

Zur Entwicklung der staatlichen Zinsausgaben in Deutschland und anderen Ländern des Euroraums

Die Zinsentwicklung hat in den vergangenen Jahren erheblich zu einer Entlastung der staatlichen Haushalte in den Euro-Ländern beigetragen. Dabei haben die günstigeren Finanzierungsbedingungen trotz teilweise stark gestiegener Schuldenquoten zumeist zu rückläufigen Zinslasten geführt. Die durchschnittliche Verzinsung der Staatsschulden ist auf einem Tiefstand – auch in den Ländern, die im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise vorübergehend von einem stärkeren Anstieg der Risikoprämien betroffen waren. Läge die Durchschnittsverzinsung beispielsweise noch auf dem Vorkrisenniveau, wären für sich genommen die Zinsausgaben allein im vergangenen Jahr im Euroraum um fast 2% des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) höher ausgefallen. Seit dem Jahr 2008 kamen so Einsparungen in Höhe von beinahe 1 Billion € oder knapp 9% des Euroraum-BIP zusammen.

Die aktuellen sehr günstigen Zinskonditionen lassen zunächst noch fortgesetzte Entlastungen der Staatsfinanzen erwarten. Ungeachtet dessen ist der Finanzpolitik anzuraten, Vorsorge für wieder steigende Zinsen zu treffen. Gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt sind grundsätzlich strukturell zumindest annähernd ausgeglichene Staatshaushalte vorgegeben. Das zügige Erreichen dieser Zielvorgabe würde einen wichtigen Beitrag zum Abbau der insgesamt noch sehr hohen Schuldenquoten sowie zur Begrenzung der Zinslasten und etwaiger Risikoprämien leisten. Zuletzt sind die (am strukturellen Primärsaldo gemessenen) Konsolidierungsfortschritte allerdings weitgehend zum Stillstand gekommen, wohl auch angesichts der anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen. Mit hohen Schuldenquoten bleiben die öffentlichen Finanzen aber anfällig. Es steigt die Gefahr, dass durch eine Zinswende das Vertrauen in die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen einzelner Länder verloren geht, und nicht zuletzt die Geldpolitik droht dann unter Druck zu geraten, dem entgegenzuwirken.

Die Lage der deutschen Staatsfinanzen ist relativ vorteilhaft. Moderate strukturelle Überschüsse sind allerdings angesichts der immer noch hohen Schuldenquote und der demografischen Perspektiven auch angemessen. Die außergewöhnlich günstigen Finanzierungsbedingungen sollten dabei nicht ohne Weiteres fortgeschrieben werden, wobei Bund und Länder in ihren mittelfristigen Planungen bereits Vorsorge für einen Zinsanstieg getroffen haben. Ein besonderer Risikofaktor für den Bundeshaushalt ist dabei, dass derzeit Agien und Disagien bei der Emission von Bundeswertpapieren mit den Zinsausgaben unmittelbar voll verrechnet werden. Dies führt zu einer hohen Volatilität im Haushaltsvollzug und ist nicht kompatibel mit der Erfassung im Rahmen der europäischen Regeln. Hier bietet sich die Umstellung auf eine periodengerechte Verbuchung an. Für Länder und Gemeinden empfiehlt es sich, einen ambitionierten fiskalischen Kurs anzusteuern, bis jeweils eine solide Finanzlage erreicht ist – auch angesichts der absehbaren Pensionslasten. Andernfalls drohen bei einer Zinswende insbesondere den Haushalten der hochverschuldeten Einheiten wieder größere Schief lagen.

Niedrigzinsen entlasten staatliche Haushalte

Schuldenanstieg im Euroraum nur teilweise umgekehrt, aber Entlastung durch sehr niedrige Zinsen

Die Staatsschulden sind im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise im Euroraum stark gestiegen. Auch in Relation zum BIP wurden Höchstwerte erreicht. Hierzu trugen ungünstige konjunkturelle Einflüsse, eine vielfach expansive Finanzpolitik und staatliche Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung bei. Während in Deutschland die Schuldenquote nach dem Jahr 2010 merklich sank, steht ein spürbarer Rückgang in zahlreichen anderen Euro-Ländern aus. Ungeachtet dessen hat in den letzten Jahren das auch mit der Krise zusammenhängende außerordentlich niedrige Zinsniveau zu deutlichen Minderausgaben beim Schuldendienst geführt und somit die Rückführung der staatlichen Defizite maßgeblich unterstützt. Die Finanzierungskosten, die Durchschnittsverzinsung der Staatsverschuldung und die staatlichen Zinsausgaben in Relation zum BIP liegen derzeit in den meisten Ländern auf dem niedrigsten Stand seit Beginn der Währungsunion.

Begriffsbestimmungen sowie ausgewählte statistische und ökonomische Aspekte

Schuldenstand und Durchschnittsverzinsung bestimmen Zinsausgaben

Die zentralen Bestimmungsgrößen für die Höhe der staatlichen Zinsausgaben sind der Schuldenstand sowie dessen Verzinsung (vgl. zu den Abgrenzungen die Ausführungen auf S. 37 f.).¹⁾ Mit Blick auf die Zinsbelastung ist dabei insbesondere der effektive Durchschnittszins der jeweiligen Verschuldungsinstrumente relevant. Der Zins lässt sich theoretisch in einen risikofreien Realzins, eine Inflationskomponente (die auch die Erwartungen umfasst) sowie Laufzeit- und Risikoprämien aufteilen. So gehen etwa eine längere Laufzeit und ein geringeres Handelsvolumen von Anleihen in der Regel mit einem höheren Zinssatz einher, da Anlegerinnen und Anleger für ein höheres Wertänderungsrisiko und eine eingeschränkte Marktliquidität einen Ausgleich verlangen. Für die Bonitätseinschätzung und die Höhe der Risikoprämie stellen insbesondere die erwar-

tete Zahlungsfähigkeit und -willigkeit des Schuldners gewichtige Einflussfaktoren dar. Diesbezügliche Indikatoren sind etwa das erwartete (strukturelle) Haushaltsdefizit, der Finanzierungsbedarf und der Schuldenstand (einschl. Eventualverbindlichkeiten), aber auch die gesamtwirtschaftlichen und politischen Perspektiven eines Landes. Darüber hinaus können die Glaubwürdigkeit von Fiskalregeln oder die Erwartung von Unterstützungsleistungen Dritter eine Rolle spielen.

Die Zinskonditionen für die laufende staatliche Kreditaufnahme ergeben sich in der Regel über die Angebots- und Nachfragebedingungen am Kapitalmarkt. Im Hinblick auf die gesamtstaatliche Zinsbelastung in einem bestimmten Jahr ist allerdings nicht der aktuelle Zins ausschlaggebend, sondern der aus der vergangenen Kreditaufnahme resultierende Durchschnittszinssatz bezogen auf den Schuldenbestand. Die Durchschnittsverzinsung und die Zinsausgaben reagieren zeitverzögert auf Zinsentwicklungen an den Kapitalmärkten. Je höher der Bruttofinanzierungsbedarf ist, das heißt je kürzer die Restlaufzeit und je höher die zu finanzierenden Defizite, desto schneller reagieren die Ausgaben auf Zinsänderungen. Bei variablen Zinsvereinbarungen passen sich die Ausgaben unabhängig von der Laufzeit immer recht kurzfristig an Änderungen des jeweiligen Bezugszinses an.

Durchschnittsverzinsung reagiert verzögert auf Änderung der Finanzierungs-konditionen

Bei der Einordnung der Belastung der Staatsfinanzen mit Zinsausgaben ist insbesondere ihr Verhältnis zum BIP – die Zinsausgabenquote – von Bedeutung. Die Wirtschaftsleistung ist letztlich auch die Basis für die staatlichen (Steuer-) Einnahmen, aus denen der Schuldendienst zu leisten ist. Zu beachten ist, dass ein hoher staatlicher Schuldenstand nicht nur unmittelbar mit höheren Zinsbelastungen für den Staat einhergeht, sondern dieser auch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung selbst beeinflusst.²⁾

Zinsausgaben in Relation zur Wirtschaftsleistung für Beurteilung der Schuldenlast maßgeblich

¹ Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Die Entwicklung staatlicher Zinsausgaben in Deutschland, Monatsbericht, September 2013, S. 47 ff.

² Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Verschuldung und Zinsbelastung des Staates in Deutschland, Monatsbericht, April 2010, S. 18 f.

Zur Abgrenzung staatlicher Schulden und Zinsausgaben in den Statistiken für Deutschland

Abgrenzung des Sektors Staat

Der Sektor Staat ist im EU-weit harmonisierten System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (VGR) und der nationalen Finanzstatistik (Haushaltsstatistik¹⁾) weitestgehend identisch abgegrenzt. Er umfasst nicht nur die Kernhaushalte von Bund, Ländern und Gemeinden sowie der (grundsätzlich nicht zur Kreditaufnahme berechtigten) Sozialversicherungen, sondern auch deren zum Staatssektor zählende Extrahaushalte wie etwa Bad Banks.

Abgrenzung der Schulden

Staatliche Schulden sind gemäß VGR und Finanzstatistik zunächst kurz- und langfristige Schuldverschreibungen und Kredite zur Haushaltsfinanzierung sowie Überbrückungskredite (Kassen- oder Liquiditätskredite). Der gesamtstaatliche Schuldenstand wird um die von anderen staatlichen Einheiten gehaltenen Wertpapierbestände und die innerstaatlichen Kreditbeziehungen bereinigt. Bei den für die Haushaltsüberwachung im Euroraum maßgeblichen „Maastricht-Schulden“ werden auch Verbindlichkeiten aus den (vom Staat als Zahlungsmittel begebenen) Umlaufmünzen und aus sonstigen Geldeinlagen beim Staat einbezogen. Zudem werden Verbindlichkeiten zugerechnet, etwa aus Platzhalterverträgen mit der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)² oder für öffentlich-private Partnerschaften (ÖPPs), sofern davon ausgegangen wird, dass der Staat mehrheitlich die Chancen und Risiken trägt oder maßgeblichen Einfluss ausübt. Auch werden die Verbindlichkeiten für die durch deutsche Garantien abgesicherten Hilfskredite an Euro-Länder wie Griechenland, die formal von der KfW oder der Europäischen Finanzstabilisierungs-

fazilität (EFSF) ausgezahlt wurden, in die Maastricht-Schulden eingerechnet.³ Dies gilt auch für einige Kreditvergaben öffentlicher Förderbanken, bei denen der Bund oder Länder unmittelbar insbesondere die Mehrheit der Risiken tragen und die Rahmenbedingungen der Geschäfte vorgeben. Ebenso werden die bei derivativen Verträgen⁴ dem Staat gestellten Barsicherheiten, die Zahlungsverpflichtungen (zum Inflationsausgleich) im Zusammenhang mit inflationsindexierten Wertpapieren und unter besonderen Bedingungen auch Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung in den Maastricht-Schuldenstand eingerechnet.⁵ Dagegen werden etwa im Rahmen von Neu-begebungen von Wertpapieren erhaltene Agien, die im weiteren Verlauf durch höhere Kuponbeträge zurückzuzahlen sind, bei den Schulden ausgeklammert – was eigentlich

1 Ausgaben kaufmännisch buchender Einheiten sind in Daten, die Zahlungsströme ausweisen, übergeleitet.

2 Solche Verträge wurden vom Bund zur Veräußerung von Anteilen an seinen Aktiengesellschaften geschlossen. Die KfW zahlte zwar einen Übernahmepreis, der Bund behielt sich aber das Recht auf etwaige Mehrerträge bei der späteren endgültigen Veräußerung an Private vor. In den VGR wird hier eine Verschuldung des Bundes bei der (nicht dem Staatssektor zugerechneten) KfW verbucht. Dem Bund werden diesbezüglich Zinsaufwendungen, aber gleichzeitig auch die Dividendeneinnahmen von den Aktiengesellschaften zugerechnet.

3 Durch den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) vergebene Kredite werden dagegen nicht den Mitgliedstaaten zugeordnet, insbesondere weil diesem mit seinem von den Trägerstaaten eingezahlten Eigenkapital eine eigene Risikotragfähigkeit zugeschrieben wird. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Entwicklung staatlicher Zinsausgaben in Deutschland, Monatsbericht, September 2013, S. 48.

4 Zudem werden mögliche in Derivateverträgen enthaltene Kreditkomponenten (die etwa einen Zahlungsmittelzufluss bei Vertragsabschluss und spätere Rückzahlungen vorsehen) in den Schuldenstand einbezogen.

5 Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung entstehen durch Inanspruchnahme von Zahlungszielen bei Güter- oder Dienstleistungskäufen. Sie gelten aber erst dann als Maastricht-Schuld, wenn etwa wichtige Zahlungsbedingungen nachverhandelt oder sie im Rahmen eines echten Factoring weiterverkauft wurden. Ebenso wären langfristige Finanzierungsvereinbarungen als Kreditverbindlichkeiten zu erfassen.

nicht zum grundsätzlich verfolgten Ansatz passt.⁶⁾

Sonstige Verbindlichkeiten – etwa aus ausstehenden Steuerrückzahlungen oder Anwartschaften auf Altersbezüge – werden nicht im Schuldenstand berücksichtigt. Soweit hinsichtlich solcher Verpflichtungen für den Staat Anpassungsspielräume bestehen – etwa durch Änderungen des gesetzlichen Ruhestandsalters oder des Versorgungsumfangs –, erscheint eine solche Handhabung nachvollziehbar.

Die Maastricht-Schulden werden zum Rückzahlungswert (Nennwert) erfasst. Ein Anstieg des Marktwerts ausstehender Schuldtitel durch einen deutlichen Zinsrückgang spiegelt sich somit im Schuldenstand nicht wider. Damit besteht auch ein Unterschied zur sonst üblichen Vorgehensweise in den VGR. So werden etwa in der Finanzierungsrechnung Wertpapierverbindlichkeiten zu Marktwerten ausgewiesen.

Abgrenzung der Zinsausgaben

Die Zinsausgaben der Finanzstatistik bilden die sogenannten Aufwendungen für den laufenden Schuldendienst. Diese umfassen Zahlungen an Gebietskörperschaften und Sondervermögen, die bei einer gesamtstaatlichen Betrachtung zu konsolidieren sind, sowie Zahlungen an den Kapitalmarkt.⁷⁾ Neben den regelmäßigen Zinszahlungen für Kredite oder bei Wertpapieren werden unter dem betreffenden Ausweis der Finanzstatistik bisher grundsätzlich auch Ausgabeauf- oder -abschläge bei der Begebung neuer Wertpapiere, bei Begebungen nach dem Zinstermin zu entrichtende Stückzinsen sowie Leistungen im Rahmen von Zinsswaps oder anderer derivativer Verträge zum Zeitpunkt der Zahlung in voller Höhe saldenwirksam erfasst.

In den VGR wird dagegen auf das Entstehungsprinzip abgestellt. Während in der Finanzstatistik etwa bei einer Wertpapieremission zu Jahresbeginn und jährlicher Zinszahlung zunächst keine Lasten durch Kuponzahlungen anfallen, rechnen die VGR die im Jahresverlauf entstandenen Ansprüche bereits dieser Periode zu.⁸⁾ Be- oder Entlastungen aus Swaps werden in den VGR grundsätzlich als finanzielle Transaktionen klassifiziert und bleiben so ohne Wirkung auf den Finanzierungssaldo. Empfangene Stückzinsen sind ebenfalls nicht saldenwirksam. Die Zuflüsse haben den Charakter von Verbindlichkeiten, und der Gegeneffekt bei der folgenden Kuponzahlung bleibt als Tilgung saldenneutral. Agien und Disagien werden in den VGR periodengerecht auf die Laufzeit verteilt.

