

Die Entwicklung staatlicher Zinsausgaben in Deutschland

Die staatliche Schuldenquote Deutschlands ist seit Mitte der siebziger Jahre nahezu kontinuierlich gestiegen. Zuletzt spielten dafür neben den Defiziten auch die Einrichtung von Bad Banks und umfangreiche EWU-Stabilisierungsmaßnahmen eine wichtige Rolle. Gleichwohl sanken die Zinsausgaben in Relation zum Bruttoinlandsprodukt deutlich, weil die durchschnittliche Verzinsung der ausstehenden Staatsschuld stark zurückgegangen ist. In den letzten Jahren kam es auch gegenüber den Planungen zu großen Entlastungen, und der stärker als erwartete Defizitrückgang war neben den höher als veranschlagten Steuereinnahmen maßgeblich darauf zurückzuführen.

Die rückläufige Durchschnittsverzinsung spiegelt ein weltweit stark gesunkenes Zinsniveau wider. Seit Zuspitzung der Schuldenkrise in der EWU kam hierzu noch eine erhöhte Nachfrage nach besonders sicheren Anlagen, zu denen deutsche Staatsschuldtitel aufgrund der hohen Bonität des Schuldners zählen. Insgesamt profitieren aber die meisten EWU-Staaten vom sehr günstigen Zinsumfeld, und zahlreiche Länder weisen eine ähnliche oder in einzelnen Fällen sogar niedrigere Durchschnittsverzinsung als Deutschland auf. Während das Zins-Wachstums-Differenzial derzeit in Deutschland vergleichsweise günstig ausfällt, ist es insgesamt seit Beginn der Währungsunion in den meisten EWU-Staaten deutlich vorteilhafter gewesen.

Bei der Haushaltsplanung erscheint es nicht ratsam, auf eine dauerhafte Fortsetzung der gegenwärtig noch immer äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen zu vertrauen. Es ist zu erwarten, dass sich die Renditen für deutsche Staatsanleihen insbesondere im Falle einer konjunkturellen Verbesserung im Euro-Raum und bei einem Abflauen der allgemeinen Unsicherheit erhöhen. Eine vorsichtige Finanzplanung scheint daher empfehlenswert. Soweit noch keine angemessenen Sicherheitsabstände zu den (künftigen) Neuverschuldungsgrenzen erreicht sind, bleiben insoweit insbesondere die hoch verschuldeten Gebietskörperschaften in Deutschland gefordert, und etwaige Zinsminderausgaben wären zur Verbesserung der Finanzierungssalden zu nutzen.

Abgrenzung der staatlichen Zinsausgaben

Kreditaufnahme belastet künftige Haushalte über Schuldendienst

Der deutsche Staat hat in der Vergangenheit regelmäßig einen spürbaren Teil seiner Ausgaben durch Kreditaufnahme finanziert. Im Gegensatz zu „endgültigen“ Einnahmen (z. B. Steuern, Sozialbeiträge, Gebühren) hat dies eine Belastung künftiger Haushalte durch Zinsausgaben und Tilgungsleistungen zur Folge. Da die Haushalte zumeist defizitär waren und fällige staatliche Kredite durch Anschlusskredite refinanziert wurden, ist der Schuldenstand fast kontinuierlich gewachsen, und auch die Schulden im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) haben beinahe stetig zugenommen.

Die Schulden des Staates

Staatliche Schulden vor allem in den Kernhaushalten von Bund, Ländern und Gemeinden, ...

Die Staatsschulden und die resultierenden Zinsbelastungen betreffen in Deutschland vorwiegend die Kernhaushalte der Gebietskörperschaften Bund, Länder und Gemeinden. Hier waren bis Ende 2012 Schulden in Höhe von 1 738 Mrd € aufgelaufen.¹⁾ Die Sozialversicherungen unterliegen einem grundsätzlichen Verschuldungsverbot, sodass hier Zinsausgaben nur sehr begrenzt anfallen.

... aber auch in Sonderhaushalten

In den letzten Jahrzehnten wurden darüber hinaus Extrahaushalte gegründet, in denen spezielle Sonderlasten teilweise durch umfangreiche Kreditaufnahmen finanziert wurden. Gewichtige Sondervermögen entstanden etwa im Zusammenhang mit der deutschen Wiedervereinigung. Die aufgelaufene Verschuldung wurde 1995 im Erblastentilgungsfonds gebündelt, dann aber im Juli 1999 vom Bundeshaushalt mit übernommen. In der Zeit der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 wurden weitere Sondervermögen mit umfangreichen Kreditermächtigungen eingerichtet. So wies der 2009 zur Konjunkturstabilisierung gegründete Investitions- und Tilgungsfonds nach Abschluss seiner Maßnahmen Ende 2012 Schulden von 22 Mrd € auf, und beim Sonderfonds zur Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)

standen Schulden von 29½ Mrd € zu Buche. Darüber hinaus wurden beim Bund und auch auf der Länderebene weitere Einrichtungen außerhalb der Kernhaushalte gegründet, insbesondere um Kreditinstitute zu stabilisieren.²⁾ Einschließlich der Bad Banks, die vom Staat für die Hypo Real Estate (FMSW), die WestLB und die SachsenLB gegründet wurden, beliefen sich die Schulden der Extrahaushalte 2012 auf 330 Mrd €, wobei diesen auch umfangreiche (Risiko-)Aktiva gegenüberstehen.

Ebenfalls zu den staatlichen Schulden werden von Deutschland gegebene Bürgschaften für Hilfskredite an Mitgliedstaaten der EWU gezahlt (56 Mrd €).³⁾ Die aus der Finanzierung dieser Darlehen anfallenden Zinsausgaben werden (wie die daraus resultierenden Zinseinnahmen) den staatlichen Garantiegebern – in Deutschland dem Bund – zugeschrieben.

Zuschreibungen für EWU-Hilfskredite

Die Zinsausgaben

Zinszahlungen für Kredite werden grundsätzlich vorab vereinbart und dann regelmäßig geleistet. Bei Wertpapierschulden spricht man in diesem Zusammenhang von Kupons, die den Verzinsungsanspruch des Geldgebers ausweisen. In Deutschland dominieren staatliche Wertpapiere, die einen nominal fixierten Zinssatz aufweisen. Variabel verzinsliche Anleihen sind dagegen an Referenzzinssätze etwa auf Geldmärkten mit einem marktorientierten Zu- oder Abschlag gebunden. Einen Sonderfall stellen die seit 2006 begebenen inflationsindexierten

Wertpapierschulden mit festen jährlichen Zinszahlungen vorherrschend

1 Schulden gegenüber dem nichtöffentlichen Bereich. Datenquelle: Statistisches Bundesamt, Schulden der öffentlichen Haushalte 2012, Fachserie 14, Reihe 5.

2 Auch wenn diese in Form von Gesellschaften errichtet wurden, werden sie vom Statistischen Bundesamt gemäß den europäischen Haushaltsregeln dem Staatssektor zugeordnet.

3 Erfasst sind hier die über die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) gegebenen bilateralen Kredite an Griechenland sowie die den Garantiegebern zugerechneten Schulden der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF). Nicht berücksichtigt sind dagegen die über den EU-Haushalt abgewickelten Hilfskredite des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) und die nicht den Kapitaleignern zugerechneten Schulden des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM).

Wertpapiere des Bundes dar.⁴⁾ Bei individuellen Kreditverträgen, wie Schuldscheindarlehen, werden die Zinsbedingungen dagegen üblicherweise nicht im Einzelnen veröffentlicht, aber auch hier herrschen festverzinsliche Ausgestaltungen vor. Über alle Schuldarten des Staates hinweg betrug zum Jahresende 2012 der Anteil variabel verzinslicher (einschl. inflationsindexierter) Titel mit rund 260 Mrd € etwa ein Achtel, wobei der Großteil auf die Länder entfiel.

Agios und Disagios bei Differenzen zwischen Markt- und vereinbartem Zinssatz

Bei der Kreditaufnahme kann sich der Ausgabekurs vom Rückzahlungsbetrag unterscheiden, wenn die festgelegten Zinssätze im Moment der Begebung von den Marktbedingungen abweichen. Sind etwa die Zinskupons höher als der Marktzins, wird bei der Ausgabe des Schuldtitels ein abdiskontiertes Aufgeld (Agio) vom Kreditgeber an den Staat geleistet. Im umgekehrten Fall wird ein Disagio gewährt. Diese Zu- und Abschläge werden haushaltsmäßig den staatlichen Zinsausgaben des Ausgabejahres zugerechnet. Üblicherweise werden für die deutschen Wertpapiersschulden jährliche Zinszahlungen (zum Kalendertag der Fälligkeit) vereinbart. Bei den unverzinslichen Schatzanweisungen des Bundes mit Laufzeiten von bis zu einem Jahr (Bubills) ergibt sich der Zins dagegen als Differenz zwischen dem am Markt bestimmten Ausgabekurs mit einem Disagio und dem feststehenden Rückzahlungswert.

Derivate verändern Zinsströme

Der größere Teil der staatlichen Neuverschuldung erfolgt seit Jahren über die Begebung von Wertpapieren. Hierzu liegen weitgehende Informationen über Restlaufzeiten sowie Termine und Höhe der jeweiligen Zinszahlungen vor. Allerdings können auch bei den Wertpapiersschulden nach Maßgabe der haushaltsrechtlichen Vorgaben ergänzende Vereinbarungen geschlossen werden. So ist es etwa mit Derivaten möglich, feste Zinszahlungsverpflichtungen gegen variable zu tauschen oder die Zinsbindungsfrist anzupassen.⁵⁾ Die mit Derivaten verbundenen Zahlungsströme werden auch im Rahmen der Zinsausgaben erfasst. Über die Details der Zinsderivate-Vereinbarungen wird bisher allerdings nicht öffentlich berichtet, was

unter anderem die Abschätzung der künftigen Zinszahlungen auf die ausstehenden Schuldtitel oder der Auswirkungen von Zinsänderungen auf die Staatsfinanzen erschwert.

Die einzelnen Gebietskörperschaften weisen die Zinsbelastung in den Haushaltsplänen unterschiedlich aus. So lassen sich beim Kernhaushalt des Bundes die Zinsausgaben den einzelnen Schuldarten zuordnen, wobei Effekte von Derivaten jeweils eingerechnet sind. Außerdem wird ein Sammeltitel für Agios und Disagios geführt. Im Zusammenhang mit der Begebung inflationsindexierter Wertpapiere hat der Bund 2009 ein Sondervermögen und einen eigenen Haushaltstitel eingerichtet. Aus dem Titel werden seit 2010 periodengerecht Zuführungen an das Sondervermögen für die Zinslasten aus Preisanstiegen im Rahmen der Schlusszahlungen geleistet. Bei den Ländern finden sich teilweise Titel für die periodenbezogenen Zahlungswirkungen von Derivaten insgesamt. Die Abschätzung der Zinsausgabenentwicklung ist hier indes wegen fehlender Angaben zu den Konditionen fällig werdender Kredite zusätzlich erschwert.

Unterschiedliche Nachweise des Schuldendienstes in den Haushaltsplänen

Der Ausweis in der Finanzstatistik und den VGR

In der amtlichen Statistik gibt es zwei verschiedene Konzepte für den Ausweis der staatlichen Haushalte und deren Zinsbelastung. Die Finanzstatistik, in der 2012 gesamtstaatliche Zinsausgaben von 69 Mrd € verbucht wurden, orientiert sich eng an den in den Haushalten ausgewiesenen Zahlungsvorgängen der Berichtsperiode. Damit werden beispielsweise Agios und Disagios ebenso vollständig mit den Zins-

Finanzstatistischer Ausweis der gezahlten Zinsen gemäß Haushaltssystematik

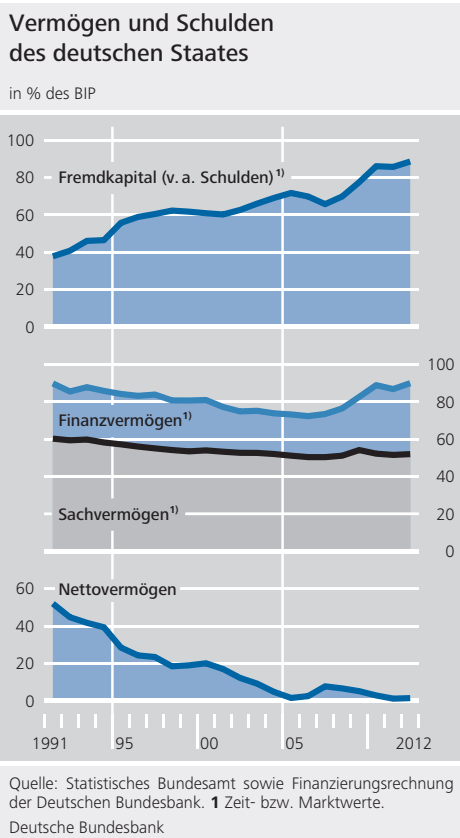
⁴ Hier wird ein Zins gewährt, der sich durch Multiplikation des Kupons mit einem Indexwert für den Auftrieb beim Harmonisierten Europäischen Verbraucherpreisindex ohne Tabak ergibt. Außerdem wird der Rückzahlungsbetrag um den Preisauftrieb angepasst.

