des Euro/Dollar-Wechselkurses seit der Einführung des Euro, haben zu kontroversen wirtschaftspolitischen Diskussionen über die Vorteilhaftigkeit konkurrierender Währungsordnungen Anlass gegeben. Dabei werden sowohl auf politischer wie akademischer Ebene häufig pauschale Aussagen über das Niveau und die Entwicklung der Volatilität von Wechselkursen in den verschiedenen Regimen getroffen. Ein häufig vorgebrachtes Argument, welches ein engeres Management von Wechselkursen stützen soll, ist beispielsweise die Behauptung, die Volatilität von Wechselkursen habe seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems kontinuierlich zugenommen.

Das vorliegende Buch stellt sich als Aufgabe, empirisch valide Aussagen über trendmäßige Entwicklungen der Wechselkursvolatilität im Zeitablauf zu ermitteln und festzustellen, inwieweit diese durch das gewählte Wechselkursregime beeinflusst werden. Frömmel verwendet dazu eine lange Datenreihe, die bereits 1973 beginnt. Damit ist er in der Lage, nicht nur die Effekte innerhalb eines Regimes zu analysieren, sondern auch durch Systemwechsel induzierte Effekte zu isolieren. Nach einer Beschreibung verschiedener Ansätze, die Volatilität von Wechselkursen zu messen, wendet Frömmel diese zunächst auf flexible Wechselkurse und dann auf das Europäische Währungssystem als Vertreter eines Bandbreitensystems an. Für beide Gruppen ist das Auftreten von Strukturbrüchen charakteristisch, welche überwiegend durch Änderungen der Geldpolitik bedingt sind. Die Berücksichtigung dieser Strukturbrüche erhöht die Signifikanz der Resultate. Bei den flexiblen Wechselkursen scheint die Volatilität seit Ende der Siebzigerjahre tendenziell anzusteigen, während das EWS über den Einmaleffekt seiner Einführung hinaus einen im Zeitablauf volatilitätsvermindernden Einfluss ausgeübt hat. Abschließend analysiert Frömmel die Effekte des Übergangs zur Währungsunion in Europa und den Übergang von fixen zu flexibleren Regimen anhand der Visegrád-Staaten ab Mitte der Neunzigerjahre.

Im gesamten Buch tritt die Entwicklung des teilweise sehr anspruchsvollen technischen Unterbaus der verwendeten Zeitreihenmodelle und Teststatistiken zu-

Kredit und Kapital 3/2006

gunsten einer klaren anschaulichen Darstellung zurück. Frömmel legt viel Wert auf eine verständliche Entwicklung des Analyseansatzes und die Interpretation der Ergebnisse.

Nach der Einleitung führt der Autor im zweiten Kapitel den Leser zunächst in die Problematik der Definition und der Messung der Volatilität einer Wechselkurszeitreihe ein. Frömmel verwendet den Begriff Volatilität ausschließlich für die Variabilität der täglichen Änderungen, also die bedingte Volatilität. Schwankungen des Wechselkurses im Niveau und auf längere Frist werden als makroökonomisch induzierte Trends interpretiert und stellen nicht das Zielobjekt der Analyse dar. Die Volatilitätskennziffern werden in zwei Klassen unterteilt, sogenannte Intervallmaße und dynamische Volatilitätsmaße. Die Bezeichnung Intervallmaße rührt von der Aufteilung der Zeitreihe in Zeitintervalle her, auf denen je eine Schätzung durchgeführt wird. Zu dieser Klasse gehören neben der Varianz auch Schätzer, die auf Spannweiten oder Intra-Tagesdaten beruhen. Die dynamischen Volatilitätsmaße resultieren aus Schätzungen verschiedener Zeitreihenmodelle, die hier GARCH, Markov-Switching (MS) und MS-GARCH-Modelle umfassen. Frömmel stellt die einzelnen Ansätze vor und erläutert ihre spezifischen Vor- und Nachteile. Leider geht der Autor an dieser Stelle nicht auf die devisenmarktspezifische Problematik der Berücksichtigung von Realignments in Bandbreitensystemen für die Messung der Volatilität ein, sondern kommt erst im Anwendungsfall im vierten Kapitel darauf zu sprechen.