Abweichungen zu den Zinsausgaben der Finanzstatistik entstehen darüber hinaus, da in den VGR Teile der Zinsaufwendungen als unterstellte Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit der Kreditvergabe angesehen werden. Diese werden nicht bei den geleisteten Vermögenseinkommen berücksichtigt, sondern den Vorleistungskäufen zugeschlagen. Damit werden sie „BIP-wirksam“. Für eine umfassende Betrachtung der Belastungen durch den Schuldendienst wird diese Position hier für Deutschland daher ergänzend einbezogen.

⁶ Dementsprechend wären Disagien mindernd zu berücksichtigen, da diese im Vergleich zur Emissionsrendite geringere künftige Kuponzahlungen widerspiegeln. Bei Zahlung dieser Kupons wären die Minderbeträge gegenüber marktgerechten Konditionen schuldenstandsteigernd einzurechnen.

⁷ Allerdings zählen dazu auch Zinsen an Sozialversicherungsträger, die vollständig dem Staat zugeordnet sind, sowie an öffentliche Unternehmen und Einrichtungen, von denen ausgewählte (dem Staatssektor zuzurechnende) Einheiten zu konsolidieren sind, in den Veröffentlichungen aber nicht gesondert ausgewiesen werden.

⁸ In den VGR werden die Zinsaufwendungen unter den geleisteten Vermögenseinkommen gebucht.

Einerseits kann beispielsweise eine hohe Staatsverschuldung insgesamt mit Risikoprämien und Unsicherheiten verbunden sein. Ein allgemein höheres Zinsniveau kann in einer Volkswirtschaft zu einer Verdrängung privater Investitionen („crowding out“) führen, was insbesondere negativ auf das Wachstumspotenzial wirken würde. Soweit höhere Zinsbelastungen über zusätzliche Besteuerung finanziert werden müssen, können die damit verbundenen Verzerrungen zu weiteren Wachstumseinbußen führen. Andererseits können Kreditaufnahmen zur Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung aufgrund der Wirkung der automatischen Stabilisatoren oder zur Überwindung einer schweren Krise positiv auf das Wachstum wirken, soweit das Vertrauen der Kapitalmärkte in grundsätzlich solide Staatsfinanzen nicht verloren geht.

Zinsausgaben stehen zumindest teilweise Einkommen aus Staatsvermögen gegenüber

Bei einer umfassenderen Einordnung etwa der Auswirkungen von Zinsänderungen auf den Staatshaushalt wären auf der Einnahmenseite auch empfangene Vermögenseinkommen zu berücksichtigen. Finanzvermögen wie Beteiligungen an Unternehmen oder Darlehensforderungen führen zu Gewinnausschüttungen oder Zinserträgen³⁾ – und hier spielen auch Notenbankgewinne eine Rolle. Dabei ist das Erwirtschaften von finanziellen Erträgen allerdings im Regelfall nicht der Hauptzweck des Aufbaus staatlichen Finanzvermögens. Die Renditen fallen mitunter niedrig aus (bspw. aus Förderdarlehen oder Aktiva, die im Zuge von Finanzmarktstützungsmaßnahmen erworben wurden), und die Verbindung zu Entwicklungen am Kapitalmarkt ist teilweise recht locker. Neben den Vermögenseinkommen stellen die Einnahmen aus der Zinsertragsbesteuerung ein weiteres Gegengewicht zu den Zinsausgaben dar. Insgesamt gesehen dämpfen diese Faktoren in der Regel die Auswirkungen von Zinsänderungen auf die Staatsfinanzen. Sie fallen derzeit aber angesichts der sehr hohen Schuldenstände zumeist nur vergleichsweise wenig ins Gewicht.

Entwicklung der staatlichen Zinsausgaben in Deutschland

Gesamtstaat⁴⁾

Die Staatsschuldenquote war in Deutschland in den vergangenen Jahrzehnten deutlich angestiegen und hatte ab dem Jahr 2003 auch den Maastricht-Referenzwert von 60% überschritten. Im Jahr 2010 wurde dann im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise ein Höchststand von 81% erreicht. Anschließend kam es durch die günstige gesamtwirtschaftliche Entwicklung und Haushaltslage⁵⁾ sowie den Abbau der im Zuge der Finanzmarktstabilisierung übernommenen Portfolios zu einem deutlichen Rückgang. Ende 2016 lagen die Maastricht-Schulden aber immer noch bei 68¼% des BIP.

Schuldenquote bis Ende 2010 deutlich gestiegen, seitdem aber rückläufig

Die staatlichen Zinsausgaben in Relation zum BIP hatten dagegen bereits Mitte der 1990er Jahre einen Höchststand von 3½% erreicht. In den Folgejahren kam es zu einem stetigen Rückgang auf 2¾% bis zur Mitte des letzten Jahrzehnts. Nach einer Seitwärtsbewegung setzte sich die rückläufige Entwicklung ab 2010 fort und beschleunigte sich in den vergangenen Jahren. Zuletzt lag die Quote bei 1½%.

Schon vor der Krise Rückgang der Zinsausgabenquote

Dass die Zinsausgabenquote seit dem Jahr 1999 trotz trendmäßig zunächst weiter steigender Schuldenquote spürbar sank, lag am deutlichen Rückgang der Durchschnittsverzinsung. Wäh-

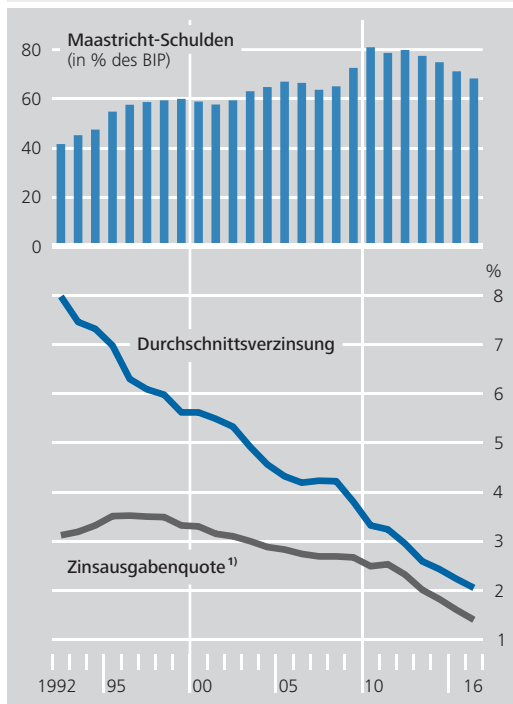
Rückgang der Durchschnittsverzinsung

³ Für den überwiegenden Teil des Sachvermögens wie Straßen oder Schulen werden keine Vermögenseinkommen erzielt. Sofern konkrete Einnahmen aus Sachvermögen erzielt werden, fließen sie vorrangig als Gebühreneinnahmen.

⁴ Die staatlichen Zinsausgaben werden in der gesamtstaatlichen Darstellung zu Deutschland gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) zzgl. der unterstellten Dienstleistungsentgelte im Zusammenhang mit der Kreditvergabe (FISIM) betrachtet (vgl. Erläuterungen auf S. 38). Während der Umfang von FISIM im Jahr 1999 mit 5¾ Mrd € noch fast 0,3% des BIP betrug, lag der Wert nach einem trendmäßigen Rückgang bis zur Mitte des letzten Jahrzehnts bei ¾ Mrd € im Jahr 2016 (0,02% des BIP).

⁵ Dabei war der fiskalpolitische Kurs in dieser Zeit insgesamt betrachtet eher neutral, während die Konjunkturerholung, das starke Steuereinnahmewachstum, die gute Arbeitsmarktentwicklung sowie die sinkenden Zinslasten letztlich das Erreichen der aktuellen Überschussposition ermöglichten.

Schulden, Zinsausgaben und Durchschnittsverzinsung des Staates



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.
 1 VGR-Abgrenzung zzgl. FISIM, in % des BIP.
 Deutsche Bundesbank

rend diese zu Beginn der 1990er Jahre – unter anderem getrieben von höheren Inflations- und Wachstumserwartungen – noch 8% betragen hatte, sank sie danach spürbar. Diese Grundtendenz wurde in konjunkturell günstigen Zeiten wie etwa zur Jahrtausendwende durch höhere Finanzierungskosten vorübergehend abgeschwächt, und ab der Mitte des letzten Jahrzehnts kam es zu einer mehrjährigen Seitwärtsbewegung auf einem Niveau von 4¼%. Ab dem Jahr 2009 setzte aber wieder ein Rückgang ein, und im letzten Jahr lag die Durchschnittsverzinsung der deutschen Maastricht-Schulden nur noch bei 2%.

Wie umfangreich die rechnerische Haushaltsentlastung aus gesunkenen Zinsen in den letzten Jahren war, wird deutlich, wenn die Auswirkungen der rückläufigen Durchschnittsverzinsung⁶⁾ für sich genommen betrachtet werden. Gemessen am Stand des Vorkrisenjahres 2007⁷⁾ kam es hierdurch im Jahr 2016 zu einer Halbierung der Zinsausgaben. Die mit dem aktuellen

Schuldenstand ermittelte diesbezügliche gesamtstaatliche Ersparnis betrug allein im letzten Jahr 47 Mrd € oder 1½% des BIP. Kumuliert erreichen die Zinsentlastungen ab dem Jahr 2008 eine Größenordnung von 240 Mrd € oder 7½% des letztjährigen BIP.

Die künftige Entwicklung der staatlichen Zinsausgaben – etwa in Abhängigkeit verschiedener Zinsszenarien – lässt sich nur überschlägig schätzen, da insbesondere der Umfang sowie die Konditionen zur Refinanzierung anstehender Schultitel und die Zinsanpassungsklauseln nur teilweise bekannt sind.⁸⁾ Da die Emissionsrenditen bis zuletzt aber noch deutlich unter der Verzinsung der fällig werdenden Wertpapiere mit gleicher Ursprungslaufzeit lagen, ist ein weiteres Absinken der Durchschnittsverzinsung vorgezeichnet, solange es zu keiner spürbaren Zinswende kommt. Im deutschen Stabilitätsprogramm vom April 2017 wird erwartet, dass die Zinsausgabenquote im nächsten Jahr noch einmal abnimmt und dann etwa konstant bleibt. Bei einer rückläufigen Schuldenquote errechnet sich daraus für die Durchschnittsverzinsung nach einem letzten Rückgang im laufenden Jahr ab dem Jahr 2019 ein allmählicher – wenn gleich insgesamt begrenzter – Wiederanstieg bis auf etwa 2% zum Ende der Projektion im Jahr 2021. Insofern wurde hier eine merkliche Zunahme der Kapitalmarktzinsen gegenüber dem aktuell sehr niedrigen Niveau zugrunde gelegt und somit eine erkennbare Vorsorge hinsichtlich eines Zinsanstiegs getroffen.

Bei der Abschätzung der Zinssensitivität der Staatsfinanzen können Mehrbelastungen abge-

Stabilitätsprogramm mit Wiederanstieg der Durchschnittsverzinsung ab dem Jahr 2019

Erhebliche Ersparnis aus Rückgang der Durchschnittsverzinsung seit Krisenbeginn

6 Bei der Berechnung wurden die Zinsausgaben gemäß den VGR (zzgl. FISIM) durch den maßgeblichen Maastricht-Schuldenstand (Mittelwert aus den Ständen zum Ende des Vorjahres und des Berichtsjahres) dividiert.

7 Im Jahr 2007 entsprach die Emissionsrendite etwa der Durchschnittsverzinsung der Schulden.

8 Angaben der Schuldenstatistik zur Fälligkeit der Schultitel für den öffentlichen Gesamthaushalt liegen derzeit nur für den Stand zum Jahresende 2015 vor. Bei diesen Daten fehlen zudem z. B. Angaben zu den kommunalen Kassenkrediten, deren Zinsbindungsfrist bis zu zehn Jahre reichen kann. Von Bedeutung wären zudem die Konditionen der fällig werdenden Verbindlichkeiten, die aber bei Krediten nicht bekannt sind.

Bedeutung eines Zinsanstiegs für die Staatsfinanzen

griffen werden, die sich ergäben, wenn die Kapitalmarktzinsen beispielsweise um 1 Prozentpunkt höher ausfielen als in einem Referenzszenario. In diesem Fall schlugen sich in kassenmäßiger Betrachtung die Mehrbelastungen in der Regel mit dem nächsten Zinsfälligkeitstermin neu emittierter Papiere nach einem Jahr nieder. Sie sind im Vorjahresvergleich zunächst besonders hoch, weil die Kurzfristverschuldung zügig umgewälzt wird. Mit einem um 1 Prozentpunkt höheren Zinsniveau ergäben sich demnach schätzungsweise⁹⁾ für den Gesamtstaat (jährliche Kuponzahlungen unterstellt) im darauffolgenden Jahr kassenmäßige Mehrausgaben von gut 5 Mrd €, die im Jahr darauf um weitere gut 2 Mrd € anstiegen. Anschließend wären weitere jährliche Zunahmen von jeweils gut 1½ Mrd € zu erwarten. Nach Refinanzierung des kompletten (annahmegemäß unveränderten) Schuldenstandes ergäben sich jährliche Mehrausgaben von 21½ Mrd €. Der weit überwiegende Teil der Refinanzierung zu den geänderten Konditionen wäre nach zehn Jahren abgeschlossen. Der Großteil der 30-jährigen Bundesanleihen mit einem Anteil von etwa 10% an der gesamtstaatlichen Verschuldung stünde dann aber noch zur Refinanzierung aus.¹⁰⁾

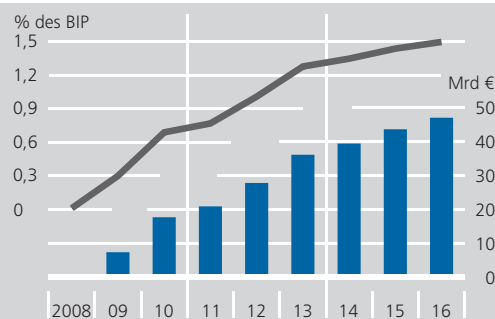
Rückläufige Vermögenseinkommen, ...

Die gesunkenen Zinsen haben allerdings nicht nur die Zinsausgaben des Staates gedämpft, sondern auch die Vermögenseinkommen auf der Einnahmenseite. Auch bei letzteren spielen Bestandsänderungen eine wichtige Rolle. So wurden im Gefolge der Finanzkrise mehrere staatliche Bad Banks gegründet. Da deren Verbindlichkeiten zu den Maastricht-Schulden zählen, werden auch die Aktiva im staatlichen Finanzvermögen erfasst und haben dieses deutlich erhöht. Die noch laufende Abwicklung der Bad Banks und Rückzahlungen von in der Krise geleisteten staatlichen Kapitaleinlagen bei Banken haben dann in den letzten Jahren die staatlichen Finanzvermögen (und Schulden) aber

⁹ Grundlage sind Angaben der Schuldenstatistik für das Jahr 2015.

¹⁰ Vgl. zu detaillierteren Berechnungen: Deutsche Bundesbank, Die Entwicklung staatlicher Zinsausgaben in Deutschland, Monatsbericht, September 2013, S. 54 f.

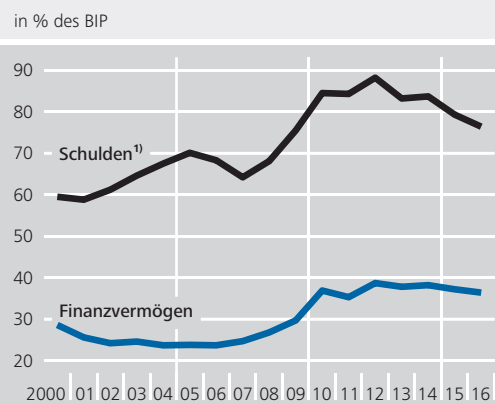
Jährliche Zinersparnis^{*)} des deutschen Staates



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.
 *) Mittelwert der Maastricht-Schulden vom Ende des Berichts- und des Vorjahres multipliziert mit der Differenz der Durchschnittsverzinsung (einschl. FISIM) des Jahres 2007 und des Berichtsjahres.