⁵ Die Absicherung möglicher Währungsrisiken bei Fremdwährungsverbindlichkeiten über Derivate ist vielfach haushaltsrechtlich vorgeschrieben.

Exkurs: Zinsen und andere Vermögenseinkommen des Staates

Die staatlichen Haushalte leisten nicht nur Zinsausgaben für ihre Schulden, sondern sie erhalten auch Zinseinnahmen. Diese entstehen beispielsweise aus Einlagen bei Kreditinstituten im Rahmen des Liquiditätsmanagements oder aus der Vergabe von Krediten etwa bei der Entwicklungshilfe. In den letzten Jahren sind mit der Gründung der staatlichen Bad Banks umfangreichere Zinserträge aus (risikobehafteten) Aktiva hinzugetreten – spiegelbildlich zu den damit verbundenen Zinsausgaben. Aber auch im Zusammenhang mit Hilfskrediten zur Stabilisierung der Währungsunion werden im Rahmen der VGR nicht nur Zinsausgaben, sondern ebenso Zinseinnahmen verbucht. Insgesamt haben sich die VGR-Zinseinnahmen (ohne zugerechnete FISIM-Beträge) gegenüber 2007 um 5 Mrd auf 12 Mrd € im Jahr 2012 erhöht.

Bei einer umfassenden Betrachtung der Haushaltswirkungen von staatlichen Verbindlichkeiten und Vermögen wären noch andere Vermögenserträge einzubeziehen. So stehen den Schulden auch zahlreiche Unternehmensbeteiligungen und Sachvermögenswerte gegenüber, aus denen regelmäßige Einnahmen erzielt werden. Insgesamt ist das staatliche Nettovermögen in Relation zum BIP aber in den letzten Jahrzehnten angesichts der stark zunehmenden Verschuldung fast kontinuierlich gesunken. In der VGR-Abgrenzung standen 2012 neben – von Jahr zu Jahr stark schwankenden – Gewinnausschüttungen von 6½ Mrd €¹⁾ noch Pachterträge von 1 Mrd € zu Buche. Aber auch in dieser breiteren Betrachtung erreichten die Erträge immer noch nur knapp ein Drittel der Zinskosten. Darüber hinaus könnten beispielsweise auch noch Teile der Gebühreneinnahmen, wie die Nettoerlöse aus der LKW-Maut für die Benutzung von Bundesautobahnen in Höhe von 4 Mrd €, berücksichtigt werden. Dies verdeutlicht die Abgrenzungsschwierigkeiten hinsichtlich der Erträge, die bei einer Nettobetrachtung einzubeziehen wären. Vor diesem Hintergrund wird in diesem Aufsatz grundsätzlich auf die Entwicklung der staatlichen Brutto-Zinsausgaben abgestellt. Auf Sonderentwicklungen auf der Einnahmenseite – insbesondere bei den Zinseinnahmen – wird bei Bedarf hingewiesen.



¹ So lag die Gewinnausschüttung der Bundesbank in der VGR-Abgrenzung im Jahr 2012 bei ½ Mrd € gegenüber beispielsweise fast 6½ Mrd € im Jahr 2009.

ausgaben verrechnet wie die Stückzinsen.⁶⁾ Auch werden regelmäßig die in den Haushalten verbuchten Ströme bei Derivaten als Zinsausgaben klassifiziert.

VGR definiert Zinsausgaben enger und verbucht sie zum Entstehungszeitpunkt

Das alternative Berichtssystem der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR; Zinsausgaben 2012: 64 Mrd €) stellt dagegen vorrangig auf die Entstehung und Verteilung von Einkommen ab und orientiert sich dabei an europaweit harmonisierten Vorgaben. Demgemäß werden Zinsen nicht zum Zahlungstag erfasst, sondern im Umfang der Ansprüche, die im jeweiligen Berichtszeitraum aufgelaufen sind. Somit werden beispielsweise bei einem (bei Bundesanleihen häufigen) Zinstermin Anfang Januar die Belastungen abweichend von der Finanzstatistik zum größten Teil dem Vorjahr zugerechnet.⁷⁾ Bei einem vom Nennwert abweichenden Ausgabewert ist das Agio beziehungsweise Disagio nicht vollständig im Ausgabegahr zu verbuchen, sondern wird über die Laufzeit des Schuldtitels verteilt. Ein Unterschied zur Finanzstatistik besteht auch bei Verbindlichkeiten in Form von Krediten. Hier wird ein rechnerischer Teil der finanzstatistischen Zinszahlungen (2012: ½ Mrd €) als Kauf einer Finanzdienstleistung (FISIM)⁸⁾ interpretiert – und nicht als Zinsausgabe ausgewiesen. In den VGR besteht zudem die Konvention, dass Zahlungen im Rahmen von Derivaten grundsätzlich als finanzielle Transaktionen und nicht als Zinsausgaben oder -einnahmen erfasst werden.⁹⁾

Bestimmungsfaktoren der Zinsausgaben

Schuldenstand als Mengenkomponekte der Zinsausgaben

Eine zentrale Bestimmungsgröße für die staatlichen Zinsausgaben ist der Schuldenstand als Mengenkomponekte. Der Schuldenstand in der Maastricht-Abgrenzung ist in Deutschland in den vergangenen Jahrzehnten bis Ende 2012 kontinuierlich auf 2 166 Mrd € gestiegen. Die Schuldenquote, also der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP, hat seit Anfang der siebziger Jahre ausgehend von 18% ohne größere Unter-

brechungen zugenommen und belief sich Ende 2012 auf rund 81%.

Die Zinssätze¹⁰⁾ stellen als Preiskomponekte die zweite wesentliche Bestimmungsgröße der Zinsausgaben dar. Der durchschnittliche Zinssatz, das heißt die Zinsausgaben bezogen auf den Schuldenstand, spiegelt die Renditen der jeweiligen Schuldtitel zum Zeitpunkt der Begebung gewichtet mit dem Volumen der jeweiligen Emission wider. So schlug sich der seit zwei Jahrzehnten beobachtete Rückgang der Zinssätze erst allmählich in der Durchschnittsverzinsung nieder.

Durchschnittsverzinsung spiegelt Zinsniveau zum Zeitpunkt der Kreditaufnahme wider

Bei der Zinsbelastung kommt es grundsätzlich auf den effektiven Nominalzins an, das heißt beispielsweise auf den um etwaige Agios und Disagios korrigierten Kuponzinssatz einer Staatsanleihe. Der relevante Zinssatz, der sich grundsätzlich aus einem Realzins, einer Inflationskomponente sowie Laufzeit- und Risikoprämien zusammensetzt, wird von zahlreichen nationalen und internationalen Faktoren beeinflusst. Dabei spielen unter anderem die Renditen anderer Verwendungsmöglichkeiten (reale und finanzielle Anlagen) und die Inflationserwartungen eine wichtige Rolle. Die Notenbank steuert insbesondere den Zins am kurzen Ende unmittelbar, die Erwartungen

Zinssatz mit zahlreichen Einflussfaktoren

⁶⁾ Vom Kreditgeber zu leistende Stückzinsen fallen an, wenn bei der Ausgabe von Wertpapieren bereits ein Teil der Laufzeit verstrichen ist, für die mit dem nächsten Kupon entgolten wird (z. B. bei der Aufstockung einer Anleihe nach einem Zinstermin). Sie belaufen sich auf den Umfang der diesem Zeitraum zuzurechnenden Zinsforderungen. Es handelt sich gleichsam um einen zusätzlichen Kredit, der bei Fälligkeit des nächsten Kupons (und damit zumeist im folgenden Haushaltsjahr) zurückgezahlt wird.

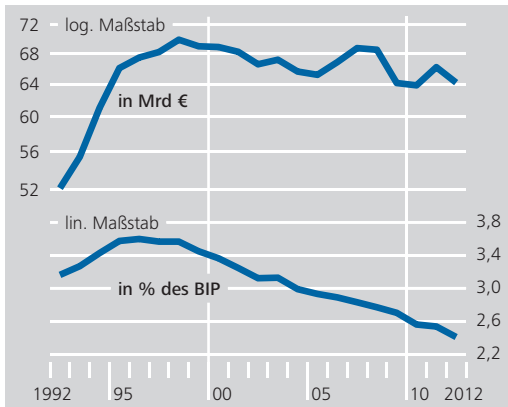
⁷⁾ Eingenommene Stückzinsen werden in den VGR nicht als negative Ausgabe, sondern einer wirtschaftlichen Betrachtung folgend als empfangenes Darlehen gewertet, das bei Fälligkeit der Zinszahlung getilgt wird.

⁸⁾ Seit der VGR-Revision 2005 wird diese in das BIP einzurechnende Produktionsleistung der Banken von den auf Kredite zu zahlenden Zinsen abgesetzt. Den Umfang bestimmt eine Differenz zu den Zinsen im Interbankenmarkt. Vgl.: W. Eichmann, Finanzserviceleistung, indirekte Messung (FISIM), in: Wirtschaft und Statistik, 7/2005, S. 710 ff.

⁹⁾ Allein für die Ermittlung des Maastricht-Defizits, das in diesem einzigen Fall eine Ausnahme von der regulären VGR-Verbuchung macht, werden diese im Regelfall als Zinsen klassifiziert und somit saldenwirksam verbucht.

¹⁰⁾ Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Renditedifferenzen von Staatsanleihen im Euro-Raum, Monatsbericht, Juni 2011, S. 32 ff.

Zinsausgaben^{*)} des deutschen Staates insgesamt



* VGR-Abgrenzung zzgl. FISIM.
 Deutsche Bundesbank

bezüglich der künftigen Notenbankpolitik spiegeln sich – neben anderen Komponenten – im längerfristigen Zinsniveau wider.

Bindungsfrist

Für den konkreten Zins bedeutsam ist die Bindungsfrist. Je länger der Zinssatz festgelegt ist, desto höher fällt er in der Regel aus, da sich die Anleger das höhere Wertänderungsrisiko entgelten lassen. So schlagen sich beispielsweise Zinsänderungen bei längerfristigen Anleihen mit festem Zinssatz stärker in deren Kurs nieder. Für den Emittenten ist mit längeren Laufzeiten spiegelbildlich eine höhere Sicherheit über die Finanzierungskosten verbunden, da während der Laufzeit der Schuldverschreibung kein Zinsänderungsrisiko besteht.

Liquiditätsprämie

Auch die Liquidität einer Anleihe ist relevant. Ist ein Papier kurzfristig selbst in größeren Mengen veräußerbar, ist das aus Anlegersicht vorteilhaft. Je kleiner das regelmäßig gehandelte Volumen des Schuldtitels und je größer die Unsicherheit an den Kapitalmärkten (und eine daraus resultierende Zunahme der Liquiditätspräferenz) ist, umso höher dürfte der Preis für die eingeschränkte Verfügbarkeit der angelegten Mittel ausfallen.