Im dritten Kapitel analysiert Frömmel die Entwicklung der Volatilität der acht umsatzstärksten Währungen mit flexiblen Wechselkursen. Hierzu wird allerdings u. a. der USD-CAD gezählt, obwohl dessen Volatilität im Vergleich zu den anderen Wechselkursen um den Faktor 10 geringer ist. Den acht Einzelwechselkursen stellt Frömmel zwei Körbe (gewichtet und ungewichtet) zur Seite, die aus diesen Wechselkursen bestehen. Besonderes Augenmerk bei der Analyse der Volatilitäten legt der Autor auf die Frage, ob ein signifikant positiver Trend in der Entwicklung der Wechselkursvolatilität vorliegt. Die Ergebnisse sind uneinheitlich für die Einzelwährungen, jedoch positiv für die beiden Währungskörbe. Nahezu jede der Volatilitätszeitreihen der einzelnen Wechselkurse weist jedoch einen Strukturbruch auf. Eine Trendanalyse für jeden Teilbereich ergibt ein differenzierteres Bild, in welchem die meisten Wechselkurse signifikante Trends aufweisen. Eine grafische Darstellung des Regressionsergebnisses oder eine Angabe der relativen Sprunghöhe an der Bruchstelle hätte die Interpretation erleichtert.

Abschließend wird die Volatilität in Anlehnung an das CAPM in eine Marktvolatilität und eine spezifische Volatilität zerlegt. Frömmel zeigt, dass die Marktvolatilität im Zeitablauf signifikant wächst, was vermutlich auf ein Anwachsen der durchschnittlichen Korrelation zwischen den Renditen in den 70ern und 80ern zurückzuführen ist.

Die vier parallel verwendeten Volatilitätsmaße zeigen für alle Analysen keine signifikant unterschiedlichen Ergebnisse. Lediglich die sich aus den GARCH-Modellen ergebenden Schätzungen der bedingten Varianzen weisen bei der Ermittlung der Trendkoeffizienten und Strukturbrüche aufgrund der hohen Datenzahl eine höhere Signifikanz auf.

Das vierte Kapitel widmet sich der Untersuchung des Einflusses des EWS auf die Variabilität der darin enthaltenen Wechselkurse. Frömmel analysiert dabei

sehr differenziert die Effekte der Einführung des EWS sowie die Entwicklung während des Bestehens des Systems. Er vergleicht diese Ergebnisse mit zwei Kontrollgruppen, zum einen mit flexiblen Wechselkursen zur D-Mark und zum anderen mit Wechselkursen zum US-Dollar. Um den Besonderheiten der Verteilungsfunktion der täglichen Wechselkursänderungen in einem Bandbreitensystem gerecht zu werden, analysiert Frömmel in diesem Kapitel auch das dritte (Schiefe) und vierte Moment (Kurtosis) der Renditen als zusätzliche Risikomaße. Obwohl das Zusammenspiel der einzelnen Momente einer Verteilung für die Interpretation als Risiko sehr komplex sein kann, erweist sich die hier vorgestellte Analyse als sehr ergebnisträchtig. Eine grafische Präsentation der geschätzten Volatilitätszeitreihen wäre für den Leser hilfreich gewesen.

Nach einer kurzen Diskussion über die gesonderte Berücksichtigung von Realignments entschließt sich der Autor, diese für die Volatilitätsschätzungen als ganz normale Datenpunkte aufzufassen, obwohl die verwendeten Schätzer nicht robust sind und deshalb sehr sensibel auf Ausreißer reagieren.