Deutsche Bundesbank

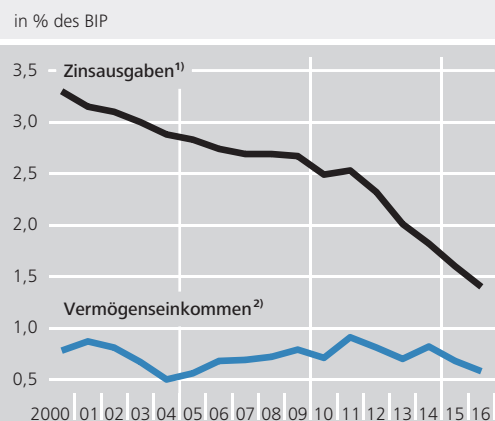
Finanzvermögen und Schulden des Staates zu Marktpreisen^{*)}



* Daten der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung.
 1 Maastricht-Schulden zu Marktpreisen zzgl. weiterer Verbindlichkeiten wie etwa aus Lieferung und Leistung.

Deutsche Bundesbank

Zinsausgaben und Vermögenseinkommen des Staates



Quelle: Statistisches Bundesamt. 1 Zzgl. FISIM. 2 Ohne Pachteinkommen.

Deutsche Bundesbank

wieder verringert. Insgesamt stiegen die (zu Marktpreisen bewerteten) staatlichen Finanzvermögen in Relation zum BIP von 23½% zur Mitte des letzten Jahrzehnts auch durch Einrichtung der Abwicklungseinheiten bis zum Jahr 2012 auf 38½%, um dann im weiteren Verlauf wieder auf zuletzt 36½% zurückzugehen. Die Einkommen aus Finanzvermögen (hier: empfangene Vermögenseinkommen ohne Pachteinahmen) legten dabei zunächst zu. Zuletzt kam es aber – auch durch sinkende Gewinnausschüttungen der Bundesbank¹¹⁾ – zu einem spürbaren Rückgang. Insgesamt gesehen stiegen diese Vermögenseinkommen in Relation zum BIP von fast ¾% im Vorkrisenjahr 2007 zunächst auf knapp 1% im Jahr 2011, bevor sie schließlich wieder auf gut ½% im vergangenen Jahr abnahmen. In Relation zu den Zinsausgaben waren diese Einkommen bis zum Jahr 2014 angestiegen und stabilisierten sich zuletzt bei gut zwei Fünfteln der Zinsbelastung.

... aber Verbindung zu Kapitalmarktzinsen schwächer als beim Schuldendienst

Da sich in den empfangenen Vermögenseinkommen des Staates vielfältige Faktoren (wie bspw. rückläufige Gewinne der Energieversorgungsunternehmen oder Sonderabschreibungen) niederschlagen, ist der Zusammenhang zur Entwicklung der Kapitalmarktzinsen in der Regel schwächer als bei den Zinsausgaben. Künftig dürfte auch etwa der Bundesbankgewinn angesichts der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen zunächst nicht mehr positiv auf steigende Zinsen reagieren (vgl. auch Erläuterungen auf S. 61 ff.).¹²⁾ Alles in allem ist zu erwarten, dass den Auswirkungen von Zinschwankungen auf die Zinsausgaben zwar auch weiterhin tendenziell gegenläufige Entwicklungen auf der Einnahmenseite gegenüberstehen werden. Diese dürften allerdings dem Volumen nach deutlich weniger stark ins Gewicht fallen.

Ausgewählte Aspekte zu den Zinsausgaben des Bundes

Für den Bund, auf den zusammen mit seinen Extrahaushalten sechs Zehntel der gesamtstaat-

lichen Zinsausgaben entfallen,¹³⁾ liegen unter den Gebietskörperschaften die detailliertesten Informationen zu den Finanzierungsbedingungen vor. Auf Grundlage der jährlichen Kreditaufnahmeberichte des Bundesfinanzministeriums lassen sich verschiedene Aspekte des Zinsausgabenrückgangs für den Bund (einschl. der mitfinanzierten Extrahaushalte¹⁴⁾) detaillierter darstellen. So zeigt ein Blick auf die durchschnittlichen Emissionsrenditen der neu begebenen Schuldtitel, wie ausgeprägt die Rückgänge in den letzten Jahren ausfielen. Lagen diese Renditen vor Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2007 im Durchschnitt noch etwas über 4%, so gingen sie in den Folgejahren auf etwa ¾% ab dem Jahr 2012 zurück. Wie in vielen westlichen Staaten spielte dabei der auf verschiedene Faktoren zurückzuführende tendenzielle Rückgang des allgemeinen Zinsniveaus eine wichtige Rolle. Darüber hinaus kam es im Jahr 2015 im Zuge des erweiterten Anleihekaufprogramms des ESZB teilweise sogar zu negativen Verzinsungen bis in den mittelfristigen Laufzeitenbereich. Im Durchschnitt wurde im Jahr 2015 ein für den Fiskus sehr günstiger Wert von knapp ¼% erreicht, dem im Jahr 2016 sogar ein negativer Wert folgte. Auch danach blieben die Renditen für Bundeswertpapiere außerordentlich niedrig. So wurde etwa bei der Juni-Auktion für unverzinsliche Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von sechs Monaten eine negative Emissionsrendite von etwas unterhalb von – 0,7% erzielt. Bundesobli-

Durchschnittliche Emissionsrenditen für Bundesschulden deutlich gesunken

¹¹ Die in den VGR erfassten Beträge weichen von den tatsächlichen Ausschüttungen ab, da die Auflösung zuvor gebildeter Rückstellungen in den VGR nicht saldenwirksam verbucht wird.

¹² Die Steuereinnahmen aus Zinserträgen weisen zwar ceteris paribus einen positiven Zusammenhang zu der allgemeinen Zinsentwicklung auf, sie sind aber nur bedingt mit der Höhe der Zinsausgaben des deutschen Staates korreliert. Die Einnahmen aus der Abgeltungsteuer auf Zins- und Veräußerungserträge gingen von 0,5% des BIP in ihrem Einführungsjahr 2009 auf 0,2% des BIP im Jahr 2016 zurück.

¹³ Der Rest verteilt sich zu gut drei Vierteln auf die Länder und knapp einem Viertel auf die Gemeinden.

¹⁴ Insbesondere der Investitions- und Tilgungsfonds (mit ausstehenden Verbindlichkeiten in einer Größenordnung von 20 Mrd € oder knapp 2% der Bundesschulden), aber nicht die im Zuge der Rettung der Hypo Real Estate gegründete Bad Bank, deren Anteil an der Gesamtverschuldung des Bundes etwa ein Zehntel beträgt.

gationen mit fünfjähriger Laufzeit konnten in diesem Frühjahr mit einer Rendite von $-0,5\%$ begeben werden, während im Juli nur noch ein Wert von $-0,1\%$ zu Buche stand. Bei den 30-jährigen Bundesanleihen war der Tiefstand mit $0,5\%$ im letzten Jahr erreicht. Im Juni 2017 lag die Emissionsrendite bei $1,0\%$.

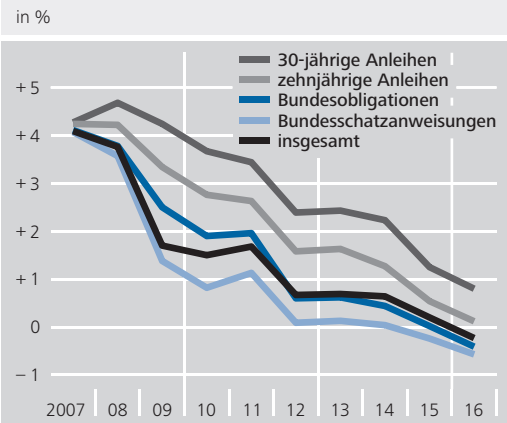
*Inflationsindizierte
 Schuldtitel
 trugen zur
 Entlastung bei*

Seit dem Jahr 2006 bietet der Bund auch inflationsindizierte Schuldtitel an, deren Gesamtvolumen sich zurzeit auf eine Größenordnung von 70 Mrd € beläuft. Bei diesen werden Kupon und Rückzahlungsbetrag um die an einem Verbraucherpreisindex für den gesamten Euroraum gemessene Inflation korrigiert.¹⁵⁾ Die in den letzten Jahren insgesamt unerwartet niedrigen Raten haben den Bundeshaushalt mithin merklich entlastet. Zur Vorsorge für die inflationsbereinigten Abschlusszahlungen hat der Bund im Jahr 2009 ein Sondervermögen eingerichtet, an das – nach einer Nachzahlung für die Vorjahre – periodengerecht entsprechende Zuführungen geleistet werden.¹⁶⁾ Diese werden im Haushalt in den jeweiligen Jahren als Zinsausgaben ausgewiesen, was ökonomisch sachgerecht und konform zur Erfassung dieser Größe in den VGR ist. Für das laufende Jahr ist nach der Haushaltsplanung eine Zuführung von knapp $\frac{1}{4}$ Mrd € ausreichend. Für die nächsten Jahre wird an den Finanzmärkten ausweislich der Emissionsrenditen weiter mit moderaten Inflationsraten gerechnet. Insgesamt wuchs der Anteil inflationsindexierter Papiere an der ausstehenden Bundesschuld in den letzten Jahren zwar spürbar, blieb mit rund 6% Ende 2016 aber noch begrenzt. Die Tilgungsvorsorge belief sich auf $2\frac{1}{2}$ Mrd €. Zwischenzeitlich waren allerdings aus dem Sondervermögen bereits Ausgleichsbeträge von $3\frac{1}{2}$ Mrd € geleistet worden.

*Deutlich
 sinkende
 Durchschnitts-
 verzinsung
 bringt erhebliche
 Entlastung des
 Bundes*

Vor dem Hintergrund der gesunkenen Emissionsrenditen war auch die VGR-Durchschnittsverzinsung der Bundesschulden deutlich rückläufig. Ausgehend von gut 4% im Vorkrisenjahr 2007 kam es insbesondere zum Ende des letzten Jahrzehnts zu einem schnellen Abschmelzen auf gut 3%, dem eine relativ gleichmäßige wei-

Emissionsrenditen neu begebener Bundesschuldtitel



Quelle: BMF und Bundesrepublik Deutschland - Finanzagentur GmbH.
 Deutsche Bundesbank

tere Abnahme bis an den aktuellen Rand folgte. Im Jahr 2016 lag die Durchschnittsverzinsung nur noch bei knapp 2%. Die Zinsausgaben des Bundes (unter Einrechnung der Extrahaushalte) beliefen sich im vergangenen Jahr auf $26\frac{1}{2}$ Mrd €. Mit einer Durchschnittsverzinsung auf Vorkrisenniveau wären die Zinsausgaben des Bundes im letzten Jahr um 30 Mrd € (1% des BIP) höher ausgefallen. Die so errechnete kumulierte Ersparnis seit dem Jahr 2008 beträgt 155 Mrd €.

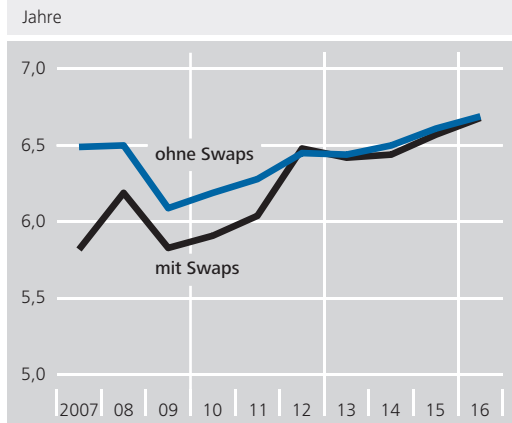
Die rückläufige Durchschnittsverzinsung wurde per saldo nicht durch eine Verkürzung der durchschnittlichen Zinsbindungsfrist unterstützt, die in der Regel (bei aufwärtsgerichteter Zinsstrukturkurve) für sich genommen niedrigere Durchschnittsrenditen ermöglicht. In den letzten Jahren stieg die Bindungsfrist vielmehr. Sie erreichte nach gut $5\frac{3}{4}$ Jahren im Vorkrisen-

*Steigende Zins-
 bindungsfrist*

15 Der Schutz der Anlegerinnen und Anleger vor erhöhten Preissteigerungen bleibt aber insofern unvollständig, als die Ausgleichszahlung bei der Tilgung (wie die nominalen Kuponzahlungen, die bei herkömmlichen Anleihen einen pauschalierten Inflationsausgleich enthalten) als Zinsertrag besteuert wird (vgl. auch den Aufsatz zur Verzinsung privater Finanzanlagen unter Berücksichtigung von Inflation und Steuern in diesem Monatsbericht, S. 71 ff.).

16 Im Jahr 2015 kam es per saldo indes zu einer Rückzahlung an den Bundeshaushalt, da der Referenzindex zurückgegangen war.

Durchschnittliche Zinsbindungsfrist der ausstehenden Bundesschulden



Quelle: BMF und Bundesrepublik Deutschland - Finanzagentur GmbH.
 Deutsche Bundesbank

jahr 2007 im Jahr 2016 fast $6\frac{3}{4}$ Jahre¹⁷⁾ und damit einen im historischen Vergleich hohen Stand. Offenbar bemüht sich der Bund um eine längere Bindung des außerordentlich niedrigen Zinsniveaus, nachdem er im Krisenjahr 2009 die Zinsbindungsfrist vorübergehend spürbar verkürzt hatte.

Szenarien für die künftige Entwicklung ...

Für den Bundeshaushalt (einschl. der mitfinanzierten Extrahaushalte, deren Zinsausgaben zuletzt lediglich etwa einem Zwanzigstel derjenigen im Kernhaushalt entsprachen) lässt sich aus den Fälligkeiten und Konditionen der börsennotierten Wertpapiere die künftige Entwicklung der gesamten Zinsausgaben für verschiedene Finanzierungsannahmen grob überschlagen. Bei einer Fortschreibung der gegenwärtigen Kapitalmarktkonditionen – als hypothetische Referenzlinie einer weitgehend zinslosen Finanzierung – würden in den Folgejahren unter der Annahme eines konstanten Schuldenstandes¹⁸⁾ und Refinanzierungen mit gleichen Ursprungslaufzeiten die Zinsbelastungen weiter abnehmen. Ausgehend von einem haushaltsmäßigen, um die Effekte von Agien bereinigten Niveau von etwa 25 Mrd € im Jahr 2016 würden sich die Zinsausgaben sukzessive bis zum Jahr 2022 in etwa halbieren.

Eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen gegenüber dem heutigen Stand würde

diesen Prozess jedoch verlangsamen oder sogar umkehren. So würde beispielsweise ein um 1 Prozentpunkt höheres Niveau der Finanzierungskosten ab Mitte des laufenden Jahres die zuvor genannten jährlichen Zusatzentlastungen ab den ersten Kuponzahlungen für die neuen – höherverzinslichen – Schuldtitel (d. h. grundsätzlich mit einer Verzögerung von einem Jahr) in etwa halbieren. Bei einem Anstieg um 2 Prozentpunkte käme es dann zu leicht wachsenden Mehrausgaben, wobei die Zinsausgaben auch im Jahr 2021 (dem Endjahr des Finanzplans) nur vergleichsweise moderat über dem (um die Agio-Beträge bereinigten) Ist für 2016 lägen. Die im März 2017 beschlossenen Eckwerte für den Finanzplan des Bundes (ohne die Sondervermögen) lassen für das Jahr 2021 auf einen Ansatz schließen, der etwa 2 Mrd € unter dem um Agien bereinigten Ist für 2016 liegt.¹⁹⁾ Damit ist eine erkennbare Vorsorge für Zinsanstiege an den Kapitalmärkten getroffen. In diesem Zusammenhang auftretende Disagien bei der Emission von Schuldtiteln könnten aber wegen der sofortigen erfolgswirksamen Verbuchung kurzfristig zu beträchtlichen Haushaltsbelastungen führen. Hier ist aus grundsätzlichen Erwägungen eine Umstellung der derzeitigen

... zeigen grundsätzlich moderat Auswirkungen eines Zinsanstiegs, aber Risiken aus (Dis-)Agio-Verbuchung

¹⁷ Jeweils unter Einrechnung der per saldo diesbezüglich begrenzten Effekte abgeschlossener Swaps. Die haushaltsmäßigen Be- oder Entlastungen durch diese lassen sich allerdings aus den vom Bund veröffentlichten Angaben nicht beziffern. So werden etwa im Bundeshaushalt die Effekte von Swaps nur zusammen mit den Zinszahlungen für die jeweiligen Schuldinstrumente ausgewiesen. In den VGR beeinflussen Swaps den Finanzierungssaldo grundsätzlich nicht. Daraus resultierende Zahlungen bleiben hier als finanzielle Transaktionen ausgeklammert.