Zahlungsfähigkeit und Zahlungswilligkeit

Das Ausfallrisiko wird durch die Bonität und damit die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls des Anleiheemittenten bestimmt. Indikato-

ren zur Einschätzung der Bonität eines Staates sind vor allem der aktuelle Stand sowie die erwartete zukünftige Entwicklung der Schulden. Zur Abschätzung werden Kennzahlen für das (strukturelle) Defizit, den kurzfristigen Finanzierungsbedarf und etwaige implizite oder Eventual-Verbindlichkeiten herangezogen. Bei Letzteren spielt auch die Verfassung des Finanzsektors (und damit auch die Verschuldung der Privaten) eine Rolle, da etwaige staatliche Stützungsmaßnahmen zur Wahrung der Finanzstabilität erhebliche zusätzliche Mittel beanspruchen können. Zudem sind die gesamtwirtschaftlichen Perspektiven relevant. Insgesamt lassen sich Zahlungsfähigkeit und Zahlungswilligkeit nicht immer scharf trennen. So kann Letztere erschöpft sein, wenn die politischen Kosten einer Verletzung oder Neuverhandlung der Anleihebedingungen geringer eingeschätzt werden als diejenigen von sonst notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen. Daher können staatliche Schuldtitel bei sehr unterschiedlichen Schuldenquoten oder Finanzierungsbedarfen notleidend werden, wenn die zur Bedienung eventuell notwendigen Steuererhöhungen, Ausgabenkürzungen oder Vermögensveräußerungen nicht die erforderlichen Mehrheiten erhalten oder von der Regierung schlicht nicht umgesetzt werden. Insofern ist die Bewertung von Ausfallrisiken mit erheblichen subjektiven Einschätzungen im Hinblick auf künftige politische Entwicklungen verbunden.

Entwicklungen der staatlichen Zinsausgaben in Deutschland

Gesamtstaat

In der VGR-Abgrenzung¹¹⁾ sind die Zinsausgaben des deutschen Gesamtstaates bis zur Mitte der neunziger Jahre bei hohen Zinssätzen an den Kapitalmärkten und stark wachsender Verschuldung sehr deutlich gestiegen. Ab 1999 gingen

Staatliche Zinsausgaben zuletzt insgesamt rückläufig

¹¹ Zuzüglich der FISIM-Komponente. Die als Dienstleistungserwerb gewertete Komponente wird hier zugesetzt, da die gesamte mit der Verschuldung begründete regelmäßige Haushaltsbelastung abgebildet werden soll.

sie dann – mit einzelnen Unterbrechungen wie etwa in den Aufschwungjahren 2006 und 2007 – zurück. Die zuletzt verzeichnete Entlastung wird noch deutlicher, wenn berücksichtigt wird, dass durch die Gründung der staatlichen Bad Banks, aber auch durch die EWU-Hilfskredite die Zinsausgaben und die Zinseinnahmen in ähnlichem Umfang anstiegen.

Zinsausgabenquote schon länger rückläufig

Bezieht man die Entwicklung der Zinsausgaben auf das (nahezu kontinuierlich gewachsene) nominale BIP, ist die Belastung durch Zinsausgaben bereits seit kurz nach der Mitte der neunziger Jahre (mit Spitzenwerten von 3,6%) beinahe durchgehend rückläufig und erreichte mit 2,4% im Jahr 2012 einen Wert, der letztmalig 1981 verzeichnet worden war.

Schuldenquote dagegen stark gestiegen

Dabei sind die gesamtstaatlichen Schulden im Verhältnis zum BIP mit kleineren Unterbrechungen vor allem im Zusammenhang mit den UMTS-Erlösen im Jahr 2000 und der Haushaltskonsolidierung nach der Mitte des letzten Jahrzehnts nahezu kontinuierlich gestiegen. Ausgehend von 39½% im Jahr 1991 lag die Maastricht-Schuldenquote im Jahr 2012 mit rund 81% nur wenig unter dem Maximalwert von 2010 (82½%).

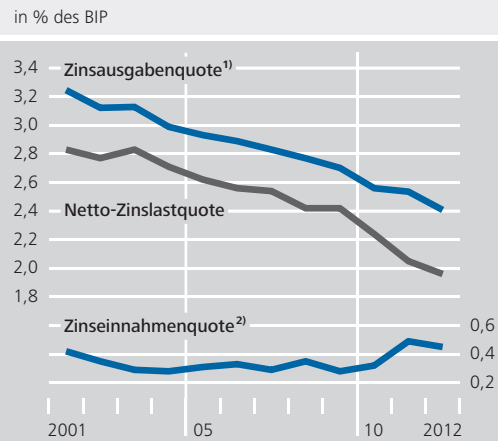
Starker Rückgang der Durchschnittsverzinsung ...

Ausschlaggebend für den Rückgang der Zinsausgabenquote war daher eine stark gesunkene Durchschnittsverzinsung.¹²⁾ Diese betrug zu Beginn der neunziger Jahre noch 8% und ging seitdem mit einer Unterbrechung 2007 annähernd stetig zurück. So wurde im Jahr 2003 bereits ein Wert von 5% und im letzten Jahr sogar von 3% erreicht.

... mit Unterschieden zwischen Bund, Ländern und Gemeinden

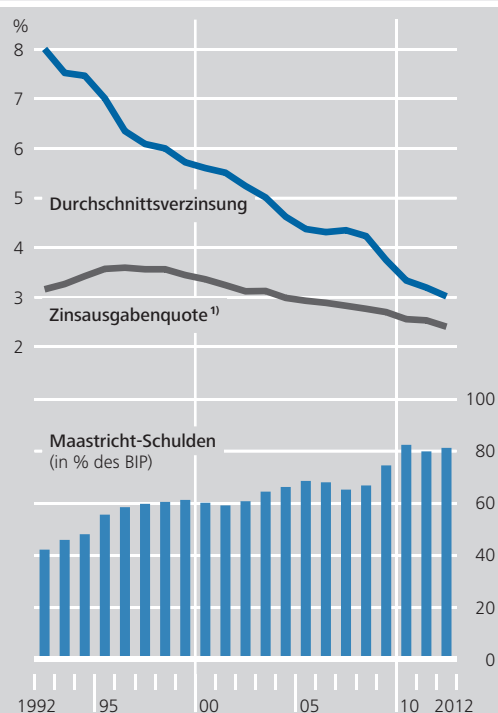
Unter den staatlichen Ebenen entfällt der überwiegende Teil der Zinsausgaben auf den Bund (2012: 59½%), gefolgt von den Ländern (33½%) und den Gemeinden (7%). Hier spiegeln sich im Wesentlichen die unterschiedlichen Schuldenstände der jeweiligen Ebenen wider. Der Rückgang der Durchschnittsverzinsung war für alle Ebenen zu beobachten, wenngleich in unterschiedlichem Maße. Am erratischsten war die Entwicklung bei den Ge-

Zinsausgaben und -einnahmen des deutschen Staates^{*)}



*) VGR-Abgrenzung. 1 Zzgl. FISIM. 2 Ohne FISIM.
 Deutsche Bundesbank

Durchschnittsverzinsung und deren Bestimmungsgrößen



1 VGR-Abgrenzung zzgl. FISIM.
 Deutsche Bundesbank

12 Die Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden wurde hier vereinfacht bestimmt, indem im Rahmen der VGR die gemäß dem Entstehungsprinzip verbuchten Zinsausgaben (zzgl. der als Finanzdienstleistungen interpretierten Beträge) ins Verhältnis zum jahresdurchschnittlichen Schuldenstand gesetzt werden. Bei einer unterjährig gleichmäßigen Entwicklung ist der verwendete einfache Mittelwert aus den Schuldenständen zu Beginn und zum Ende des Berichtsjahres verzerrungsfrei.

Gemeinsame Kreditaufnahme von Bund und Ländern

Der Bund auf der einen und die Länder auf der anderen Seite weisen zwar keine großen, aber doch spürbare Renditedifferenzen bei Wertpapieremissionen auf. Diese dürften im Wesentlichen auf die höhere Liquidität der großvolumigen Bundestitel und Bonitätsvorteile zurückzuführen sein. In der Vergangenheit wurde von der Länderseite wiederholt eine gemeinsame Begebung von Wertpapieren angeregt, um die eigene Zinsbelastung zu verringern. Bei einem Beitrag der Länder zum Maastricht-Schuldenstand 2012 in einer Größenordnung von fast 670 Mrd € und einem Renditevorteil von Bundesanleihen von etwa ½ Prozentpunkt am langen Laufzeitenende wäre eine Entlastung von bis zu 3 Mrd € oder knapp 1% des Ausgabenvolumens der Länder möglich, sofern eine vollständige Übertragung der Finanzierungsbedingungen des Bundes gelänge. Allerdings würde es viele Jahre dauern, bis dieser Gesamtbetrag über die vollständige Überwälzung der bestehenden Schulden erreicht würde.

Den Entlastungen gegenüber stünde ein gewisser Verlust an Autonomie. So müssten wohl der Finanzbedarf frühzeitig verbindlich angemeldet, die Terminplanung mit den anderen Einheiten abgestimmt und eine Verständigung über die Laufzeit erzielt werden. Derivative Zusatzvereinbarungen könnten von den einzelnen Ländern dagegen auch weiterhin individuell abgeschlossen werden.

Als besonderes Problem stellte sich die Frage der Haftung dar. So scheint eine explizite Gemeinschaftshaftung als eine Voraussetzung, um die Bundeskonditionen vollständig auf die Länder zu übertragen. Zwar wird an den Kapitalmärkten offenbar grundsätzlich eine bundesstaatliche Haftungsgemeinschaft unterstellt. Nach dem Berlin-Urteil des Bundesverfassungsgerichts von 2006 greift diese aber letztlich erst dann, wenn ein Glied der Gemeinschaft sich in einer extremen Haushaltsnotlage befindet und die ihm zur Verfügung stehenden Potenziale zur Problemeindämmung bereits ausgeschöpft hat. Investoren könnten insofern nicht ganz ausschließen, dass eine Lan-

desanleihe nicht fristgerecht bedient werden kann. Von der Möglichkeit einer stärkeren Zinsdifferenzierung kann grundsätzlich ein wichtiger Anreiz zu solider Haushaltsführung trotz bundesstaatlicher Beistandspflicht ausgehen. Bei einer vollständigen Vergemeinschaftung der Kreditaufnahme wäre diese Differenzierungsmöglichkeit hingegen von vornherein ausgeschlossen.

Bisher wurde keine Einigung über eine gemeinschaftliche Haftung erzielt. Anleihen mit vollständiger Bundeshaftung finanzieren derzeit nur den Kreditbedarf im Kernhaushalt des Bundes und in seinen Sondervermögen, die gleichfalls unter der Kontrolle des Haushaltsgesetzgebers stehen. Angesichts der bestehenden Haftung des Bundes für die Schulden der Bad Bank für die Hypo Real Estate (FMSW) erschiene es aber konsequent, diese Einheit ebenfalls in die Finanzierung über kostengünstige Bundeswertpapiere einzubeziehen, um die dort anfallenden Verluste im Interesse der Steuerzahler möglichst eng zu begrenzen.

Auch wenn kein Konsens bezüglich Bund-Länder-Anleihen mit gemeinsamer Haftung erzielt wurde, haben die Länder mit dem Bund im Rahmen der Verhandlungen über den Beitritt Deutschlands zum Europäischen Fiskalpakt eine grundsätzliche Einigung zur Begebung von gemeinsamen sogenannten Deutschland-Bonds ausgehandelt. Ende Juni 2013 wurde daraufhin eine erste Bund-Länder-Anleihe platziert. Sie hat einen Umfang von 3 Mrd €, eine Laufzeit von sieben Jahren und einen Zinskupon von 1,5%. Sie weist – wie die bisherigen „Länder-Jumbos“ – eine teilschuldnerische Haftung in Höhe der jeweils übernommenen, vorab bestimmten Anteile auf. Neben dem Bund mit einem Anteil von 13,5% beteiligten sich zehn Länder.¹⁾

Infolge der teilschuldnerischen Ausgestaltung der Anleihe, des nur niedrigen Bun-

¹⁾ Berlin, Brandenburg, Bremen, Hamburg, Mecklenburg-Vorpommern, Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz, Saarland, Sachsen-Anhalt und Schleswig-Holstein.

desanteils und des relativ geringen Gesamtvolumens gelang eine Annäherung an die Konditionen für Bundesanleihen nur begrenzt, und die Bedingungen unterscheiden sich insbesondere nicht wesentlich von denen der „Länder-Jumbos“. Angesichts der bei der Erstausgabe um ½ Prozentpunkt höheren Rendite gegenüber reinen Bundespapieren hat der Bund zumindest kein finanzielles Interesse an einer regelmäßigen Emission solcher gemeinsamer Anleihen. Aber auch für die beteiligten Länder ergaben sich kaum finanzielle Vorteile gegenüber dem bisherigen Kapitalmarktauftritt.