Frömmel unterteilt die Zeit von 1973 bis 1998 in fünf charakteristische Phasen, um insbesondere der Clusterung der Realignments im EWS Rechnung zu tragen. Zum einen reduziert das EWS als Einmaleffekt die Volatilität der enthaltenen Wechselkurse auf Kosten exzessiver dritter und vierter Momente. Zum anderen zeigt Frömmel, dass sich – abgesehen von Phasen mit vielen Realignments – die Volatilität innerhalb des Systems weiter verringert und auch die exzessiven höheren Momente zurückgehen. Die Zunahme der Stabilität erfolgte jedoch erst nach dem Politikwechsel 1983. Sie ist demzufolge kein Automatismus eines Festkursystems und hatte das Ausscheiden nicht koordinationswilliger Teilnehmer als Preis.

Indem er geschickt die Trendregressionen für die Volatilitäts-, Schiefe- und Kurtosiszeitreihen von EWS- und Kontrollgruppen vergleicht, testet Frömmel, ob die Teilnahme am EWS einen über die allgemeine Entwicklung hinausgehenden risikoreduzierenden Einfluss hat. Obwohl die Resultate in diese Richtung weisen, ist ihre statistische Signifikanz gering. Die explizite Berücksichtigung der Realignments als exogene Variablen reduziert die Signifikanz weiter. Zusammenfassend stellt das vierte Kapitel eine gut strukturierte Analyse des durch Realignments und Notenbankeingriffe sehr komplexen Phänomens der Wechselkursvolatilität in einem Bandbreitensystem dar.

Im fünften Kapitel untersucht Frömmel die Entwicklung der Wechselkursvolatilität im Umfeld von Änderungen des Währungsregimes. Der Eintritt in die Europäische Währungsunion wird als Beispiel für einen Systemwechsel hin zu geringerer Flexibilität und die Visegrád-Staaten für den gegenteiligen Fall herangezogen. Frömmel verwendet als technisches Analyseinstrument in diesem Kapitel ein MS-GARCH-Modell mit t-verteilten Innovationen. Es zeigt sich, dass die bloße Ankündigung der Währungsunion nicht zu einer Volatilitätsreduktion geführt hat. Für jedes einzelne Land lässt sich aufgrund der Analyse der Volatilitätsregimewechsel im MS-GARCH-Modell der Termin finden, ab dem die Devisenmarktakteure die Teilnahme eines Landes mit relativ hoher Sicherheit angenommen haben. Leider nimmt Frömmel keine Länder in sein Sample auf, die letztlich nicht an der Währungsunion teilgenommen haben, und verzichtet so auf eine einfache Möglichkeit,

die Aussagekraft seiner Analyse durch die Illustration einer gegenläufigen Entwicklung zu verstärken. Die Analyse der Flexibilisierung der Wechselkurse in den Visegrád-Staaten zeigt nochmals die Bedeutung der Antizipation von Regimeänderungen und der Glaubwürdigkeit des gewählten Regimes. Während die Flexibilisierung im Falle der Slowakei und Tschechiens vom Markt getrieben wurde, erhöhte sich die Volatilität des Wechselkurses im Falle Ungarns und im Wesentlichen auch im Falle Polens erst nach der Flexibilisierung.

Das vorliegende Buch stellt eine umfassende und gründliche empirische Analyse der Entwicklung von Wechselkursvolatilitäten im Zeitablauf und unter Berücksichtigung verschiedener Währungsregime dar. Durch die parallele Verwendung einer Reihe von gebräuchlichen Schwankungsmaßen und den umfassenden Vergleich der wirtschaftspolitisch bedeutendsten Wechselkurse und Wechselkursregime stellt diese Arbeit eine ideale Grundlage für wirtschaftspolitische Diskussionen über Währungsregimes und eine hervorragende Ergänzungsliteratur für akademische Veranstaltungen aus diesem Themenbereich dar.

Christian Bauer, Bayreuth