¹⁸ Die geplante „schwarze Null“, d. h. der Verzicht auf eine haushaltsmäßige Nettokreditaufnahme, bezieht sich zwar nur auf den Kernhaushalt des Bundes. Den geplanten Defiziten bei den auf die Schuldenbremse anzurechnenden Extrahaushalten stehen aber Überschüsse bei den Vorsorgesondervermögen für Pensionslasten gegenüber. Rücklagenauflösungen zur Haushaltsfinanzierung hätten allerdings einen Schuldenanstieg zur Folge – nachdem der Schuldenstand bei Rücklagenbildung (durch Aufschieben von Anschlussfinanzierungen) zunächst gedrückt wurde.

¹⁹ Der Einzelplan des Bundeshaushalts für den Schuldendienst enthält neben den Zinsen noch die üblicherweise ohne größere Schwankungen veranschlagten (aber in den Eckwerten nicht separat ausgewiesenen) Inanspruchnahmen aus Bürgschaften. Bezüglich der Ausgabeauf- oder -abschläge sind im Regelfall nur kleinere Beträge veranschlagt.

haushaltmäßigen Verbuchung empfehlenswert (vgl. dazu die Ausführungen auf S. 46 f.).

Ausgewählte Aspekte zu den Zinsausgaben der Länder und Gemeinden

Insgesamt starke Entlastung von Ländern und Gemeinden durch Zinsrückgang ...

Für die Länder und Gemeinden liegen VGR-Angaben zu den Zinsausgaben jeweils nur für die Aggregate vor. Dabei unterscheidet sich die Entwicklung der Durchschnittsverzinsung im letzten Jahrzehnt (für beide Ebenen zusammengefasst) nur unwesentlich von der des Bundes, und es ist seit dem Vorkrisenjahr 2007 ein Rückgang von 4¼% auf zuletzt gut 2% zu verzeichnen. Die (Maastricht-)Schuldenquote der Länder und Gemeinden stieg dabei zunächst von gut 25% auf gut 30% bis zum Jahr 2012 (auch im Zusammenhang mit der Gründung einer staatlichen Abwicklungsanstalt für die WestLB). Im weiteren Verlauf sank sie bis Ende 2016 dann wieder auf den Vorkrisenstand.

... erleichtert Einhalten der Vorgaben der Schuldenbremse

Im Ergebnis haben auch Länder und Gemeinden erheblich von dem sehr günstigen Zinsniveau profitiert, und die Zinsbelastung ist stark zurückgegangen. Im Vergleich zu einer gegenüber dem Jahr 2007 unveränderten Durchschnittsverzinsung wurden bei den Zinsausgaben fast 17 Mrd € eingespart. Dies entsprach knapp 3½% des gesamten Ausgabenvolumens im Jahr 2016. Die starke Entlastung hat damit die Konsolidierung der Länder- und Gemeindefinanzen erheblich unterstützt.²⁰ So ist etwa auch das Einhalten der Schuldenbremse, die für alle Länder (strukturell) ausgeglichene Haushalte ab dem Jahr 2020 vorsieht, unter diesen Bedingungen deutlich einfacher möglich, als dies noch bei Verabschiedung der Schuldenbremse erwartet wurde.

Länderweise große Unterschiede bei Belastungen durch Schuldendienst, ...

Die gravierenden Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern (im Folgenden jeweils einschl. ihrer Gemeinden) bleiben bei einer Betrachtung der VGR-Daten verdeckt. Gemäß den detaillierteren Ergebnissen der Finanzstatistik waren die Schulden pro Kopf zum Ende des

letzten Jahres in Bremen (35 400 €) mehr als zehnmal so hoch wie in Sachsen oder Bayern (vgl. Tabelle auf S. 65). Im Saarland, dem Flächenland mit der höchsten Pro-Kopf-Verschuldung (18 500 €), fiel das Ergebnis zwar weniger ungünstig aus, lag aber auch noch fast doppelt so hoch wie der bundesweite Durchschnittswert (9 700 €). Mit den besonders umfangreichen Schulden sind deutlich höhere Zinsbelastungen verbunden. Die Spanne der Zinsausgabenanteile an den Gesamtausgaben reichte im vergangenen Jahr bei einem bundesweiten Mittelwert von 3½% von knapp 1½% in Sachsen und Bayern über bereits knapp 5½% in Rheinland-Pfalz und Berlin bis hin zu 8% im Saarland und sogar 11½% in Bremen. Dies entsprach in Bremen Zinsausgaben pro Kopf von gut 1 000 €, während die vergleichbaren Werte für das Saarland und Hamburg etwas unter 500 € lagen. In Sachsen und Bayern blieben die Belastungen pro Kopf unter 100 €.

Die Unterschiede in den Zinsausgaben werden dabei entscheidend von der Schuldenhöhe getrieben, während sich die Finanzierungsbedingungen bei der Kreditaufnahme zwischen den einzelnen Ländern im Ergebnis wohl allenfalls moderat unterscheiden dürften. So gibt es etwa bei den von Ländern emittierten Anleihen nur sehr begrenzte Renditeunterschiede²¹, wobei an den Kapitalmärkten offenbar letztlich von Beistandsverpflichtungen wie bei den im Jahr 1992 vom Bundesverfassungsgericht festgestellten extremen Haushaltsnotlagen in Bremen und im Saarland ausgegangen wird. Auch auf kommunaler Ebene bestehen sowohl innerhalb

... bei nahezu gleichen Finanzierungsbedingungen

²⁰ Bei kaufmännischer (doppischer) Buchführung ist allerdings auch ein ergebniswirksamer Gegeneffekt bei den Pensionsrückstellungen zu berücksichtigen. Bei niedrigen Zinsen wiegen die künftigen Belastungen aus heutiger Sicht deutlich schwerer, sodass eine höhere Vorsorge in Form von Rückstellungen zu bilden ist. Zumindest für die kommunale Ebene, die weitgehend doppisch bucht, sind damit teilweise spürbare Belastungen verbunden (die in den VGR-Ergebnissen allerdings nicht sichtbar werden).

²¹ So betrug etwa zuletzt bei einer Gruppe vergleichbarer Anleihen mit rd. neunjähriger Restlaufzeit und ähnlich hohem Kupon der Renditeunterschied (zwischen Bayern und Nordrhein-Westfalen) ca. ¼ Prozentpunkt. Von einigen Ländern wurden Gemeinschaftsanleihen (mit anteiliger Haftung) aufgelegt („Länder-Jumbos“).

Verzerrende Erfassung von (Dis-)Agien im Bundeshaushalt

Die derzeitige Erfassung der Zinsausgaben im Bundeshaushalt führt dazu, dass diese Haushaltsposition volatil und schwer planbar ist. Bei den emittierten Wertpapieren schlagen sich die regelmäßigen Kuponzahlungen nieder und verteilen sich damit gleichmäßig über die Laufzeit. Entsprechen die Kupons bei der Ausgabe der Anleihen nicht den aktuellen Marktzinsen, kommt es zu entsprechenden Auf- oder Abschlägen auf den Ausgabepreis (sog. Agien und Disagien). Diese werden im Haushalt bei der Ausgabe der Titel in voller Höhe als negative oder positive Zinsausgaben verbucht. Ein Aufschlag entlastet den laufenden Haushalt also faktisch auf Kosten der Budgets der Folgejahre, in denen die ceteris paribus höheren Zinszahlungen (entsprechend den höheren Kupons) zu entrichten sind. Abschläge wirken in die umgekehrte Richtung.

Die Auf- und Abschläge halten sich bei Neuemissionen in Grenzen, wenn diese zu marktnahen Zinskonditionen erfolgen. Der Wunsch nach einer hohen Marktliquidität der einzelnen Schuldtitelserien erfordert aber hohe Umlaufvolumina, die bei Begebung zu einem einzigen Zeitpunkt typischerweise nicht erreicht werden. Haben sich die Markttrenditen bei nachfolgenden Aufstockungen verändert, weicht der Ausgabepreis dieser mit dem gleichen Kupon wie die erste Emission versehenen Anleihen dann trotz ursprünglich marktkonformer Kupons vom Nennwert ab. In der Regel fallen die Abweichungen in einem Umfeld rückläufiger Renditen positiv und bei steigenden Renditen negativ aus. Zudem entstehen Agien regelmäßig in einem Umfeld negativer Zinsen, da keine negativen Kupons vorgesehen sind.

Im letzten Jahr wurden angesichts des Niedrigzinsumfelds beispielsweise Aufschläge im Umfang von insgesamt 6 Mrd € (nach 4 Mrd € bzw. 1½ Mrd € in den Jahren 2014 und 2015) vereinnahmt. Deren Abzug von

den Zinsausgaben trug maßgeblich dazu bei, dass beispielsweise das Haushaltsergebnis für die Zinsbelastung 2016 um fast 6½ Mrd € niedriger als ursprünglich geplant und damit um ein Viertel günstiger ausfiel. Die hohen Agien ergaben sich vor allem deshalb, weil die Rendite von Bundesanleihen mit einer 30-jährigen Laufzeit zeitweise bis auf ½% gesunken war, während bei der Erstaussgabe noch marktnahe Kupons von 2½% festgelegt worden waren. Bei den Aufstockungsemissionen dieser Anleihen wurde in der Spitze ein Ausgabeaufschlag von fast 60% auf den Nennwert gezahlt.

Im Ergebnis führt die aktuelle Verbuchung der Agien und Disagien zu häufig deutlich von den Planungen abweichenden Zinsausgaben im Bundeshaushalt. Das Haushaltsergebnis spiegelt insofern auch nicht die Finanzierungsbedingungen wider. Hierfür wäre eine periodengerechte Verteilung der Auf- und Abschläge auf die Laufzeit der Anleihen erforderlich. Bedenklich ist zudem, dass durch die Vollverbuchung von Agien im Ausgabejahr der Eindruck von Gestaltungsspielräumen entstehen kann, die faktisch nicht vorhanden sind. Letztlich könnten auch gezielt Wertpapiere mit hohen Kupons ausgegeben werden, um über umgehend ergebniswirksam verbuchte Agio-Beträge die Haushaltsvorgaben trotz einer Schiefelage kurzfristig wahren zu können. Bei ökonomischer Betrachtung wäre dies aber einer Kreditaufnahme gleichzusetzen, und die Schuldenbremse könnte damit umgangen werden. Umgekehrt könnte die gegenwärtige Verbuchungsweise bei einer Zinswende das Erreichen der Haushaltsziele im Haushaltsvollzug gefährden, weil die Belastungen aus dem Schuldendienst bei Disagien am aktuellen Rand überzeichnet werden. So könnten bei Aufstockungen gerade bei den längeren Laufzeiten und insbesondere bei 30-jährigen Titeln erhebliche Disagien auflaufen, welche die Zinsausgaben nach oben drücken.

Der Umstieg auf eine periodengerechte Verteilung von Zinslasten wäre auch nicht neu, sondern würde dem Vorgehen bei inflationsindexierten Anleihen entsprechen: Hier erfolgt im Bundeshaushalt jährlich eine nach dem jeweiligen Preisanstieg bemessene ergebniswirksame Vorsorge für die späteren Ausgleichszahlungen bei der Tilgung der inflationsindexierten Schuldtitel. Dadurch wird der Haushalt vor möglichen sprunghaften Belastungen bei der Endfälligkeit von Wertpapieren geschützt, und die Kosten werden den ökonomisch relevanten Perioden zugeordnet.

Für eine Umstellung der Verbuchungspraxis spricht schließlich auch, dass bei der Erfassung der Zinsausgaben in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) die Auf- und Abschläge grundsätzlich auf die Anleihelaufzeit verteilt werden und damit die jeweiligen saldenwirksamen Belastungen den marktgerechten Renditen zum Ausgabezeitpunkt (und nicht unbedingt den Ku-

pons) entsprechen. Die VGR und die dort ermittelten staatlichen Finanzierungssalden liegen den europäischen Fiskalregeln zugrunde. Da die nationalen Regeln nicht zuletzt auch zum Ziel haben, die Einhaltung dieser Vorgaben verlässlich abzusichern, sollten vorhandene Diskrepanzen abgebaut werden.¹⁾ Dies gilt umso mehr, als damit die ökonomische Realität besser abgebildet und die mit steigenden Zinsen verbundenen Risiken beim Haushaltsvollzug entscheidend verringert werden könnten.

¹ Aus diesen Gründen wäre auch eine Umstellung der Verbuchung von Ein- und Auszahlungen aus derivativen Verträgen angebracht. Diese werden im Rahmen der EU-Regeln ähnlich wie Agien und Disagien grundsätzlich als finanzielle Transaktionen von der Saldenberechnung ausgeklammert.

als auch zwischen den Flächenländern große Unterschiede bei der Höhe der Verschuldung.²²⁾ Dennoch müssen selbst hochverschuldete Kommunen (teilweise mit rechnerisch negativem Eigenkapital) aufgrund für den Bedarfsfall erwarteter Beistandsleistungen des jeweiligen Landes wohl allenfalls vergleichsweise begrenzte Zinsaufschläge bei Kassenkrediten bieten.

Insgesamt kam es gerade für die höher verschuldeten Länder und Gemeinden zu großen Entlastungen, und die Konsolidierung wurde erheblich unterstützt. Gemessen an den Gesamtausgaben halbierte sich der Zinsausgabenanteil seit dem Jahr 2007 durchschnittlich von gut 7% auf 3½%. Die stärkste diesbezügliche Entlastung war in Berlin (gut 6½ Prozentpunkte) sowie Sachsen-Anhalt und Hamburg (jeweils etwa 5 Prozentpunkte) zu verzeichnen.