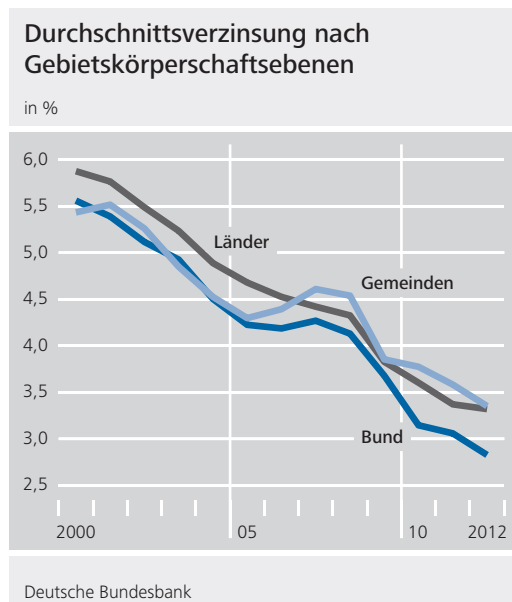
Die Diskussion über gemeinsame Bund-Länder-Anleihen stand in den letzten Jahren weit weniger im Fokus als Forderungen, auf europäischer Ebene gemeinsame „Eurobonds“ mit gemeinschaftlicher Haftung einzuführen. Dabei ist zu bedenken, dass sich der institutionelle Rahmen der Währungsunion von dem in der Bundesrepublik Deutschland grundlegend unterscheidet. So besteht in Deutschland eine deutlich stärker

ausgeprägte fiskalische Koordinierung, die durch die grundsätzliche Beistandspflicht, ein umfangreiches Steuerverbund- und Finanzausgleichssystem, verfassungsmäßige Defizitgrenzen und weitreichende gemeinschaftliche fiskalische Entscheidungsprozesse gekennzeichnet ist. Gleichwohl wurde selbst unter diesen weitaus günstigeren Bedingungen keine Verständigung auf Anleihen mit gemeinschaftlicher Haftung erreicht, und es gibt gewichtige Gegenargumente. Im derzeitigen Rahmen der Europäischen Währungsunion wären „Eurobonds“ jedenfalls nicht nur ein rechtliches Problem, sondern eine institutionelle Weichenstellung, die ohne parallele weitere massive Integrationsschritte die Gefahr schwerwiegender Fehlanreize für die nationalen Haushaltspolitiken birgt.²⁾

2 Vgl. zur Kritik an der Einführung von „Eurobonds“ ohne grundlegende Änderung der europäischen Verfassung: Deutsche Bundesbank, Zur gemeinschaftlichen Haftung für Staatsschulden und zum Vorschlag eines Schuldentilgungsfonds, Monatsbericht, Juni 2012, S. 8–10.

meinden. Der vorübergehende spürbare Wiederanstieg in den Jahren 2006 und 2007 könnte hier auf das trendmäßig stark gewachsene Gewicht der kurzfristigen Kassenkredite zurückzuführen sein. Der Bund verbuchte insgesamt, im Vergleich mit den Ländern aber vor allem nach

2008, den stärksten Rückgang. 2012 lag die Durchschnittsverzinsung beim Bund bei 2,8% und bei Ländern und Gemeinden bei 3,3% und 3,4%. Der Renditenunterschied zwischen dem jüngsten „Länder-Jumbo“¹³⁾ und einer Bundesanleihe mit ähnlicher Restlaufzeit belief sich Ende August 2013 ebenfalls auf ½ Prozentpunkt (vgl. auch die Ausführungen auf S. 54 f.).



Bund

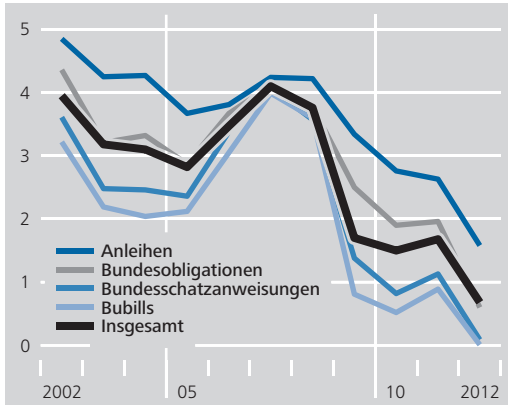
Für den Bund liegen besonders detaillierte Informationen vor.¹⁴⁾ Dabei zeigt sich, dass

13 Gemeinschaftsanleihen mit teilschuldnerischer Haftung und vorab fixierten Anteilen der teilnehmenden Länder.

14 Die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen des Bundes einschl. seiner Sondervermögen dokumentiert das Bundesfinanzministerium seit 2002 in jährlichen Kreditaufnahmeberichten. Darin werden u. a. die durchschnittlichen Emissionsrenditen der Neuverschuldung und Zinsbindungsfristen der Gesamtschulden ausgewiesen, sodass Ursachen für die Entwicklung der Durchschnittsverzinsung genauer bestimmt werden können als bei den anderen staatlichen Ebenen.

Emissionsrenditen neu begebener Bundesschuldtitel

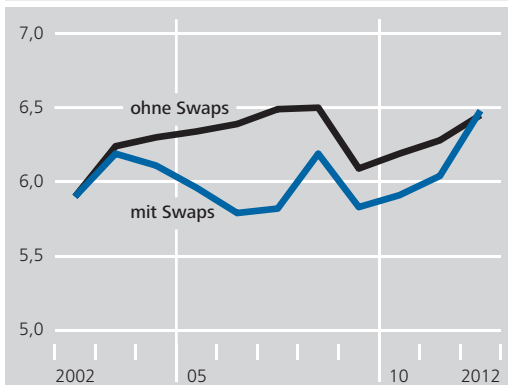
in %



Quelle: BMF.
 Deutsche Bundesbank

Mittlere Zinsbindung der ausstehenden Bundesverschuldung¹⁾

Jahre



Quelle: BMF. * Kernhaushalt einschl. Sondervermögen (ohne Bad Banks).
 Deutsche Bundesbank

Trendmäßiger Rückgang der Emissionsrenditen seit Krisenbeginn verstärkt

die Emissionsrenditen seit 2002 sowohl für die lang laufenden Papiere als auch für die zweijährigen Bundesschatzanweisungen trendmäßig deutlich gesunken sind. Auch im Wiederaufschwung nach dem gesamtwirtschaftlichen Einbruch 2008/2009 setzte sich der Abwärtstrend fort. Mit einem Wert von 0,7% im Jahr 2012 über alle Schuldarten hinweg wurde ein historischer Tiefstand erreicht. Bei den unverzinslichen Schatzanweisungen und sogar bei den zweijährigen Schatzanweisungen wurden im Mittel faktisch Nullrenditen erreicht. Bei einzelnen Begebungen wurde sogar ein negativer Nominalzins verzeichnet. Die insgesamt außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingun-

gen für den Bund bestanden im laufenden Jahr – wenngleich zuletzt mit gewissen Einschränkungen – fort.

Der Blick auf die ausgewiesenen durchschnittlichen Zinsbindungsfristen der ausstehenden Schuldtitel zeigt, dass die äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen nicht auf eine Verkürzung der Laufzeiten bei neuen Schuldtiteln zurückzuführen sind. Die durchschnittliche Zinsbindungsfrist war von 2003 bis 2008 leicht gestiegen. Nach umfangreichen Emissionen kurzfristiger Titel im Jahr 2009 hat diese zuletzt wieder deutlich zugenommen und lag 2012 etwa auf dem Stand von 2008 bei 6 ½ Jahren. Mit ergänzenden Swaps, mit denen günstigere Zinskonditionen erreicht oder gute Bedingungen abgesichert werden sollen, wurde die durchschnittliche Bindungsdauer in der Vergangenheit regelmäßig verkürzt (von 2008 bis 2011 jeweils etwa um ¼ Jahr). Im letzten Jahr war der Einfluss von Swaps auf die Zinsbindungsfrist dagegen sogar leicht positiv.

Insgesamt nur mäßige Änderung der Zinsbindungsfrist in den letzten Jahren

Der jüngste Rückgang der Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden ist somit weitestgehend in den stark verbesserten Finanzierungsbedingungen begründet, die alle Laufzeitenbereiche betrafen. Hier spiegeln sich das schwierige gesamtwirtschaftliche Umfeld nicht nur im Euro-Währungsgebiet und die allgemein sehr expansive Geldpolitik wider. Darüber hinaus profitierte der Bund im Zusammenspiel mit seiner besonders guten Bonität offenbar von der weltweiten Suche nach sehr sicheren und liquiden Kapitalanlagen. Dies gilt insbesondere beim Blick auf den Euro-Raum vor dem Hintergrund einer teilweise deutlich geänderten Risikoeinschätzung bezüglich der Staatsverschuldung einiger anderer Euro-Staaten. Eine ausgeprägtere Liquiditätspräferenz der Anleger aufgrund der höheren Unsicherheit dürfte ebenfalls den hoch liquiden Bundesanleihen zugutegekommen sein. Auch dürften Anlageentscheidungen von Notenbanken außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Rahmen ihres Währungsreservenmanagements renditesenkend gewirkt haben.

Gründe für derzeit niedrige Renditen

*Umfangreiche
Zinersparnis
aus Kredit-
aufnahmen
zu günstigen
Konditionen*

Der Bund hat aufgrund der erheblich verbesserten Finanzierungsbedingungen starke Zinersparnisse realisiert. Der Umfang hängt allerdings erheblich von der unterstellten Referenzlinie und dem betrachteten Zeitraum ab. So lassen sich beispielsweise isoliert für das Jahr 2012 ohne Berücksichtigung der FMSW Zinsausgabenentlastungen von rund 15 Mrd € errechnen, wenn als Referenzlinie eine gegenüber 2008 unveränderte Durchschnittsverzinsung der gesamten Schuld angenommen wird.¹⁵⁾ Die Ersparnis beträgt 10 Mrd €, wenn mit einer Finanzierung zu den Konditionen der auslaufenden Schuldtitel verglichen wird. Nimmt man als Maßstab beispielsweise einen Refinanzierungszins von 3% (also etwa in Höhe des Potenzialwachstums in Deutschland zuzüglich eines Preisanstiegs von 1½% bis 2%), verringert sich die Haushaltsentlastung auf 5 Mrd €.

*Sehr große
Entlastungen
gegenüber der
ursprünglichen
Finanz-
planung ...*

Davon zu unterscheiden sind Entlastungen gegenüber den früheren Planungen des Bundes für seinen Kernhaushalt in dieser Zeit. So sah der Finanzplan vom Sommer 2008, der erstmals das Jahr 2012 umfasste, für 2012 Zinsausgaben von 46½ Mrd € vor. Dabei ist zu berücksichtigen, dass angesichts der 2008 nicht erwarteten Krise der Schuldenstand im Ergebnis deutlich höher ausgefallen ist als geplant (um etwa 100 Mrd €). Die damit verbundenen zusätzlichen Zinsausgaben im Jahr 2012 können unter Zugrundelegung der Kapitalmarktbedingungen zum Zeitpunkt der Kreditaufnahme mit etwa 2 Mrd € veranschlagt werden. Werden diese noch hinzugerechnet und berücksichtigt, dass der Bund tatsächlich im letzten Jahr lediglich 30½ Mrd € für den laufenden Schuldendienst gezahlt hatte, so ergeben sich Minderausgaben von rund 18 Mrd €. Auch gegenüber dem Ansatz für 2012 aus dem Finanzplan vom Sommer 2009 von 46½ Mrd € ist eine umfangreiche Entlastung zu konzedieren. Im Gegensatz zum Vorjahr fielen die Erwartungen bezüglich künftiger Defizite hier deutlich zu hoch aus. Wird der daraus resultierende Zinsausgabeneffekt von der veranschlagten Zinsbelastung abgezogen (Größen-

ordnung von 3 Mrd €) ergibt sich aber immer noch eine spürbare Entlastung von 13 Mrd €. Auch gegenüber den Planungen der Folgejahre kam es zu Minderausgaben bei den Zinsaufwendungen. Diese resultierten insbesondere daraus, dass die Zinsen insgesamt niedriger ausfielen als allgemein erwartet. Grundsätzlich ist es durchaus empfehlenswert, Finanzpläne als wichtigen Rahmen für die Sachpolitik auf vorsichtigen Annahmen zu basieren.