Die Entwicklung der Zinsausgabenanteile zeigt die Entlastung durch gesunkene Zinsen aller-

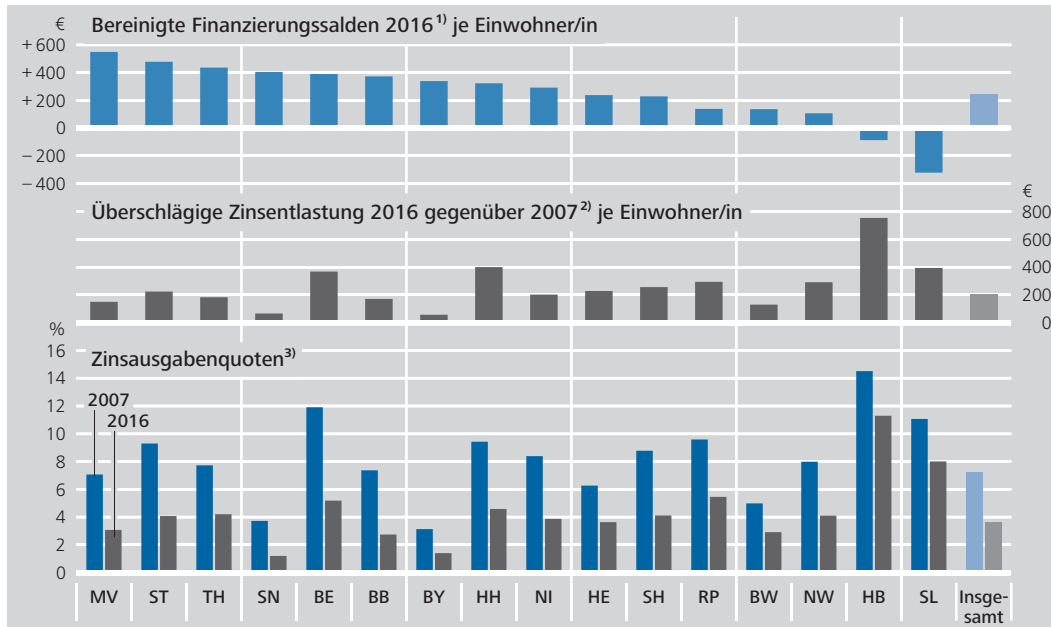
dings nur eingeschränkt auf, weil sie auch durch die unterschiedliche Schulden- und Ausgabendynamik der einzelnen Länder (einschl. Gemeinden) im Zeitverlauf geprägt ist. Eine überschlägige landesbezogene Bruttoentlastung durch gesunkene Zinssätze kann abgegriffen werden, indem der anhand der VGR-Daten einheitlich ermittelte Rückgang der Durchschnittsverzinsung um 2 Prozentpunkte auf die aktuellen Schuldenstände angelegt wird (siehe auch

Schematische Hochrechnungen zur Zinsentlastung

Unterschiedlich starke Entlastungen durch bisherige Zinsentwicklung

²² Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Gemeindefinanzen: Entwicklung und ausgewählte Aspekte, Monatsbericht, Oktober 2016, S. 29–36. Soweit es sich dabei um Kassenkredite handelt, mit denen Haushaltsengpässe ggf. mehrjährig überbrückt werden, sind die damit angelegten Mehrbelastungen besonders hoch verschuldeter Gemeinden derzeit zu einem guten Teil durch das extrem niedrige Zinsniveau verdeckt. In zahlreichen Fällen sind bei solchen Krediten derzeit offenbar sogar negative Zinsen vereinbart.

Haushaltslage und Zinsentlastung der Länder und Gemeinden^{*)}



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.* Länder und Gemeinden zusammengenommen. Kern- und Extrahaushalte. **1** Finanzierungssaldo (gemäß vierteljährlicher Kassenstatistik) bereinigt um finanzielle Transaktionen. **2** Veränderung der rechnerischen einheitlichen Durchschnittsverzinsung (aggregierte VGR-Zinsausgaben von Ländern und Gemeinden des Berichtsjahres in Relation zum Mittelwert der Maastricht-Schuldenstände vom Ende des Berichts- und des jeweiligen Vorjahres) 2016 gegenüber 2007 bezogen auf die länderspezifischen Schuldenstände Ende 2016 (gemäß Finanzstatistik, ohne Konsolidierung der Schulden beim öffentlichen Gesamthaushalt). Gegeneffekte bei den Zinseinnahmen bleiben hier unberücksichtigt. **3** Zinsausgaben in % der Gesamtausgaben (gemäß vierteljährlicher Kassenstatistik).

Deutsche Bundesbank

oben stehendes Schaubild).²³⁾ Für das pro Kopf am höchsten verschuldete Land Bremen ergibt sich demnach gegenüber dem Jahr 2007 eine Entlastungswirkung in Höhe von ½ Mrd € (750 € pro Kopf). Für das Saarland belaufen sich die Einsparungen auf knapp ½ Mrd € (390 € pro Kopf). Bei Nordrhein-Westfalen beträgt die überschlägige Entlastung mehr als 5 Mrd € (290 € pro Kopf). Darüber hinaus wurden neben den weiteren Stadtstaaten auch die anderen hochverschuldeten Länder Rheinland-Pfalz, Schleswig-Holstein, Hessen und Sachsen-Anhalt besonders stark entlastet.

die lange Frist fortzuschreiben und bei der mittel- und längerfristigen Finanzplanung eine Zinswende auszublenzen. Mit Inkrafttreten der Schuldenbremse wird für alle Länder ab dem Jahr 2020 mindestens ein (struktureller) Haushaltsausgleich gefordert. Bei weiterhin weitgehend angeglicherer Finanzkraft und nahezu fehlender Steuerautonomie sind größere Belastungen beim Schuldendienst letztlich durch Einschränkungen beim öffentlichen Leistungsangebot zu kompensieren. Gerade höher verschuldete Länder – und hier vor allem Bremen

Hochverschuldete Länder weiter gefordert

Angesichts der nach wie vor großen Unterschiede in den Schuldenständen fällt auch die Sensitivität der Haushalte auf künftige Zinsänderungen unterschiedlich stark aus. Zwar werden die Länder – wie der Bund – noch von den aktuell sehr günstigen Finanzierungsbedingungen profitieren, und die Durchschnittsverzinsung dürfte zunächst weiter sinken. Es wäre aber verfehlt, das erreichte niedrige Niveau für

23 Die auf Basis der Finanzstatistik ermittelte rechnerische Durchschnittsverzinsung für einzelne Länder ist aufgrund von Abgrenzungsproblemen nur eingeschränkt vergleichbar. Möglicherweise wurden Schulden und Zinszahlungen zwischen Kern- und Extrahaushalten nicht einheitlich konsolidiert. Die hier vorgenommene einheitliche Rechnung auf Basis der VGR unterstellt vereinfachend, dass sich die Refinanzierungskonditionen in gleichem Maße verbessert haben und Differenzen in der Durchschnittsverzinsung vor allem aus Unterschieden im Schuldenmanagement resultieren. Angesichts fehlender detaillierter Informationen zu zahlreichen Verschuldungsinstrumenten und deren Laufzeiten in den einzelnen Ländern müssen diesbezügliche Effekte hier ausgeblendet werden.

und das Saarland – sind besonders gefordert, konsequent einen ambitionierten Haushaltskurs zu fahren, um auch für wieder steigende Zinsen gewappnet zu sein.

Entwicklung der staatlichen Zinsausgaben²⁴⁾ in den Euro-Ländern

Fiskalische Entlastungen durch gesunkene Finanzierungskosten

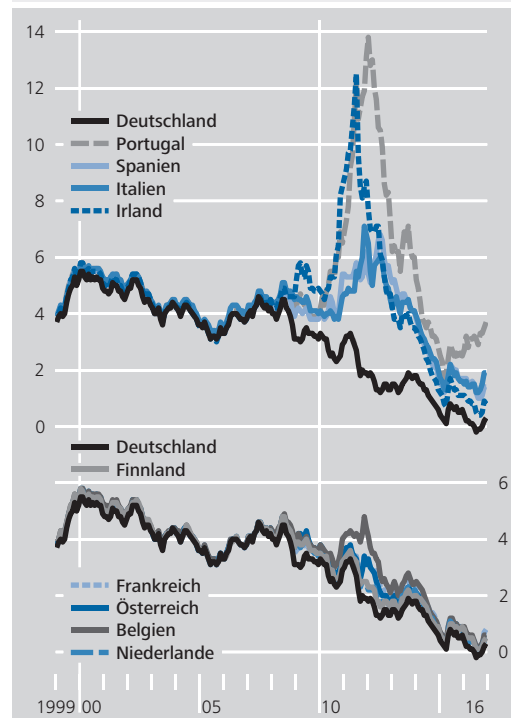
Nach der detaillierteren Betrachtung der Zinsausgaben in Deutschland wird im Folgenden auf die Entwicklung in ausgewählten Ländern des Euroraums eingegangen.²⁵⁾ Auch für die übrigen Länder des Euroraums hat das Niedrigzinsumfeld günstige Finanzierungsbedingungen zur Folge. Trotz steigender Schuldenquoten sind die Zinsausgaben in Relation zum BIP in fast allen Ländern zurückgegangen. In einigen Euro-Staaten sanken die Durchschnittsverzinsung und die Zinsausgabenquoten noch deutlich stärker als in Deutschland. Im Folgenden wird die Entwicklung für die Gründungsmitglieder des Euro-Währungsgebiets von 1999 bis 2016 nachgezeichnet.²⁶⁾

Zinskonvergenz zu Beginn der Währungsunion

Mit Einführung des Euro verstärkte sich die bereits im Vorfeld zu beobachtende Konvergenz der staatlichen Finanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten (vgl. nebenstehendes Schaubild). Teilweise vorhandene Inflations- und Risikoprämien gingen deutlich zurück. So näherten sich etwa die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen sehr weitgehend dem deutschen Niveau an. Auch wenn es um die Jahrtausendwende vorübergehend zu einem allgemeinen Zinsanstieg kam, sank die Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden im Trend weiter (vgl. Schaubild auf S. 50 oben). Im Zuge der Annäherung der Renditen verzeichneten die meisten Euro-Länder – von einem höheren Niveau ausgehend – einen stärkeren Rückgang in der Durchschnittsverzinsung als Deutschland. Da die Schuldenquoten bis zum Jahr 2007 überwiegend sanken oder sich stabilisierten, ging auch die Zinsausgabenquote in fast allen Ländern merklich zurück (vgl. Schaubilder auf den S. 50 unten und 52).

Umlaufrendite für zehnjährige Staatsanleihen

in %, monatlich



Quelle: Bloomberg.
 Deutsche Bundesbank

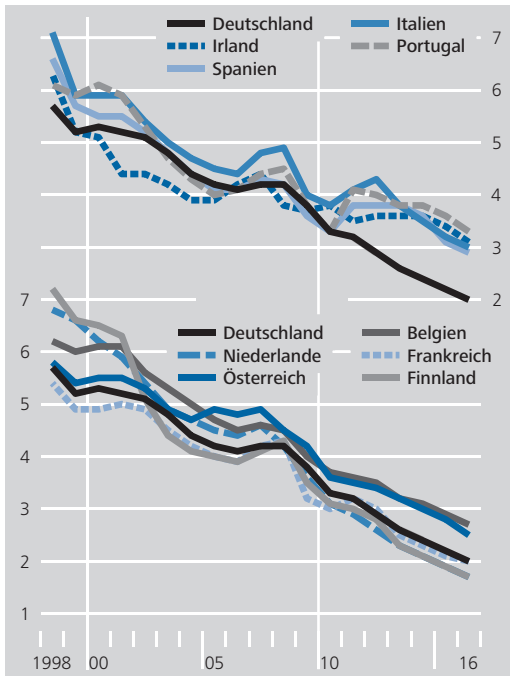
24 Die staatlichen Zinsausgaben werden hier in der gesamtstaatlichen Darstellung gemäß den VGR erläutert. Im Gegensatz zur Betrachtung der Zinsausgaben im vorangegangenen Abschnitt zu Deutschland bleiben die unterstellten Dienstleistungsentgelte im Zusammenhang mit der Kreditvergabe (FISIM) aufgrund teilweise fehlender Daten ausgeblendet.

25 Um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten, werden die nach 1999 eingetretenen Länder im Textteil ausgeblendet: Slowenien (Beitritt: 2007), Malta und Zypern (2008), Slowakei (2009), Estland (2011), Lettland (2014) und Litauen (2015). Aufgrund der über den betrachteten Zeitraum hinweg sehr niedrigen Schuldenquote Luxemburgs und des geringen absoluten Volumens der Schulden wird dieses Gründungsmitglied ebenfalls nicht einbezogen. Griechenland (2001) wird als Land, das noch immer auf Hilfskredite angewiesen ist, gesondert betrachtet (vgl. Ausführungen auf S. 54 ff.). Umfassende Vergleichstabellen mit Angaben zu allen Ländern des Euroraums finden sich im Anhang des Aufsatzes, S. 65 ff.

26 Zur besseren Veranschaulichung der Entwicklungstendenzen wird für die Darstellung in den Schaubildern eine Gruppe mit Ländern gebildet, die von der Finanz- und Schuldenkrise besonders betroffen waren und Unterstützung im Rahmen der fiskalischen und bankenbezogenen Rettungsmaßnahmen oder des SMP-Programms des Eurosystems erhalten haben (Italien, Spanien, Portugal und Irland). In einer anderen Gruppe werden die übrigen Länder (Belgien, Finnland, Frankreich, Niederlande und Österreich) betrachtet.

Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden^{*)}

in %

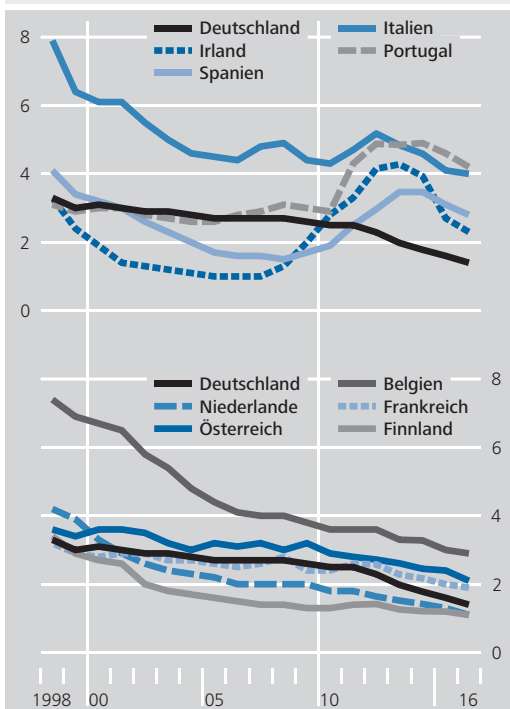


Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen.
 *) Zinsausgaben in Relation zum durchschnittlichen Schuldenstand des Jahres.

Deutsche Bundesbank

Zinsausgaben^{*)}

in % des BIP



Quelle: Europäische Kommission. *) Staatliche Zinsausgaben gemäß VGR (ohne unterstellte Dienstleistungsentgelte im Zusammenhang mit der Kreditvergabe (FISIM)).

Deutsche Bundesbank

Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise kam es wieder zu einer differenzierteren Risikoeinschätzung der einzelnen Euro-Ländern. Damit einhergehend stiegen die Renditen in den von der Krise besonders betroffenen Ländern kräftig an. In Italien, Spanien und Portugal nahm die Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden zwischenzeitlich merklich zu (vgl. auch Tabelle auf S. 67).²⁷⁾ Dabei wurden verstärkt Anleihen am niedriger verzinslichen kurzen Ende der Laufzeitstruktur emittiert, was die Auswirkungen des Renditeanstiegs auf die durchschnittlichen Emissionsrenditen dämpfte. Die seit dem Jahr 2010 aufgelegten Rettungsinstrumente, die sich heute im Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) bündeln, und zusätzlich auch die Programme zum Aufkauf von Staatsanleihen bestimmter Länder durch das Eurosystem (das aktivierte SMP- und das angekündigte OMT-Programm) trugen dazu bei, dass sich im weiteren Verlauf auch diese von der Krise besonders betroffenen Staaten wieder zu deutlich günstigeren Konditionen verschulden konnten. Bei den übrigen Gründungsmitgliedern ging die Durchschnittsverzinsung auch in der Krise weiter zurück, und die Zinsausgabenquoten sanken oder blieben weitgehend stabil.

Divergenzen im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise

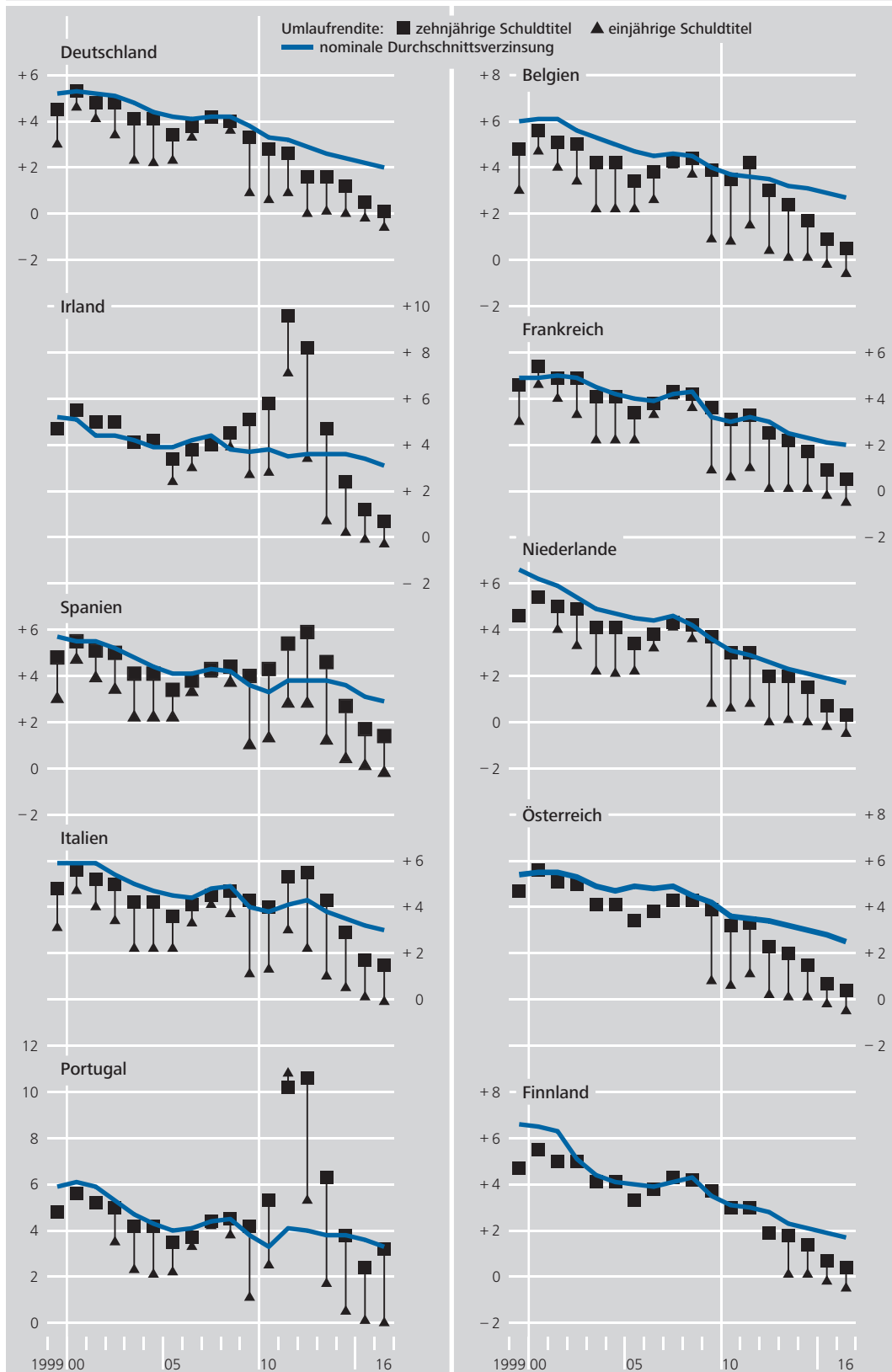
Inzwischen ist die Durchschnittsverzinsung in allen Ländern deutlich niedriger als vor der Krise. Die Finanzierungsbedingungen haben sich wieder erheblich angenähert. Gleichwohl sind insbesondere für die hochverschuldeten Länder Italien, Portugal und Spanien immer noch Risikoaufschläge festzustellen. Dort liegt auch die Durchschnittsverzinsung der Staatsschuld mit rund 3% eher am oberen Ende, während am unteren Rand Deutschland, Finnland, Frankreich und die Niederlande eine Größenordnung von 2% aufweisen. Die Streuung ist damit noch

Aktuell streut Durchschnittsverzinsung wieder weniger stark

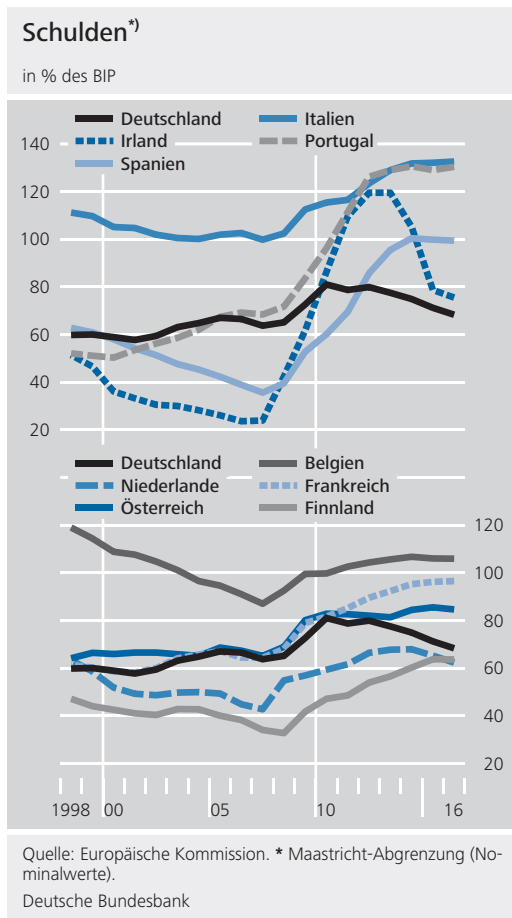
²⁷⁾ In Irland nahm die Durchschnittsverzinsung im Zuge der Krise vergleichsweise wenig zu. Das niedrige Ausgangsniveau der Staatsschulden und die gute finanzpolitische Historie vor der Krise dürften das Vertrauen an den Kapitalmärkten zunächst noch aufrechterhalten haben. Das Hilfsprogramm minderte dann den Zinsdruck bereits ab Ende 2010, und in den Jahren 2011 und 2012 wurden die Zinszahlungen auf staatliche Schuldscheine zur Rekapitalisierung von Banken ausgesetzt („interest holidays“).

Veränderung der Finanzierungskosten^{*)} und Durchschnittsverzinsung

in %



Quellen: Europäische Kommission und Bloomberg. * Zur Bebilderung der Finanzierungskosten: Umlaufrendite ein- und zehnjähriger Staatsanleihen. Angaben zur Umlaufrendite einjähriger Staatsanleihen sind für Irland erst ab 2005, für Portugal ab 2002, für die Niederlande ab 2001, für Österreich ab 2009 und für Finnland ab 2013 verfügbar.



legenden Zinswende oder einer spürbaren Verlängerung der Laufzeitstruktur kommt.

Während in der Krise bei höheren Risikoprämien und Unsicherheiten stärker auf Verschuldungstitel mit relativ kurzer Laufzeit zurückgegriffen wurde, hat sich am aktuellen Rand eine auf längere Zinsbindung zielende Emissionsstrategie etabliert. Damit wird das derzeit historisch niedrige Zinsniveau verankert.²⁸⁾ Die Länder schirmen sich so für die kommenden Jahre besser gegen steigende Finanzierungskosten ab.²⁹⁾

Mittlerweile Trend zur längerfristigen Verschuldung

Die Schuldenquoten nahmen in der Krise zunächst in allen Ländern stark zu (vgl. auch Tabelle auf S. 66). Dieser Anstieg war in Irland, aber auch in Portugal und Spanien besonders deutlich ausgeprägt. In den vergangenen Jahren kam es dann in Deutschland, Irland und den Niederlanden zu einem spürbaren Rückgang, während in den übrigen Ländern verlangsamte Anstiege beziehungsweise Seitwärtsbewegungen zu beobachten waren. Von den betrachteten Ländern wiesen Ende 2016 Italien (133%), Portugal (130%) und Belgien (106%) Schuldenquoten über 100% auf. Die spanischen und

Anstieg der Schuldenquoten im Zuge der Krise

immer größer als im Vorfeld der Krise. Deutschland wies zwar regelmäßig die günstigsten Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt aus. Die Durchschnittsverzinsung war aber in Frankreich, Finnland und den Niederlanden zumeist niedriger, da hier eine andere Schuldenstruktur bestand.

Markttrenditen schlagen sich verzögert in Durchschnittsverzinsung nieder

Da die Durchschnittsverzinsung die Kreditaufnahmebedingungen der Vergangenheit widerspiegelt, schlagen Veränderungen bei den aktuellen Finanzierungskosten nur schrittweise durch (vgl. auch Schaubild auf S. 51). Dies führt derzeit dazu, dass das seit Jahren sehr niedrige Zinsniveau noch immer die Durchschnittsverzinsung senkt. Da die weiterhin zu beobachtenden sehr niedrigen Emissionsrenditen auch am längeren Ende des Laufzeitspektrums in aller Regel noch unterhalb der Verzinsung der fällig werdenden Staatsschuldttitel mit vergleichbarer Ursprungslaufzeit liegen, ist ein weiterer Rückgang der Durchschnittsverzinsung in allen Ländern angelegt, soweit es nicht zu einer grund-

²⁸ Den positiven Effekten eines niedrigen Zinsniveaus für den Schuldner können indes Risiken bei den Gläubigern gegenüberstehen. Sind etwa Banken stark in lang laufenden Staatstiteln investiert (oder anderen lang laufenden Forderungen) und kurzfristiger finanziert, führt ein Zinsanstieg zu einer bilanziellen Belastung. Um zu verhindern, dass diese Risiken auf den Staat ausstrahlen, ist ausreichende Vorsorge bei den Banken wichtig und bedarfsweise die konsequente Umsetzung der Haftung der Investoren – etwa im Rahmen der Abwicklungsregime der Bankenunion. Ein Aufbrechen des Staaten-Banken-Nexus wäre grundsätzlich ein wichtiger Schritt zur Stärkung der Stabilität des Euroraums. Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Ansatzpunkte zur Stärkung des Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion, Monatsbericht, März 2015, S. 15 ff; sowie Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht, 2016, S. 34 ff.

²⁹ Bei den Zinsvereinbarungen ergaben sich ebenfalls Änderungen. So hat sich seit dem Jahr 2013 in Belgien, Deutschland, Irland, den Niederlanden und Finnland der Anteil der variabel verzinsten Schuldtitel (inkl. inflationsindexierte Anleihen), die ähnlich wie kurzfristige Verbindlichkeiten mit volatilen Zinsbelastungen verbunden sind, deutlich reduziert. Der Effekt aus dem Anstieg der durchschnittlichen Anleihe-Restlaufzeiten wird hierdurch verstärkt. Insbesondere in Italien, Spanien und Österreich verschoben sich dagegen die Anteile festverzinslicher leicht zugunsten variabel verzinslicher Schuldtitel.

französischen Staatsschuldenquoten lagen knapp unter 100%.

Im Trend sinkende Zinsausgabenquoten im Nachgang der Krise

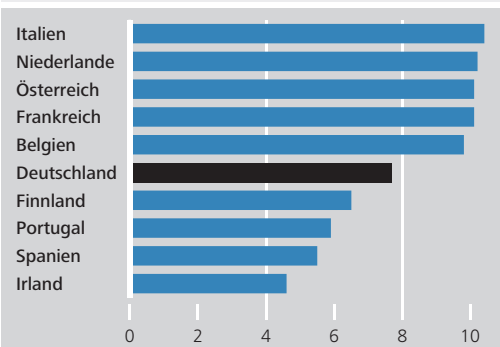
Im Verhältnis zum BIP sanken die Zinsausgaben in den meisten Ländern trendmäßig, wenn auch zuletzt teils deutlich langsamer als in den ersten Jahren der Währungsunion (vgl. Tabelle auf S. 66). Lediglich in Irland, Portugal und Spanien kam es angesichts sehr stark gestiegener Schuldenquoten zu Zinsmehrbelastungen, auch wenn hier mittlerweile wieder ein Rückgang eingesetzt hat. In Italien wurde der fallende Trend nach Ausbruch der Krise für einige Jahre unterbrochen, seit dem Jahr 2014 sinkt die Zinsausgabenquote aber auch hier wieder. Zuletzt reichte die Spannbreite der Zinsausgabenquote von rund 1% in Finnland und den Niederlanden bis etwa 4% in Portugal.

Gegenüber dem Jahr 2007 deutliche Haushaltsentlastungen durch gesunkene Finanzierungskosten

Die rückläufige Durchschnittsverzinsung hat maßgeblich dazu beigetragen, dass die Zinsausgabenquoten trotz stark gestiegener Schuldenquoten in den meisten Ländern auf dem tiefsten Stand seit Beginn der Währungsunion liegen. Wäre die Durchschnittsverzinsung im Vergleich zum Vorkrisenjahr 2007 unverändert geblieben, wären die Zinsausgaben gegenwärtig deutlich höher ausgefallen (vgl. nebenstehendes Schaubild). Dabei hängen diese Zinsersparnisse neben dem Rückgang der Durchschnittsverzinsung insbesondere von der Höhe der Staatsschulden ab. So ergeben sich für Italien die größten Ersparnisse, die sich allein für das Jahr 2016 auf 2½% des BIP und kumuliert für die Jahre 2008 bis 2016 auf 10½% des BIP belaufen. Ähnlich hohe Entlastungen ergeben sich für die Niederlande, Österreich, Frankreich und Belgien, die niedrigere Schulden, aber einen stärkeren Rückgang des Durchschnittszinses aufweisen. Deutschland verbucht im Vergleich dazu mit 7½% geringere kumulierte Einsparungen und liegt damit in der Mitte der betrachteten Länder. Aber auch bei den Ländern, die in der Krise auf Finanzhilfen angewiesen waren, liegen gegenüber dem Zinsniveau vor der Krise spürbare Einsparungen vor.³⁰⁾

Kumulierte Zinsausgabenersparnis*) von 2008 bis 2016

in % des BIP 2016



Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen.
 * Ermittelt als Differenz der tatsächlichen Zinsausgaben 2016 zu denjenigen, die sich bei einer Durchschnittsverzinsung entsprechend dem Jahr 2007 ergeben hätten.

Deutsche Bundesbank

Niedrigere Zinsen entlasten unter sonst gleichen Bedingungen die laufenden Staatshaushalte. Sie führen für sich genommen zu sinkenden Defiziten und machen gegebene Schuldenstände eher tragbar. Allerdings kann Letzteres durch eine gleichzeitig nachlassende Wachstumsdynamik konterkariert werden.³¹⁾ Die Entwicklung der Staatsschuldenquote hängt neben dem Primärsaldo (d. h. dem Finanzierungssaldo ohne Berücksichtigung der Zinsausgaben) von der Durchschnittsverzinsung und dem (nominalen) Wachstum ab, wobei das Zins-Wachstums-

Verhältnis von Zinsen und Wirtschaftswachstum

³⁰ Ende 2015 belief sich der durchschnittliche Zinssatz für ESM-Darlehen an Spanien auf 0,9%. Für Portugal liegt der durchschnittliche Zinssatz für die ausstehenden EFSM-, IWF- und EFSF-Kredite bei 2,6%. Eine Rückzahlung der IWF-Kredite (Zinssatz 4,6%) ist geplant, da sich Portugal inzwischen günstiger am Kapitalmarkt verschulden kann. Irland konnte aus der Refinanzierung eines Großteils seiner IWF-Kredite in den Jahren 2014/2015 durch niedrig verzinsten Staatsanleihen die Durchschnittsverzinsung senken. Die Zinsbelastung des irischen Staates fällt per saldo insofern niedriger aus als ausgewiesen, als im Zuge der 2013 erfolgten Bankenstützung umfangreiche Staatsanleihen in den Besitz der irischen Notenbank kamen. Die Nettozinsserträge der irischen Notenbank fallen damit höher aus, da den diesbezüglichen Zinserträgen deutlich niedrigere Aufwendungen für die Passiva gegenüberstehen. Über entsprechend höhere Gewinnausschüttungen fließen diese Erträge letztlich im Zeitverlauf wieder an den irischen Staat zurück.