Alles in allem bleibt ein sehr bedeutsamer Beitrag der Zinsausgaben für die derzeit weitaus niedriger als im Jahr 2009 geplanten Defizite im Bundeshaushalt. So sahen beispielsweise die Planungen damals für das Haushaltsjahr 2012 noch eine sehr hohe Nettokreditaufnahme von 58½ Mrd € vor. Zum letztlich besseren Abschluss mit einer Nettoneuverschuldung von 22½ Mrd € leisteten zwar die höher als damals veranschlagten Steuereinnahmen mit 24 Mrd € den größten Einzelbeitrag. Die Minderausgaben bei den Zinsen trugen mit 16 Mrd € aber ebenfalls wesentlich dazu bei.

Die Planung der Zinsausgaben des Bundes ist angesichts der ungewissen Zinsentwicklung grundsätzlich mit einer erheblichen Schätzunsicherheit verbunden. Neben der Kapitalmarktentwicklung trägt dazu auch die Haushaltsverbuchung von Kursauf- oder -abschlägen (Agios und Disagios) bei der Begebung länger laufender Bundeswertpapiere nicht unwesentlich bei. So sind seit 2009 regelmäßige Agios erzielt worden, während bei der Planaufstellung – offenbar in Erwartung eines Anstiegs der Kapitalmarktrenditen – Disagios angesetzt worden waren. Die Abweichungen zwischen Soll und Ist betragen dabei in der Spitze immerhin 3 Mrd €. Aus ökonomischer

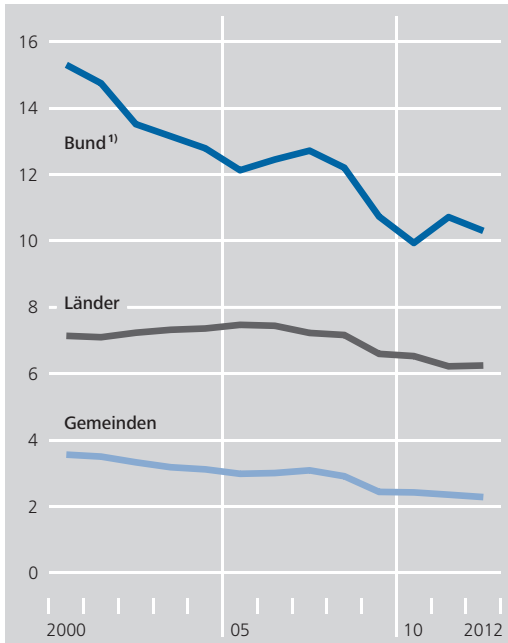
*... erklären
niedrigere Haus-
haltsdefizite zu
einem gewich-
tigen Teil*

*Perioden-
gerechte Ver-
buchung von
(Dis-)Agios
reduziert Schätz-
fehler und bildet
Haushalts-
entwicklung
besser ab*

¹⁵ Dabei wird in einer stark vereinfachten Betrachtung für den Bund und seine Sondervermögen (ohne die Bad Bank FMSW) auf die seit Ende 2008 erfolgte Refinanzierung fällig gewordener Schuldtitel sowie die seither angefallene Nettokreditaufnahme abgestellt. Die Angabe bezieht sich auf die 2012 haushaltsmäßig angefallenen Zinsen auf die seit 2009 neu emittierten Titel. Damit bleiben weitere Entlastungen etwa durch bei rückläufigem Kapitalmarktzins haushaltsmäßig verbuchte Agios ebenso unberücksichtigt wie etwaige Effekte von Derivaten.

Anteil der Zinsen an den Gesamtausgaben*) nach Gebietskörperschaftsebenen

in %



* VGR-Abgrenzung, Zinsausgaben zzgl. FISIM. 1 Gesamtausgaben ohne Abzüge aus Frequenzversteigerungen und ohne Vermögenstransfers bei Gründung der FMSW.
 Deutsche Bundesbank

Sicht wäre es angemessen, diese Auf- und Abschläge (wie im Rahmen der VGR) periodengerecht auf die Laufzeit verteilt im Haushalt zu buchen.¹⁶⁾ Hiermit würde sich die Haushaltsentwicklung gleichmäßiger darstellen, und das für die nationale Schuldenbremse ermittelte strukturelle Defizit würde die grundlegende Haushaltslage besser abbilden. Außerdem würde eine konsequentere Harmonisierung der nationalen mit den an die VGR angelehnten europäischen Haushaltsvorgaben erreicht.

Länder und Gemeinden

Länder- wie auch Gemeindehaushalte mit insgesamt weit geringeren Zinsausgabenlasten, ...

Im Vergleich zum Bund spielen die Zinsausgaben bei den Ländern und den Gemeinden nicht nur absolut, sondern auch relativ zur Haushaltsgröße eine deutlich geringere Rolle. Während der Bund im letzten Jahr noch etwas mehr als ein Zehntel seiner Ausgaben für Zinsen einsetzen musste,¹⁷⁾ lagen die Vergleichswerte bei den Ländern insgesamt bei gut 6% und bei den

Gemeinden insgesamt sogar nur bei gut 2% der Gesamtausgaben (jeweils mit Extrahaushalten).

Die aggregierten Zahlen verdecken allerdings erhebliche Unterschiede zwischen einzelnen Ländern und Gemeinden. Diese Differenzen resultieren maßgeblich aus der unterschiedlichen Höhe der jeweiligen Schulden. Die Finanzierungsbedingungen der Länder unterscheiden sich bisher nur sehr mäßig. Der Grund dafür dürfte sein, dass an den Finanzmärkten letztlich eine bundesstaatliche Haftungsgemeinschaft unterstellt wird.¹⁸⁾ Als Beleg hierfür werden vielfach die einstigen langjährigen Sanierungshilfen für Bremen und das Saarland angeführt.

... aber erheblichen Unterschieden zwischen einzelnen Einheiten

Bei den einzelnen Ländern erstreckt sich der Anteil der Zinsen an den Gesamtausgaben (Kernhaushalte)¹⁹⁾ bei einem Durchschnittswert von 6% von etwa 2% in Sachsen und Bayern bis hin zu 13% im Saarland und 14% in Bremen. Während diese Quote im Mittel aller Länder seit Mitte des letzten Jahrzehnts um fast 2 Prozentpunkte sehr deutlich gesunken ist, kam es in den beiden zuletzt genannten Ländern (mit den höchsten Werten) in dieser Zeit trotz deutlich rückläufiger Durchschnittszinsen sogar

Hohe Zinslasten erfordern ambitionierte Finanzpolitik, um Vorgaben aus Schuldenbremse einzuhalten

16 Hierzu könnten sie beispielsweise wie eine finanzielle Transaktion erfasst und zumindest die Wirkung auf die strukturellen Defizite über die Laufzeit der betreffenden Papiere verteilt werden. Bei einem Agio stünde somit einer entsprechend größeren Kreditaufnahme ein höherer Schuldendienst an die Gläubiger in den Folgejahren gegenüber, der im Wesentlichen aus der gleichmäßigen Tilgung des Agios besteht. Dieser zusätzliche Schuldendienst entspricht vom Umfang her der Differenz zwischen der tatsächlich am Markt geforderten Rendite und dem (höheren) Zinskupon und verringert in Höhe der dann als Tilgungen (statt als Zinsausgaben) deklarierten Zahlungen das strukturelle Defizit. Bei einem Disagio wäre die anzurechnende Kreditaufnahme entsprechend geringer. In den Folgejahren wären den Zinsausgaben zur Auflösung des Disagios entsprechende Aufschläge zuzuschreiben, die die Kreditaufnahme und damit das strukturelle Defizit erhöhen.

17 Nach einem starken Wiederanstieg durch die im Herbst 2010 erfolgte Gründung der FMSW, die mit hohen Zinskosten, aber auch -erträgen zu Buche schlägt.

18 So zeigen sich selbst zwischen vergleichbaren Anleihen des finanzstarken Bayern und denen weiterhin spürbar defizitärer Länder nur relativ geringe Renditedifferenzen.

19 Dem Vergleich einzelner Länder liegt mangels diesbezüglicher VGR-Angaben die finanzstatistische Abgrenzung zugrunde.

Die Entwicklung staatlicher Zinsausgaben in der Europäischen Währungsunion

In der öffentlichen Diskussion wird häufig herausgestellt, dass in der Europäischen Währungsunion (EWU) die deutschen Staatsfinanzen besonders stark von günstigen Finanzierungsbedingungen profitieren. Die aktuellen Zinskonditionen vor allem am längeren Ende stellen sich in Deutschland in der Tat als relativ vorteilhaft dar, und es kam in den letzten Jahren zu einer spürbaren Entlastung bei den Zinsausgaben. Gleichwohl zeigt sich bei einer Betrachtung der Entwicklung der einzelnen Länder seit Beginn der Währungsunion ein durchaus differenzierteres Gesamtbild der relativen Zinsbelastungen. So sind die Zinsausgabenquoten (Zinsausgaben in Prozent des Bruttoinlandsprodukts) und die Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden in einigen Ländern stärker gesunken und liegen derzeit auf niedrigeren Niveaus als in Deutschland. Inwieweit das Zinsniveau für sich genommen eine Belastung für die Staatsfinanzen darstellt, hängt zudem entscheidend vom (Potenzial-)Wachstum eines Landes ab, letztlich also vom Zins-Wachstums-Differenzial, das die Verzinsung der Staatsschuld mit dem Wirtschaftswachstum kontrastiert. Hier war Deutschland bis 2006 Schlusslicht, während sich das Bild zuletzt zumindest im Vergleich zu den von der Krise besonders betroffenen Ländern umgedreht hat.

Im Folgenden wird die Entwicklung für die Gründungsmitglieder der Währungsunion seit dem Jahr 1998 bis zum letzten Jahr nachgezeichnet.¹⁾ Zur Veranschaulichung von Entwicklungstendenzen werden neben Deutschland zwei Ländergruppen gebildet. Zum einen werden besonders von der Krise betroffene Länder zusammengefasst, die durch Hilfsprogramme oder Staatsanleihekäufe des Eurosystems im Rahmen des SMP²⁾ unterstützt wurden (Irland, Portugal, Spanien und Italien). Zum anderen wurden die verbleibenden Staaten (Belgien, Finnland, Frankreich, Luxemburg, Niederlande,

Österreich) in die Gruppe „übrige Länder“ eingeordnet. Für diese beiden Ländergruppen werden hier jeweils die ungewogenen Durchschnitte betrachtet.³⁾ Die Entwicklung fällt dabei allerdings teilweise auch innerhalb der Gruppen sehr unterschiedlich aus. Am Ende dieser Erläuterungen finden sich deshalb Angaben zu den einzelnen Ländern.

Es zeigt sich, dass die Zinsausgabenquoten bis kurz vor der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 in den beiden Ländergruppen deutlich stärker abgenommen hatten als in Deutschland und dabei auch unter den deutschen Wert gesunken waren (vgl. Schaubild auf S. 60 oben).⁴⁾ In Italien und Belgien blieb die Zinsausgabenquote aufgrund der hohen Schuldenquote allerdings durchweg spürbar über dem deutschen Niveau. Im Zuge der Krise kam es dann aber in den von ihr besonders betroffenen Ländern zu einer Trendumkehr. In den „übrigen Ländern“ setzte sich der Rückgang fort. Innerhalb der ersten Ländergruppe lag die Zinsausgabenquote zuletzt in Italien und Spanien aber immer noch spürbar niedriger als bei Eintritt in die Währungsunion, während sie in Portugal und Irland merklich höher ausfiel. Bis auf Belgien wiesen alle „übrigen Länder“ im Vergleich zu Deutsch-

¹ Um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten, werden die nachträglich eingetretenen Länder hier ausgeblendet (Griechenland (2001), Slowenien (2007), Malta und Zypern (2008), Slowakei (2009), Estland (2011)). Die entsprechenden statistischen Informationen finden sich aber in der Tabelle auf S. 63.