³¹ Soweit die niedrigeren Kapitalmarktzinsen eine Verschlechterung der Wachstumsperspektiven widerspiegeln, ist durch die nachlaufende Entwicklung der Durchschnittsverzinsung sogar eine (vorübergehende) Belastung zu diagnostizieren. Das Wachstum des BIP und der Steuereinnahmen lässt dann schneller nach als das der Zinszahlungen, wodurch die Spielräume für andere Ausgaben sinken.

Griechenland: Zinsausgaben durch Hilfsprogramme stark reduziert

Griechenland war im Jahr 2001 mit einer hohen Schuldenquote von über 100% in den Euroraum aufgenommen worden. Die Zinsausgaben betragen fast 6½% des Bruttoinlandsprodukts (BIP), und die Durchschnittsverzinsung lag etwa auf gleicher Höhe. Im weiteren Verlauf waren die Finanzierungsbedingungen zunächst kaum ungünstiger als die der übrigen Euro-Länder. Die Durchschnittsverzinsung und die Zinsausgabenquote sanken daher sukzessive auf 4½%.

In der Finanzkrise führten unter anderem ein starker Anstieg des Defizits und der Schulden sowie das Bekanntwerden falscher statistischer Meldungen zu einem Vertrauensverlust in die griechischen Staatsfinanzen. Eine marktmäßige Finanzierung schien nicht mehr möglich. Daraufhin wurden Hilfsprogramme beschlossen. Seit dem Frühjahr 2010 wird der griechische Staat maßgeblich durch Hilfskredite finanziert, für die vor allem die übrigen Euro-Länder und zum kleineren Teil auch die anderen Mitglieder des Internationalen Währungsfonds (IWF) haften. Die Konditionen der Hilfskredite sind insgesamt außerordentlich vorteilhaft.¹⁾ Zudem kam es im Jahr 2012 zu einer Restrukturierung privater Forderungen, einschließlich einer Erleichterung bei den Zinskonditionen und einer Verlängerung der Laufzeiten. So konnte der 2008 einsetzende sprunghafte Anstieg der Zinsausgabenquote auf über 7% im Jahr 2011 umgekehrt werden.²⁾ Trotz des drastischen Anstiegs der Schuldenquote von gut 100% im Jahr 2007 auf 180% im Jahr 2014 sank die Zinsausgabenquote bereits 2013 wieder unter das Vorkrisenniveau und lag im vergangenen Jahr bei gut 3%. Die Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden ging von über 4% vor 2010 auf zuletzt unter 2% zurück. Die Zinsbelastung Griechenlands im Verhältnis zum BIP lag damit seit dem Jahr 2013 deutlich unter dem Niveau der besonders hoch verschuldeten Länder Italien und Portugal. Läge die Durchschnittsverzinsung der griechischen Staatsschuld auf dem Vorkrisenniveau von 2007, hätten allein 2016

fast 5% des BIP zusätzlich für den Schuldendienst aufgewendet werden müssen, und über die Jahre 2008 bis 2016 wäre insgesamt eine um 37 Mrd € (rd. 21½% des BIP) höhere Belastung entstanden.³⁾ Die Hilfsprogramme erleichtern die Schuldenlast substanziell, und die Entlastung stellt sich noch umfangreicher dar, wenn alternative Marktkonditionen zugrunde gelegt werden.⁴⁾

Die künftige Zinsbelastung Griechenlands ist abhängig vom Abbau der Schuldenquote und von den Finanzierungsbedingungen. Da die Konditionen der Hilfskredite zumeist recht langfristig auf dem sehr niedrigen Niveau festgeschrieben sind, ist Griechenland diesbezüglich zum guten Teil noch für viele Jahre von etwaigen ungünstigen Marktkonditionen und Risikoprämien abgeschirmt. Um die Last bei der vor allem in den späteren Jahren wieder zunehmenden Finanzierung am Kapitalmarkt möglichst gering zu halten, müssen die künftigen Investoren davon überzeugt sein, dass sich die griechischen Staatsfinanzen auf einem

1 Die Konditionen (Zinsen und Laufzeit) der Hilfskredite wurden im Verlauf wiederholt gelockert, sind aber nicht für jede einzelne Tranche veröffentlicht. Nach Angaben des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) lag der durchschnittliche Zins der ESM-Kredite für Griechenland Ende 2015 bei 0,7%. Die Finanzierungsbedingungen der IWF-Hilfen sind demgegenüber spürbar ungünstiger.

2 Betrachtet werden hier die Zinsausgabenquoten in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Es wird damit vernachlässigt, dass die kassenmäßige Zahllast aufgrund umfangreicher Zinsstundungen vorübergehend geringer ist.

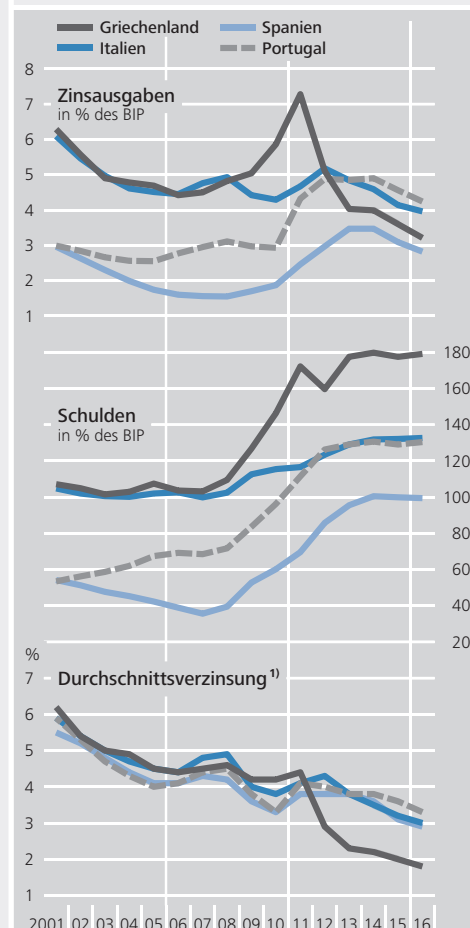
3 Siehe S. 53 zu den Berechnungsmethoden.

4 Gemäß Berechnungen des ESM ergaben sich allein durch dessen Kredite im Jahr 2016 Einsparungen in Höhe von 5,6% des BIP (9,9 Mrd €). Vgl.: ESM, Annual Report 2016, S. 48 f. In diesen Berechnungen wird der Zins für die ESM-Kredite und die Kredite der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität mit der Marktrendite griechischer Staatsanleihen verglichen, allerdings nur sofern letztere unter einer gewählten Obergrenze von 6,4% lag, ansonsten wird die Entlastung auf Basis der Differenz zu dieser Obergrenze berechnet. Die so ermittelte Zinsersparnis ist bei dieser Betrachtungsweise größer, als wenn die Durchschnittsrendite von 2007 als Referenz herangezogen wird, obwohl nur Verbindlichkeiten gegenüber dem ESM und nicht der gesamte Schuldenstand berücksichtigt werden.

soliden Kurs befinden. Aktuelle Tragfähigkeitsberechnungen der Europäischen Kommission gehen im Basisszenario davon aus, dass sich die durchschnittliche Emissionsrendite nach Programmende auf rund 5% belaufen und bis zum Jahr 2060 auf unter 4½% fallen wird.⁵⁾ Die Zinsausgabenquote dürfte vor diesem Hintergrund sukzessive in den kommenden Jahren bis auf gut 4½% des BIP ansteigen und in der Folge bis zum Jahr 2060 eine Größenordnung von 4% erreichen; sie entspräche dann etwa der zuletzt gemeldeten Zinsausgabenquote Portugals. Kehrt das Vertrauen der Marktteilnehmer schneller und deutlicher zurück, dämpft dies die Zinsausgabenquote und wirkt in Verbindung mit einer sinkenden Schuldenquote stärker entlastend. Je höher der jährliche Primärüberschuss Griechenlands (Finanzierungssaldo ohne Zinszahlungen) ausfällt, umso zügiger sinkt die Schuldenquote (bei gegebenem nominalem BIP-Wachstum und Zinskonditionen). Gleiches gilt für ein höheres Wachstum, etwa infolge erfolgreicher Strukturereformen. Umgekehrt würden niedrigere Primärüberschüsse oder ungünstigere Wachstumsraten die Schuldenquote belasten.

Die Anforderungen bezüglich des Primärüberschusses wurden im Zusammenhang mit der im Juli beendeten Programmüberprüfung neu abgesteckt. So soll Griechenland bis 2022 einen Primärüberschuss von mindestens 3,5% des BIP aufweisen. Laut Stellungnahme der Eurogruppe vom Juni 2017 sollen danach die europäischen Fiskalregeln eingehalten werden. Nach Angaben der Europäischen Kommission erfordert dies ab dem Jahr 2023 einen Primärüberschuss von rund 2% des BIP. Um dann regelkonform einen strukturell (annähernd) ausgeglichenen Haushalt zu erreichen, dürften die Zinsausgaben damit 2% des BIP kaum übersteigen. Dies scheint bei den derzeitigen Bedingungen kaum erreichbar, und im Basisszenario der Europäischen Kommission dürfte mit höheren Zinsausgaben gerechnet werden. Es ist daher nicht auszuschließen, dass für Griechenland ein weniger ambitioniertes Haushaltsziel als für andere Länder als ausreichend erachtet wird. Die Anforderungen für das Land mit der höchsten Schuldenquote in der EU unter jene des Stabilitäts- und

Kennziffern zur Zinsbelastung in ausgewählten Ländern des Euroraums



Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen.
¹ Zinsausgaben in Relation zum Schuldenstand.
 Deutsche Bundesbank

Wachstumspakts abzusenken, dürfte allerdings kaum dazu beitragen, Vertrauen in solide Staatsfinanzen zu schaffen, und das fiskalische Regelwerk würde weiter geschwächt.

Hilfsprogramme sollten so ausgerichtet sein, dass staatliche Haushalte stabil aufgestellt und mit Strukturereformen Voraussetzungen für ein

⁵ In diesen Annahmen spiegeln sich Erwartungen über einen Anstieg des risikofreien Zinses und eine Abnahme des Risikoaufschlags. Gemäß Berechnungen der Kommission beträgt die Schuldenquote im Jahr 2020 rd. 160% und sinkt bis 2060 auf etwa 90%. Vgl.: Europäische Kommission, Compliance Report, The Third Economic Adjustment Programme for Greece, Second Review, Juni 2017. Der IWF hat offenbar einen insgesamt ungünstigeren Ausblick auf die Entwicklung in Griechenland.

nachhaltig solides Wirtschaftswachstum geschaffen werden. Bei glaubwürdiger Umsetzung der Programmconditionalitäten und einem strukturell annähernd ausgeglichenen Haushalt sollte auch mit höheren Schuldenständen Vertrauen an den Kapitalmärkten zurückgewonnen werden können. Gelingt dagegen der Reformprozess nicht oder sind die Programmvereinbarungen unglaubwürdig, liefe unter Umständen selbst ein – wie etwa vom IWF zur Voraussetzung für sein weiteres finanzielles Engagement erklärter – weiterer Schuldenschnitt ins Leere. Im Hinblick auf die fiskalischen Ziele ist es bedenklich, wenn für Griechenland ein längerfristig deutlicher Primärüberschuss als nicht möglich erachtet wird. Auch in anderen Ländern des Euroraums machen die noch immer hohen Schuldenquoten merkliche Primärüberschüsse erforderlich, um die mittelfristigen Haushaltsziele der Fiskalregeln zu erreichen, die hohen Schuldenstände zügig abzubauen und so auch hinreichend Spielräume für etwaige künftige Belastungen zu schaffen. Die derzeitigen Zinsausgabenquoten Portugals und Italiens liegen bei rund 4%, sodass auch dort entsprechend hohe strukturelle Primärüberschüsse notwendig sind,⁶⁾ um strukturell ausgeglichene Haushalte zu erreichen. Einige Länder haben solche und sogar deutlich ambitioniertere Positionen erreicht und über längere Zeiträume gehalten.⁷⁾ Griechenland könnte, hielte es einen Primärüberschuss von rund 4% über 2022 hinaus bei, gemäß den Annahmen im Basisszenario der Europäischen Kommission ohne weiteren Schuldenerlass einen zumindest annähernd ausgeglichenen Haushalt und eine kontinuierliche und spürbare Rückführung der Schuldenquote erreichen.

In der Eurogruppe wird allerdings offenbar für Griechenland ein Primärüberschuss von 3,5% des BIP für mehr als fünf Jahre als zu ambitioniert angesehen – anders als noch im Juni 2016, als dieser Wert noch bis 2028 eingehalten werden sollte. Die Eurogruppe erneuerte am 15. Juni 2017 ihre Absicht zu prüfen, ob nach Ende des laufenden Programms im Jahr 2018 weitere Schulden erleichternde Maßnahmen ergriffen werden sollen. Es wurde etwa in Aussicht gestellt, dass die Fälligkeit der letzt-

lich von den Euro-Ländern gewährten ausstehenden Kredite nochmals aufzuschieben und Zahlungen für Zins und Tilgung der EFSF-Kredite nochmals zu stunden wären. Diese Maßnahmen kommen gemäß der Absichtserklärung dann infrage, wenn Griechenland das laufende Programm vollständig umsetzt und die Tragfähigkeit, gemessen an Grenzwerten für die Brutto-Finanzierungsquote⁸⁾, dennoch nicht gesichert ist. Mit den vorgeschlagenen Maßnahmen soll offenbar ein formaler Schuldenerlass vermieden werden. Insgesamt ist bei der weiteren Vorgehensweise zu beachten, dass die Glaubwürdigkeit künftiger Programmvereinbarungen nicht ausgehöhlt wird. Dies wäre zu befürchten, wenn Programmvereinbarungen nicht bindend erscheinen und der Eindruck entsteht, sie würden im weiteren Verlauf aufgeweicht werden, wenn der politische Wille zur Umsetzung verloren geht. Auch droht das europäische fiskalische Rahmenwerk weiter zu erodieren, wenn zunehmend länderspezifische Ausnahmen zugelassen werden. Die Regeln verlieren so ihre Funktion als Vertrauensanker in solide Staatsfinanzen, die auch helfen, die Risikoprämien zu begrenzen.

6 Die Zinsausgaben könnten zwar zunächst noch sinken, aber perspektivisch sollten auch wieder steigende Zinsen verkraftbar sein.

7 So hat Belgien seit den 1990er Jahren bis zu Beginn der Krise fast durchgängig einen Primärüberschuss von meist weit über 4% des BIP erreicht. Ebenso lag in Finnland und auch in Dänemark der Primärüberschuss in mehr als zehn Jahren zum Teil erheblich darüber. In Italien und Irland konnte seit 1995 immerhin jeweils in fünf Jahren ein Primärüberschuss von 4% oder mehr erreicht werden.

8 Die Brutto-Finanzierungsquote setzt sich aus der jährlichen Nettoneuverschuldung und den zu überrollenden Schulden zusammen (jeweils in Relation zum BIP). Die Eurogruppe hat sich für Griechenland auf einen Wert von maximal zunächst 15% und später 20% als Maß für die Tragfähigkeit verständigt. Im Basisszenario zur Tragfähigkeitsanalyse der Europäischen Kommission (ohne zusätzlichen Schuldenerlass, mit einem langfristigen Primärüberschuss von rd. 2% des BIP) steigt die Brutto-Finanzierungsquote nach dem Jahr 2045 etwas über den Grenzwert, korrespondierend mit einer bis 2060 auf etwa 90% sinkenden Schuldenquote.