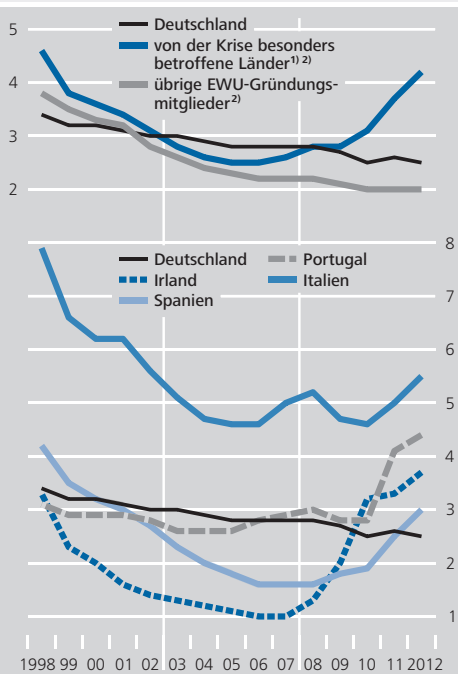
² Securities Markets Programme (Programm zum Kauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt).

³ Mit dem ungewogenen Durchschnitt wird jedes Land unabhängig von seiner Größe gleich stark gewichtet. Diese Betrachtung wird hier vorgenommen, weil der Fokus der Belastung durch Zinsen weniger auf das Aggregat, sondern die länderweise Entwicklung gerichtet ist. Auch in den europäischen Haushaltsüberwachungsverfahren kommt es nicht auf die Entwicklung im Länderaggregat, sondern in jedem einzelnen EWU-Staat an.

⁴ Datenquelle ist hier die AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission (Stand: Mai 2013).

Zinsausgaben des Staates

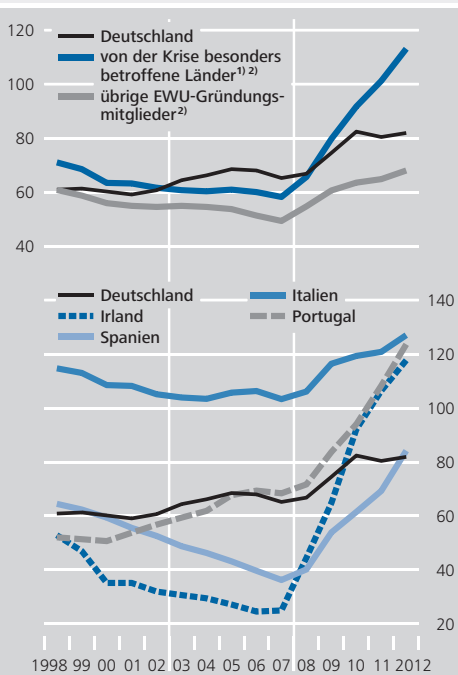
in % des BIP



1 Irland, Italien, Portugal und Spanien. 2 Ungewogener Durchschnitt.
 Deutsche Bundesbank

Schuldenquoten

in %



1 Irland, Italien, Portugal und Spanien. 2 Ungewogener Durchschnitt.
 Deutsche Bundesbank

land niedrigere oder etwa gleich hohe Quoten auf.

Die Zinsausgaben werden zum einen durch die Schuldenstände und zum anderen durch die durchschnittlich zu zahlenden Zinsen bestimmt. Ausschlaggebend für die deutliche Trendumkehr bei den Zinsausgabenquoten der von der Krise besonders betroffenen Länder war der Wiederanstieg der Schuldenquoten (vgl. nebenstehendes Schaubild). Während diese bis zum Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise tendenziell zurückgegangen waren, nahmen sie ab 2008 stark zu (am schwächsten in Italien). In den anderen hier betrachteten Ländern sind die Schuldenquoten seither dagegen deutlich weniger gewachsen.

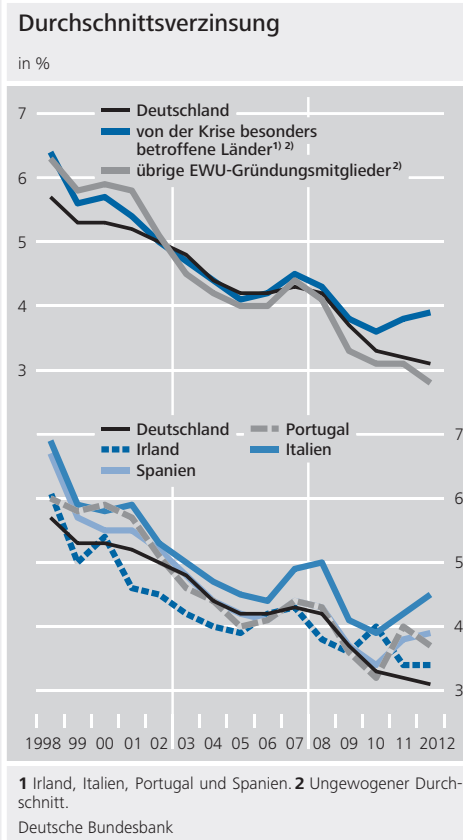
Bei der Durchschnittsverzinsung⁵ der Staatsschuld ist insgesamt ein starker trendmäßiger Rückgang festzustellen, der die Zinsausgaben in allen Staaten erheblich dämpfte (vgl. Schaubild auf der nächsten Seite). Während diese Entwicklung in den von der Krise besonders betroffenen Ländern aber 2010 zum Stehen kam und die Durchschnittsverzinsung in den beiden vergangenen Jahren wieder moderat zunahm, hielt der Rückgang in Deutschland und den „übrigen Ländern“ an. Er konnte hier den Effekt der steigenden Schuldenquoten überkompensieren. Ausschlaggebend für die Entwicklung seit 2009 dürfte die revidierte Risikoeinschätzung der Gläubiger sein, die mit einem Bonitätsverlust der von der Krise besonders betroffenen Länder und einer verstärkten Suche nach sicheren Anlagemöglichkeiten verbunden war, was zu einer spürbaren Diversifikation der Emissionsrenditen führte. Zu beachten ist dabei, dass die Durchschnittsverzinsung eine rechnerische Größe darstellt und letztlich auf den Wertpapieremissionen und den Kreditaufnahmen beruht, die teilweise weit in der Vergangenheit liegen. Die durchschnittliche Verzinsung hat mithin ein von den Laufzeiten

⁵ Gemessen als Zinsausgaben eines Jahres (ohne FISIM) in Relation zum Durchschnitt der Schuldenstände am Ende des laufenden und des Vorjahres.

der Wertpapiere beziehungsweise Kredite abhängiges „Gedächtnis“ und läuft somit der aktuellen Emissionsrendite nach.⁶⁾ Insofern hat auch ein starker Anstieg oder Rückgang aktueller Renditen nur einen begrenzten Effekt auf die Durchschnittsverzinsung, soweit er sich nicht als persistent erweist.

Die Durchschnittsverzinsung ist in den „übrigen Ländern“ der EWU stärker zurückgegangen als in Deutschland und lag seit 2003 fast durchweg unter dem deutschen Wert. Während sie zuletzt in Österreich und Belgien höher war, fiel der Wert für Frankreich, Luxemburg, die Niederlande und Finnland geringer aus. Angesichts der bis zur Krise fast vernachlässigbaren Zins-Spreads gegenüber Deutschland können sich hierin Faktoren wie eine stärkere Finanzierung am kurzen Ende, ein größerer Anteil an variabel verzinslichen Krediten oder eine andere Nutzung von Derivaten widerspiegeln. So ist beispielsweise eine Kurzfristfinanzierung bei normaler Zinsstrukturkurve zunächst regelmäßig günstiger, und ein sinkendes Zinsniveau wird zügiger in die Durchschnittsverzinsung „überwälzt“. Die Durchschnittsverzinsung der von der Krise besonders betroffenen Länder dürfte zuletzt auch von den europäischen Hilfsprogrammen gedämpft worden sein, wenngleich der diesbezügliche Effekt bis zum hier betrachteten Endjahr 2012 noch begrenzt gewesen sein wird.⁷⁾ Wie stark sich die Hilfsprogramme auswirken können, zeigt sich exemplarisch an Griechenland (das hier aufgrund seines EWU-Eintritts erst im Jahr 2001 sonst nicht betrachtet wird). Hier wird die Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden auf einen der niedrigsten Werte in der Währungsunion gedrückt.⁸⁾

Inwieweit die Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden für die einzelnen Staaten eine Belastung darstellt, hängt auch vom jeweiligen Wachstumstrend ab. Je höher der Abstand zwischen der (zumeist höheren) Verzinsung der Staatsschulden und dem (nominalen) BIP-Wachstum ausfällt, desto ambitionierter muss die finanzpolitische



Ausrichtung (gemessen am Primärsaldo) sein, um einen Anstieg der Schuldenquote zu verhindern. Ein Vergleich der von der Europäischen Kommission ausgewiesenen Trendwachstumsraten des realen BIP macht deutlich, dass die von der Krise besonders betroffenen Länder zu Beginn der Währungsunion im Schnitt real merklich stärker wuchsen als die „übrigen Länder“, deren Wachstumsraten wiederum erheblich über denen der deutschen Wirtschaft lagen (vgl. Schaubild auf S. 62 oben). Im Zeitablauf ergeben sich aber deutliche Veränderungen.

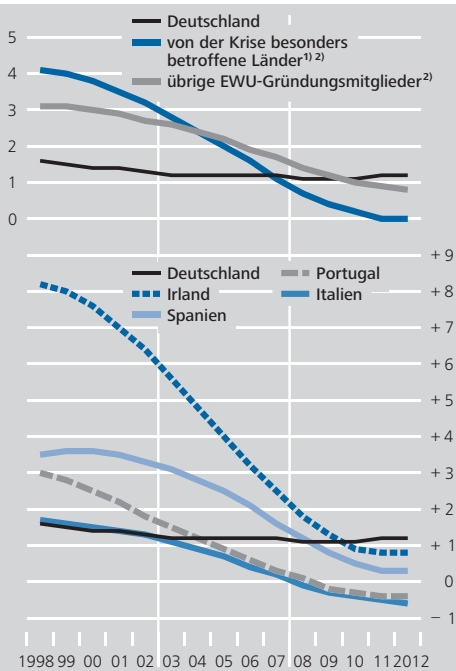
6 So spiegeln die höheren Durchschnittsverzinsungen zum Zeitpunkt des Beginns der Währungsunion beispielsweise noch die vergleichsweise hohen Zinsniveaus in den neunziger Jahren wider, die in manchen Ländern von seinerzeit höheren Inflationserwartungen und auch vom relativ hohen Zinsniveau nach der deutschen Wiedervereinigung geprägt waren (die sich nicht nur im deutschen Renditeniveau niederschlug).

7 Etwaige Einflüsse der Krisenmaßnahmen des Eurosystems sind allerdings kaum zu quantifizieren.

8 Für 2014 erwartet die Europäische Kommission beispielsweise mit 2,5% den nach Estland, Luxemburg und Finnland niedrigsten Wert (für Deutschland wird beispielsweise 2,9%, für Frankreich 2,6% erwartet).

Reales Trend-BIP

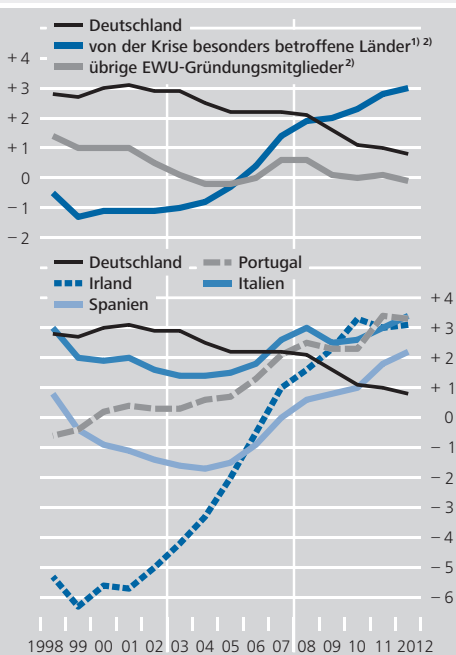
Veränderung gegenüber Vorperiode in %



1 Irland, Italien, Portugal und Spanien. 2 Ungewogener Durchschnitt.
 Deutsche Bundesbank

Zins-Wachstums-Differenzial⁹⁾

in %



* Differenz aus Durchschnittsverzinsung und Wachstumsrate des nominalen Trend-BIP. 1 Irland, Italien, Portugal und Spanien. 2 Ungewogener Durchschnitt.
 Deutsche Bundesbank

Die von der Krise besonders betroffenen Länder wachsen derzeit im Trend praktisch nicht mehr, und auch die „übrigen Länder“ blieben zuletzt (etwas) hinter dem deutschen Trendwachstum zurück. Der Preistrend blieb in Deutschland allerdings weiterhin hinter dem Durchschnitt der beiden Ländergruppen zurück, sodass sich deren nominales Wachstum zuletzt weniger stark gegenüber dem deutschen verlangsamte.

Bei der Betrachtung des Zins-Wachstums-Differenzials⁹⁾ wird deutlich, dass sich die diesbezüglichen Rahmenbedingungen sowohl in Deutschland als auch den „übrigen Ländern“ seit Eintritt in die Währungsunion relativ kontinuierlich verbessert haben, aber in Deutschland bis an den aktuellen Rand ungünstiger ausgefallen sind (vgl. Schaubild auf dieser Seite unten). Die von der Krise besonders betroffenen Länder hatten dagegen zunächst sehr gute Rahmenbedingungen und im ersten Jahrzehnt der Währungsunion sogar ein fast durchgängig negatives Differenzial. Zuletzt hat sich dieses Bild aber angesichts des deutlich nach unten gerichteten Wachstumstrends gedreht. In den letzten fünf Jahren fiel das Zins-Wachstums-Differenzial auch ungünstiger aus als in Deutschland und lag etwa auf dem Niveau, das Deutschland in den ersten Jahren der Währungsunion zu verzeichnen hatte.¹⁰⁾ Seit Beginn der Währungsunion wiesen Deutschland und Italien im Mittel mit gut 2% die höchsten Zins-Wachstums-Differenziale auf. Die von der Krise besonders betroffenen Länder verzeichneten einen Durchschnitt von ½%,

⁹ Hier als Differenz von nominaler Durchschnittsverzinsung der Staatsschuld und nominaler Trend-Wachstumsrate definiert.

¹⁰ Der Mittelwert für die von der Krise besonders betroffenen Länder überdeckt hier allerdings, dass in Spanien und Irland insbesondere in den ersten zehn Jahren der Währungsunion erheblich höhere Wachstumsraten verzeichnet wurden als in Italien und Portugal. Hierin zeigte sich aber eine stark ungleichgewichtige Entwicklung, die mit erheblichen Verlusten an Wettbewerbsfähigkeit verbunden war. Mit der Krise begann eine starke gesamtwirtschaftliche Anpassung. Die aktuellen Schuldenquoten der von der Krise besonders betroffenen Länder fallen deutlich höher aus als in Deutschland zu Beginn der Währungsunion.

Haushaltskennziffern der EWU-Staaten

in %

Land/Ländergruppen	Zinsausgabenquoten			Schuldenquoten		
	1999	2007	2012	1999	2007	2012
Belgien	6,8	3,9	3,4	113,6	84,0	99,6
Deutschland	3,2	2,8	2,5	61,3	65,2	81,9
Estland	0,3	0,2	0,2	6,5	3,7	10,1
Irland	2,3	1,0	3,7	47,0	25,0	117,7
Griechenland	7,4	4,5	5,0	93,5	107,2	156,9
Spanien	3,5	1,6	3,0	62,4	36,3	84,2
Frankreich	3,0	2,7	2,5	58,9	64,2	90,2
Italien	6,6	5,0	5,5	113,0	103,3	127,0
Zypern	3,1	3,0	3,2	59,5	58,5	85,8
Luxemburg	0,3	0,2	0,4	6,4	6,7	20,8
Malta	3,6	3,3	3,2	56,6	60,7	72,1
Niederlande	4,3	2,2	1,9	61,1	45,3	71,2
Österreich	3,4	2,7	2,6	66,8	60,2	73,4
Portugal	2,9	2,9	4,4	51,4	68,4	123,6
Slowenien	2,3	1,3	2,1	23,6	23,1	54,1
Slowakei	3,4	1,4	1,9	49,8	29,8	52,1
Finnland	3,0	1,5	1,0	45,7	35,1	53,0
Ungewogene Durchschnitte						
Von der Krise besonders betroffene Länder ¹⁾	3,8	2,6	4,2	68,5	58,2	113,1
Übrige Gründungsmitglieder ²⁾	3,5	2,2	2,0	58,7	49,3	68,0
Gewogene Durchschnitte						
Von der Krise besonders betroffene Länder ¹⁾	5,2	3,4	4,5	90,8	72,5	111,0
Übrige Gründungsmitglieder ²⁾	3,6	2,6	2,4	64,4	60,4	83,6
Durchschnittsverzinsung			Zins-Wachstums-Differenziale			
	1999	2007	2012	1999	2007	2012
Belgien	6,0	4,6	3,5	2,0	1,1	0,7
Deutschland	5,3	4,3	3,1	2,8	2,2	0,8
Estland	4,8	4,4	2,1	8,8	4,4	2,1
Irland	5,0	4,3	3,4	- 5,3	1,0	3,1
Griechenland	8,2	4,3	2,9	1,6	1,1	4,3
Spanien	5,7	4,4	3,9	0,8	0,0	2,2
Frankreich	5,1	4,3	2,9	1,8	1,4	0,7
Italien	5,9	4,9	4,5	3,0	2,6	3,4
Zypern	5,4	5,2	4,0	- 2,0	0,3	2,2
Luxemburg	5,1	3,7	2,1	- 1,4	- 2,4	- 2,9
Malta	6,9	5,5	4,5	- 0,2	1,1	0,5
Niederlande	7,0	4,8	2,8	1,4	1,7	1,0
Österreich	5,2	4,6	3,6	1,8	1,2	0,5
Portugal	5,8	4,4	3,7	- 0,6	2,1	3,3
Slowenien	10,5	5,4	4,1	10,1	5,4	4,1
Slowakei	8,2	4,9	3,9	8,0	4,9	3,9
Finnland	6,6	4,1	2,1	2,5	0,6	- 0,6
Ungewogene Durchschnitte						
Von der Krise besonders betroffene Länder ¹⁾	5,6	4,5	3,9	- 1,3	1,4	3,0
Übrige Gründungsmitglieder ²⁾	5,8	4,4	2,8	1,0	0,6	- 0,1
Gewogene Durchschnitte						
Von der Krise besonders betroffene Länder ¹⁾	5,8	4,7	4,2	0,7	1,7	3,0
Übrige Gründungsmitglieder ²⁾	5,6	4,4	3,0	1,4	1,3	0,7

Quelle: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission. ¹⁾ Irland, Spanien, Italien, Portugal. ²⁾ Belgien, Frankreich, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Finnland.

Deutsche Bundesbank

während das Zins-Wachstums-Differenzial der „übrigen Länder“ im Mittel bei ¼% lag.

Im Ergebnis stellen sich am aktuellen Rand die diesbezüglichen Rahmenbedingungen für die Staatsfinanzen in den von der Krise besonders betroffenen Ländern ungünstiger dar als für die anderen Staaten der EWU. Hierzu tragen sowohl eine höhere Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden als auch niedrigere Trendwachstumsraten bei. Allerdings waren in diesen Ländern in den ersten zehn Jahren der Währungsunion die Bedingungen zumeist sehr vorteilhaft. In Deutschland haben sich die Rahmenbedingungen zwar seit Beginn der Währungsunion fast stetig verbessert und sind aktuell relativ günstig. Dies gilt aber auch – und zum guten Teil noch stärker – für die anderen EWU-Länder, die weniger von der Krise betroffen sind.

Für die von der Krise besonders betroffenen Länder ist es von entscheidender Bedeutung, den eingeschlagenen Weg der Struk-

turreformen fortzusetzen, um damit wieder einen höheren strukturellen Wachstumspfad zu erreichen. Eine kurzzeitige Konjunkturbelebung durch eine expansivere Finanzpolitik löst dagegen die strukturellen Probleme nicht. Vielmehr könnte eine verzögerte Konsolidierung sogar dazu führen, dass die Renditedifferenzen wieder zunehmen und somit die Sanierung der Staatsfinanzen erschweren. Die europäischen Hilfsmaßnahmen führen in den begünstigten Ländern zwar zu einer partiellen Abschirmung von der Marktentwicklung und zu einer Entlastung bei den Zinsausgaben. Wichtig ist dabei aber die Aussicht auf wieder günstigere Wachstumsbedingungen und geringere marktmäßige Risikoaufschläge auf die Zinskonditionen. Um die Anreize zur Fortführung von Strukturreformen und Konsolidierung zu erhalten, scheinen deshalb sowohl umfassende Reformkonditionalitäten als auch merkliche Zinsaufschläge auf die Finanzierungskosten der Hilfsmechanismen geboten.

noch zu merklichen Anstiegen. Je höher die Verschuldung, desto stärker fallen tendenziell Mehrbelastungen bei einem Wiederanstieg des Zinsniveaus ins Gewicht. Ein etwaiger Anstieg des Zinsniveaus könnte daher besonders in den Ländern mit sehr hohen Schuldenquoten auch die Einhaltung der vereinbarten Ziele der Haushaltssanierung bis 2020 gefährden.

■ Schlussbemerkungen

Obwohl die deutsche Schuldenquote in den vergangenen Jahren nochmals stark gestiegen ist, wurden die öffentlichen Haushalte bei den Zinsausgaben spürbar entlastet, da die Verzinsung der Staatsschulden im Durchschnitt deutlich gesunken ist. Der Rückgang beim Schuldendienst hat einen echten Beitrag zur Entlastung der deutschen Staatsfinanzen geleistet, weil sich diese Entwicklung vor dem Hintergrund eines weitgehend stabil eingeschätzten realen Potenzialwachstums und eines recht

konstanten Preistrends vollzogen hat.²⁰⁾ Insofern ermöglicht die Entlastung bei den Zinsausgaben für sich genommen einen schnelleren Abbau der Schuldenquote. Für den deutschen Staat fallen die Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt derzeit im Vergleich zu anderen EWU-Ländern besonders günstig aus. Die Entlastung über eine sinkende Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden stellt sich aber in zahlreichen Ländern noch größer dar. Im Durchschnitt der letzten 15 Jahre lagen zudem die Zins-Wachstums-Differenziale in den meisten EWU-Staaten deutlich niedriger als in Deutschland (vgl. auch die Ausführungen auf S. 59 ff.).

*Rückläufige
Zinsausgaben-
quote hat
Konsolidierung
erleichtert*

²⁰ Das Zins-Wachstums-Differenzial ist daher im Durchschnitt zurückgegangen. Je größer das Differenzial ist, desto höher muss der Primärsaldo (der Finanzierungssaldo ohne Berücksichtigung der Zinsausgaben) ausfallen, um eine gegebene Schuldenquote zu stabilisieren bzw. die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen abzusichern.

Auswirkungen eines Zinsanstiegs auf die Staatsfinanzen

Eine Änderung des Zinsniveaus an den Kapitalmärkten schlägt bei hohen Staatsschulden spürbar auf die Staatsfinanzen durch. Dabei sind die Wirkungen einerseits davon abhängig, welche Änderungen die kurz-, mittel- und langfristigen Zinssätze (die Zinsstrukturkurve) betreffen. Andererseits ist von Bedeutung, wie die Finanzierung auf die Laufzeitsegmente aufgeteilt wird sowie in welchem Umfang neue Kredite aufzunehmen und bestehende zu refinanzieren sind.

Gesamtstaat

Die langfristigen Auswirkungen eines Zinsanstiegs an den Kapitalmärkten über alle Laufzeiten im Umfang von 1 Prozentpunkt gegenüber unveränderten Konditionen lassen sich relativ leicht ermitteln. Bei einem gegebenen Schuldenstand von annähernd 2 200 Mrd € lassen sich nach einer vollständigen Überwälzung langfristig beträchtliche Mehrausgaben von 22 Mrd € (derzeit ¾% des BIP) errechnen.¹⁾ Angesichts unvollständiger Informationen über die Zinsbindungsfristen bei Krediten kann der zeitliche Ablauf der Überwälzung für den Gesamtstaat aber selbst unter Ausklammerung von Derivate-Wirkungen nicht genau abgeschätzt werden.²⁾ Bei Fortschreibung der Schuldenstruktur von Ende 2012 würden sich die Mehrbelastungen unter Einschluss der Kassenkredite nach drei Jahren auf etwa 10 Mrd € belaufen, nach zehn Jahren wären etwa 20 Mrd € erreicht.

Bund

Im Kernhaushalt des Bundes³⁾ beträgt die Bruttokreditaufnahme gemäß Haushaltsentwurf 2014 insgesamt 216½ Mrd €. ⁴⁾ Sie umfasst allerdings noch Refinanzierungen von im selben Jahr begebenen kurz laufenden Titeln mit Laufzeiten von sechs bis 12 Monaten bei einer Gesamtemission solcher Papiere von 53½ Mrd €. Damit dürfte eine ganzjährig wirksame Bruttoneuverschuldung in einer Größenordnung von 200

Mrd € erreicht werden.⁵⁾ Im Folgejahr (für das im Finanzplan keine Nettoneuverschuldung vorgesehen ist) würden nach den Unterlagen weitere 150 Mrd € aus Kreditaufnahmen vor dem Jahr 2014 fällig.⁶⁾ In den drei anschließenden Jahren bis 2018, in denen neben Anleihen auch noch vor der unterstellten Zinsänderung begebene Obligationen zu refinanzieren sind, wären die Auswirkungen des Zinsanstiegs dann auf Titel in einer Größenordnung von jeweils 100 Mrd € beschränkt. Für die nächsten fünf Folgejahre bis 2023 müssten an älteren Papieren nur noch Anleihen getilgt werden, sodass sich die hier relevanten jährlichen Refinanzierungsvolumina etwa halbieren. In den folgenden 20 Jahren käme es dann noch zu weiteren Mehrbelastungen aus in einzelnen Jahren fällig werdenden 30-jährigen Anleihen mit einem Gesamtvolumen von etwa 165 Mrd €.

1 Ohne Berücksichtigung möglicher künftiger Kreditaufnahmen (etwa zur Finanzierung der zusätzlichen Zinskosten) oder von Tilgungen.

2 Die Schuldenstatistik des Statistischen Bundesamtes weist für das Jahresende 2012 unter Ausblendung der Kassenkredite (deren Konditionen zeitnah angepasst werden dürften) fällige Schulden in den Jahren 2013 bis 2017 aus. Vom ausgewiesenen Gesamtschuldenstand (einschl. Bad Banks) von 2 000 Mrd € werden bzw. wurden im laufenden Jahr 429 Mrd € fällig und weitere 145 Mrd € sind variabel (d. h. mit zeitnaher automatischer Konditionenanpassung) verzinslich. In den Folgejahren bis 2017 sinken die fälligen, noch nicht überwälzten Beträge über etwa 215 Mrd € (2014) stufenweise bis auf etwa 140 Mrd € im Jahr 2017. Danach steht immerhin noch ein nicht überwälztes Volumen von rd. 745 Mrd € aus.

3 Für den Kernhaushalt des Bundes, dessen Schulden weitestgehend in Form von Wertpapieren begeben wurden, ist mit den Angaben zu den Restlaufzeiten eine vereinfachte Hochrechnung möglich.

4 Die Kassenkredite sind dabei nicht berücksichtigt. Ihnen stehen über das Jahr hochgerechnet ähnlich hohe Einlagen gegenüber, sodass im Folgenden auf eine Einrechnung verzichtet wird.

5 Fällig und planmäßig voll refinanziert werden zweijährige Bundesschatzanweisungen im Umfang von 55½ Mrd €. Bei den länger laufenden Titeln stehen Tilgungen von 85½ Mrd € Begebungen von 107½ Mrd € gegenüber.

6 Darunter 56½ Mrd € an zweijährigen Papieren. Auslaufende Anleihen und Bundesobligationen würden ein Volumen von 94 Mrd € umfassen.

Bei einem Zinsanstieg um 1 Prozentpunkt (zum Jahresbeginn 2014) würden im Hinblick auf die Zinsausgaben 2014 kassenmäßig nur Belastungen aus neu begebenen unterjährig auslaufenden Kurzläufnern eintreten, die kaum 200 Mio € betragen dürften.⁷⁾ Im Folgehaushalt 2015 schlagen dann die Mehrkosten der Bruttokreditaufnahme 2014 mit etwa 2 Mrd € zu Buche. Für 2016 errechnet sich ein weiterer Lastenanstieg um knapp 1½ Mrd €. Danach schwächt sich der jährliche Zuwachs bis 2019 auf 1 Mrd € und danach auf ½ Mrd € ab, bevor er nach einem Jahrzehnt nur noch bei Fälligkeit 30-jähriger Wertpapiere weiter bis auf ein Zusatzlasten-Endniveau von jährlich fast 11 Mrd € zunimmt.

In der auf dem Entstehungsprinzip basierenden VGR-Betrachtung ist die Abschätzung einfacher. Unter der Annahme unterjährig gleichmäßiger Bruttokreditaufnahme des Bundes würde gemäß dem Entstehungsprinzip bereits im Jahr 2014 eine Belastung von 1 Mrd € verzeichnet, die 2015 um fast 2½ Mrd € steigt, um danach in kleineren Stufen ähnlich wie in der haushaltmäßigen Betrachtung weiterzuwachsen.

Die einfache Hochrechnung blendet allerdings wichtige Aspekte aus. So könnte bei einem Anstieg der Zinssätze versucht werden, einen größeren Teil der Mittel am kurzen Laufzeitenende aufzunehmen, wo typischerweise niedrigere Zinsen gezahlt werden müssen als bei lang laufenden Wertpapieren. Die finanzielle Wirkung auf die Derivate lässt sich nicht beziffern.

Bei den vorstehenden Berechnungen wurde abgeschätzt, welche Mehrausgaben sich für den Bund aus einem um 1 Prozentpunkt höheren Zinsniveau gegenüber einem nicht näher bestimmten Referenzszenario ergeben. Dies bedeutet freilich nicht, dass dadurch zwangsläufig die Zinsausgaben des Bundes im Vergleich zum Vorjahr insgesamt steigen. Dabei sind nämlich zum einen zusätzliche Belastungen oder Entlastungen aus einer Nettokreditaufnahme oder -tilgung im Vorjahr zu berücksichtigen. Zum

anderen ist einzubeziehen, wie groß der Zinsunterschied zu den auslaufenden (zu refinanzierenden) Schuldtiteln ausfällt.⁸⁾

Um die Entwicklung der Zinsausgaben insgesamt abzuschätzen, kann zunächst eine überschlägige Hochrechnung beispielsweise unter der Annahme vorgenommen werden, dass das Zinsniveau von Ende August 2013 fortbesteht. In diesem Fall ergäben sich für den Bundeshaushalt 2014 (einschl. Sondervermögen, aber ohne die Bad Bank) aus Refinanzierungen und der Kreditaufnahme aus 2013 noch Entlastungen gegenüber dem laufenden Jahr von 2½ Mrd €. Für die Jahre 2015 bis 2017 wären unter diesen Annahmen weitere Ausgabenrückgänge von jeweils etwa 1½ Mrd € angelegt, bevor 2018 – wenn allein die Refinanzierung von Anleihen und die im Finanzplan vorgesehenen Tilgungen noch entlastend wirken – ein Wert von knapp 1 Mrd € verzeichnet wird. Rechnet man nun die Wirkungen des angenommenen Zinsanstiegs zum Jahresbeginn 2014 um 1 Prozentpunkt ein, ergeben sich für 2015 gegenüber dem vom Zinsanstieg annahmegemäß noch kaum betroffenen Jahr 2014 nun insgesamt Zinsmehrausgaben von ½ Mrd €. Im Folgejahr 2016 würde wegen Refinanzierungersparnissen bei lang laufenden Papieren wieder ein leichter Rückgang gegenüber dem Vorjahr eintreten, dessen Fortsetzung im Jahr 2017 sogar zu einem moderaten Unterschreiten des Zinsausgabenniveaus von 2014 führen würde.

⁷ Kostenwirkungen im Zusammenhang mit laufenden Derivaten sind mit den vorliegenden Informationen nicht abschätzbar und bleiben deshalb ausgeklammert. Merklich könnten kurzfristig Belastungen aus Disagios zu Buche schlagen, wenn z. B. bestehende Anleihen mit niedrigem Kupon aufgestockt werden würden und der Zins 1 Prozentpunkt höher ausfällt. Bei einer zehnjährigen Anleihe wäre dann mit Kursabschlägen von bis zu 10% zu rechnen, denen freilich in den Folgejahren entsprechend geringere laufende Zinsausgaben gegenüberstünden. Bei einer Begebung mit einem Gesamtvolumen von etwa 20 Mrd € könnten so bei der Emission als Zinsausgaben verbuchte Disagios von bis zu 2 Mrd € eintreten. Bei Obligationen und Schatzanweisungen käme es wegen kürzerer Laufzeiten nur zu deutlich geringeren Disagios.

⁸ Wirkungen von Derivaten oder Änderungen bei den (Dis-)Agios können nicht abgeschätzt werden und bleiben hier somit ohne Ansatz.

*Risiken für
Staatshaushalt
durch
Zinsanstieg
besonders
bei hoher
Schuldenquote*

Die Finanzierungskonditionen für deutsche Staatsschulden fielen in den letzten Jahren häufig weitaus günstiger aus als geplant. Angesichts der stark gesunkenen Emissionsrenditen ist aber wohl kaum mit einem weiteren nennenswerten Rückgang zu rechnen. Im Gegenteil wäre perspektivisch ein Anstieg zu erwarten, wenn die Unsicherheit aus der Schuldenkrise abklingt und sich die gesamtwirtschaftlichen Aussichten aufhellen oder wenn es beispielsweise zu einem globalen Zinsauftrieb außerhalb des Euro-Raums kommt, der auch auf Deutschland ausstrahlt. Von großer Bedeutung für die weitere Entwicklung der nominalen Zinsen wird sein, dass die Inflationserwartungen im Euro-Raum fest verankert bleiben. Seit dem Sommer ist insbesondere vor dem Hintergrund der Entwicklungen in den USA eine gewisse Aufwärtsbewegung bei den Renditen lang laufender Bundesanleihen zu erkennen. Schlechtere Finanzierungskonditionen belasten dabei gerade bei einem weiter hohen Schuldenstand den Haushalt spürbar. Ungeachtet dessen werden die Zinsausgaben des Bundes zunächst noch dadurch gedämpft, dass relativ hoch verzinsliche Altschulden mit langen Laufzeiten zu refinanzieren sein werden (vgl. die Ausführungen auf S. 65 f.). Es entspricht einer begrüßenswerten vorsichtigen Haushaltsplanung, dass im jüngsten mittelfristigen Finanz-

plan des Bundes bis 2017 unter dem Strich ein gewisser Wiederanstieg der Zinsen antizipiert und mit einem merklichen Wachstum der Belastungen aus dem Schuldendienst gerechnet wird.

Die deutschen Haushaltsregeln sehen für den Bund und die Länder strikte Obergrenzen für die strukturellen Defizite vor. Deren Defizite waren in den vergangenen Jahren deutlich niedriger als bei Verabschiedung der Schuldenbremse veranschlagt. Entscheidend hierfür waren die ungeplant hohen Steuereinnahmen, aber auch niedrigere Zinsausgaben. Allerdings werden die dauerhaften Obergrenzen von mehreren Ländern immer noch deutlich überschritten. Soweit diese Grenzen bereits eingehalten werden, fehlen zumeist die notwendigen Sicherheitsabstände, um gelegentliche unerwartet ungünstige Entwicklungen im Rahmen der Regeln abfangen zu können. Auch daher empfiehlt es sich weiterhin, eine sparsame Haushaltspolitik zu betreiben. Hierzu würde gehören, etwaige neuerliche Entlastungen bei den Zinsausgaben nicht zum Anlass für eine Aufweichung des finanzpolitischen Kurses zu nehmen. Damit wären die staatlichen Haushalte auch besser auf ein steigendes Zinsniveau vorbereitet.

*Nationale
Haushaltsregeln
erfordern Fort-
setzung der
Konsolidierung*