Differenzial die beiden zuletzt genannten Faktoren zusammenfasst.³²⁾

Im Euroraum insgesamt rückläufige Trend-Wachstumsraten

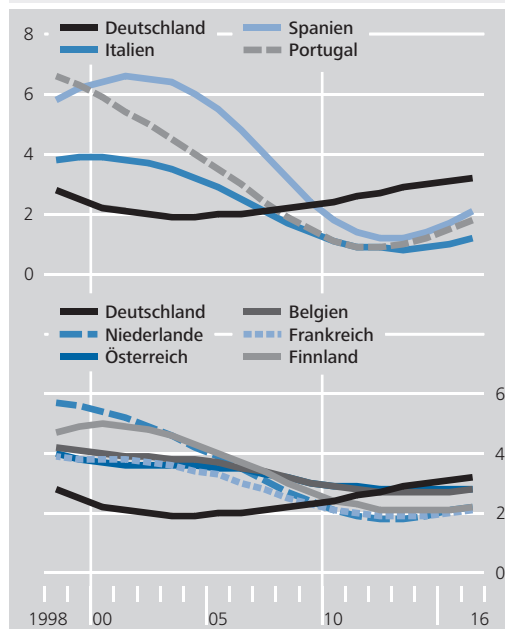
Im Euroraum insgesamt sind im Zeitverlauf nicht nur die Zinsen, sondern auch die Trend-Wachstumsraten gesunken. So sind seit zwei Jahrzehnten zumeist spürbar rückläufige reale Wachstumstrends zu verzeichnen, und auch der Preisauftrieb fiel im Zuge der Krise niedriger aus. Deutschland stellt dabei insofern einen Sonderfall dar, als die Trend-Wachstumsraten des nominalen BIP bereits vor der Krise eher niedrig waren und dann im weiteren Verlauf nicht zurückgingen (vgl. nebenstehendes Schaubild). Während Deutschland unter den betrachteten Ländern zu Beginn der Währungsunion das schwächste nominale Trend-Wachstum aufwies, lag dies im vergangenen Jahr relativ hoch. In den übrigen Staaten – und insbesondere in den von der Krise besonders betroffenen – waren teils ausgeprägte Rückgänge zu beobachten. Nach einem starken Absinken durch die Krise setzte dort zuletzt aber wieder eine Erholung ein.

Stärkere Schwankungen des Zins-Wachstums-Differenzials in den von der Krise besonders betroffenen Ländern

Insgesamt gesehen relativiert sich vor diesem Hintergrund die Entspannung bei den Staatsfinanzen durch die gedämpften Zinsausgaben (vgl. Schaubild auf S. 58 oben). So kam es im Zuge der Krise in fast allen Ländern zunächst zu einer Verschlechterung der Zins-Wachstums-Differenziale aufgrund sinkender Trend-Wachstumsraten und in den von der Krise besonders betroffenen Ländern vorübergehend auch aufgrund steigender Durchschnittszinsen. Zuletzt verbesserte sich aus Sicht des Staates das Zins-Wachstums-Differenzial dann aber in allen Ländern durch eine Kombination aus sinkenden Zinsen und stabilen oder steigenden Trend-Wachstumsraten. In Deutschland sank das Zins-Wachstums-Differenzial seit dem Jahr 2007 stärker als in den meisten anderen Ländern. Insgesamt gesehen haben über den gesamten Beobachtungszeitraum die sinkenden Zinsausgaben für sich genommen die staatlichen Haushalte erheblich entlastet und erleichtern insofern auch das Einhalten der am Defizit ausgerichteten Haushaltsregeln. Die niedrigeren Trend-

Nominales Trend-BIP^{*)}

Veränderung gegenüber Vorperiode in %



Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen.
 *) Trend des realen BIP und Trend des BIP-Deflators berücksichtigt (jeweils HP-Filter, Glättungsparameter Lambda = 100). Aufgrund des starken Anstiegs des irischen nominalen BIP im Jahr 2015 (rd. 32%) wurde auf eine grafische Darstellung der Werte für Irland verzichtet (siehe für diesbezügliche Angaben die statistische Übersicht im Anhang des Aufsatzes).
 Deutsche Bundesbank

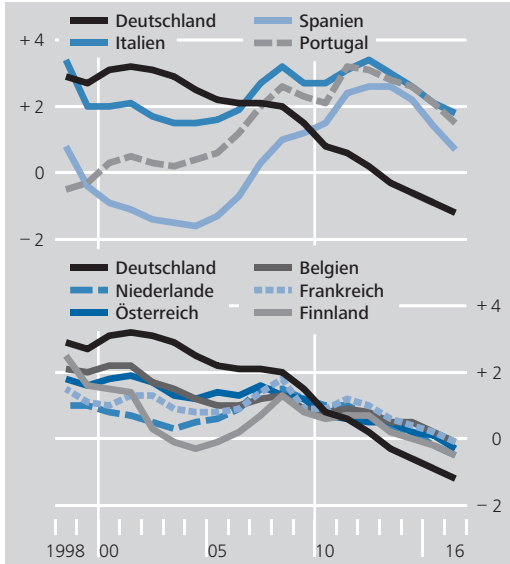
Wachstumsraten begrenzen aber in den meisten Ländern die Ausgabenspielräume. Die positiven Wirkungen auf die Schuldendynamik werden dadurch zu einem guten Teil beziehungsweise in den von der Krise besonders betroffenen Ländern sogar mehr als aufgewogen.

Neben dem Zins-Wachstums-Differenzial hängt die Entwicklung der Schuldendynamik eines

³² Das Zins-Wachstums-Differenzial wird im weiteren Verlauf als Differenz zwischen der (nominalen) Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden und dem Trend des nominalen BIP-Wachstums betrachtet. Mit dem Rückgriff auf den Trend soll durch Schwankungen des realen BIP oder der Preiskomponente hindurchgeschaut werden. Grundsätzlich erfordert ein positives Zins-Wachstums-Differenzial einen positiven Primärsaldo, um einen Anstieg der Schuldenquote zu verhindern. Der Primärsaldo muss umso höher ausfallen, je größer die Schuldenquote und das Zins-Wachstums-Differenzial sind. Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Zur Verschuldung und Zinsbelastung des Staates in Deutschland, Monatsbericht, April 2010, S. 18 f.

Zins-Wachstums-Differenziale *)

%-Punkte

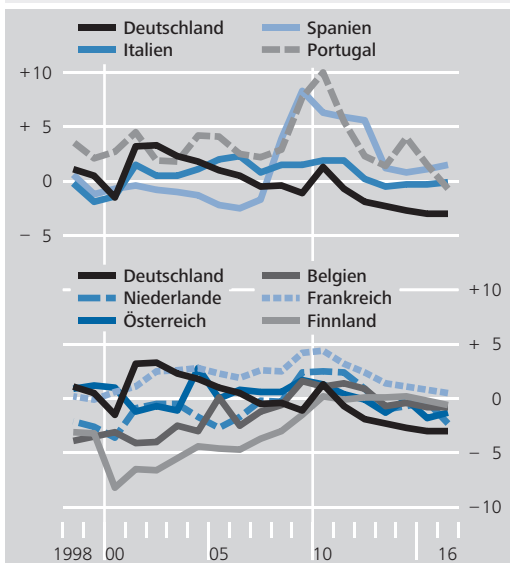


Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen.
 *) Hier als Differenz von nominaler Durchschnittsverzinsung der Staatsschuld und der Trend-Wachstumsrate des nominalen BIP definiert. Bei letzterer wird sowohl der Trend des realen BIP als auch der Trend der Preiskomponente berücksichtigt (jeweils HP-Filter, Glättungsparameter Lambda=100). Aufgrund des starken Anstiegs des irischen nominalen BIP im Jahr 2015 (rd. 32%) wurde auf eine grafische Darstellung der Werte für Irland verzichtet (siehe für diesbezügliche Angaben die statistische Übersicht im Anhang des Aufsatzes).

Deutsche Bundesbank

Differenz zwischen Schuldenquoten stabilisierenden und realisierten konjunkturbereinigten Primärsalden *)

in %



Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen.
 *) Negative Werte: realisierter konjunkturbereinigter Primärsaldo führt ceteris paribus zu sinkender Schuldenquote. Aufgrund des starken Anstiegs des irischen nominalen BIP im Jahr 2015 (rd. 32%) wurde auf eine grafische Darstellung der Werte für Irland verzichtet (siehe für diesbezügliche Angaben die statistische Übersicht im Anhang des Aufsatzes).

Deutsche Bundesbank

Landes vom Primärsaldo ab.³³⁾ Vor Ausbruch der Finanzkrise ermöglichten in den meisten Ländern die um konjunkturelle Effekte bereinigten Primärsalden³⁴⁾ in Kombination mit dem jeweiligen Zins-Wachstums-Differenzial eine Senkung der Schuldenquote. Während der Krise verschlechterten sich die Relationen aber, und die Schuldenquoten wuchsen deutlich (vgl. nebenstehendes Schaubild).³⁵⁾ In den vergangenen Jahren verbesserten sich in den meisten Ländern sowohl die Primärsalden als auch das Zins-Wachstums-Differenzial wieder. So erreichten im Jahr 2016 mit Ausnahme von Frankreich, Italien und Spanien alle Länder Konstellationen, die für sich genommen eine (allerdings unterschiedlich stark ausgeprägte) Rückführung ihrer Schuldenquoten bewirken.

Zuletzt verbesserte strukturelle Primärsalden

Um dauerhaft die Schuldentragfähigkeit zu sichern, sehen die europäischen Fiskalregeln die Rückführung der Schuldenquoten vor. Dabei würde vor allem mit Einhaltung der Zielvorgabe eines strukturell zumindest annähernd ausgeglichenen Haushalts eine relativ zügige Senkung der Schuldenquote erreicht werden.³⁶⁾ Zwar könnten sich in der näheren Zukunft noch weitere Rückgänge der Durchschnittszinsen ergeben, wenn noch immer relativ hoch verzinsliche Anleihen und Kredite günstiger refinanziert werden. Allerdings ist perspektivisch wieder mit

Staaten mit niedrigen Schulden besser auf Zinsanstieg und absehbare demografische Herausforderungen vorbereitet

33 Von den Auswirkungen saldenneutral verbuchter finanzieller Transaktionen wird im Folgenden abstrahiert. Erwirbt ein Staat werthaltiges Finanzvermögen (und grundsätzlich ist nur dann eine defizitneutrale Verbuchung in den VGR angezeigt), entsteht prinzipiell auch keine ungedeckte Zusatzbelastung.

34 Da die Europäische Kommission für die Jahre vor 2010 keine Angaben für den strukturellen, d. h. um konjunkturelle und temporäre Effekte bereinigten Primärsaldo veröffentlicht, wird an dieser Stelle auf den konjunkturbereinigten Primärsaldo abgestellt.

35 Hier kamen noch teilweise umfangreiche Maßnahmen zur Stützung der Kreditinstitute hinzu, die sich im Schuldenstand, aber (als finanzielle Transaktionen) nicht im Finanzierungssaldo niedergeschlagen haben.

36 Das mittelfristige Haushaltsziel soll Sicherheitsabstände zur vereinbarten Defizitobergrenze von 3% des BIP unterstützen („minimum benchmark“) und durch einen Abbau hoher Staatsschulden tragfähige Staatsfinanzen gewährleisten. Hierzu wird der Zielwert alle drei Jahre unter Berücksichtigung der alterungsbedingten Belastungen der öffentlichen Haushalte festgelegt. Vgl.: Europäische Kommission, Vade Mecum on the Stability and Growth Pact, 2017 Edition, Institutional Paper 52, März 2017.

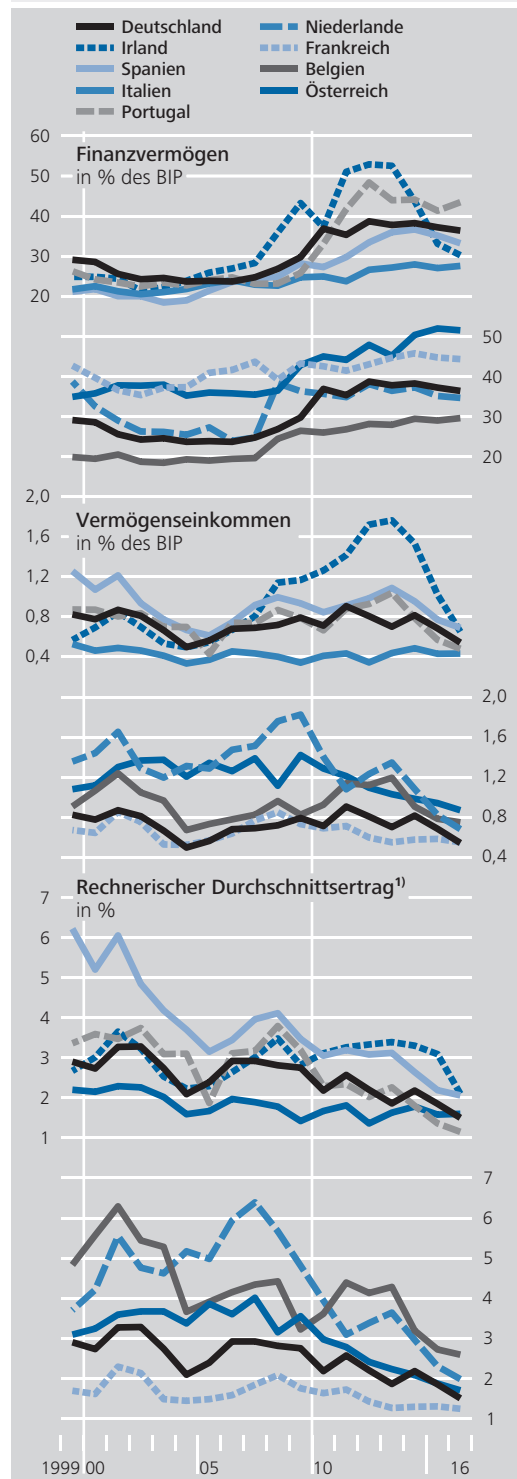
einem Anstieg zu rechnen. Vor diesem Hintergrund erschiene es finanzpolitisch riskant, etwa auf ein auch längerfristig negatives Zins-Wachstums-Differenzial zu setzen. Sollte sich der Trend einer rückläufigen Durchschnittsverzinsung drehen, werden die Zinsbelastungen wieder zunehmen, was bei höherem Schuldenstand umso stärker ins Gewicht fällt. Auch die langfristigen Herausforderungen für die Staatsfinanzen durch die demografischen Entwicklungen können besser bewältigt werden, wenn die Haushalte zügig strukturell ausgeglichen werden. So erleichtern es die damit verbundenen sinkenden Schuldenquoten und Zinslasten, die absehbaren alterungsbedingten Mehrausgaben zu decken.³⁷⁾

Zinsreagible Einnahmen zumeist deutlich kleiner als Zinsausgaben

Da Zinsänderungen nicht nur die staatlichen Zinsausgaben betreffen, sondern sich auch auf der Einnahmenseite niederschlagen, sind grundsätzlich ergänzend die zinsreagiblen Vermögenserträge und darunter ebenfalls die ausgeschütteten Notenbankgewinne mit ins Bild zu nehmen. Für die Mitgliedstaaten des Euroraums lagen die staatlichen Vermögenserträge in Relation zu den staatlichen Zinsausgaben über den Zeitraum von 2007 bis 2016 bei knapp 30% (zuletzt 28%). Dabei ist die rechnerische Durchschnittsrendite des staatlichen Finanzvermögens im Vergleich zum Durchschnittszins der Staatsschulden im Niveau geringer, was wohl darauf zurückzuführen ist, dass hier die Absicht der Einnahmenerzielung nicht im Vordergrund steht oder – etwa im Rahmen von Abwicklungseinheiten – weniger ertragreiche Aktiva vorhanden sind. Die rechnerische Durchschnittsverzinsung ist im Zeitverlauf ebenfalls zurückgegangen

37 Zu den langfristigen, insbesondere demografiebedingten Tragfähigkeitslücken vgl.: Europäische Kommission, Fiscal Sustainability Report, 2015, European Economy, Institutional Paper 018, Januar 2016. Sensitivitätsanalysen im Vergleich zum als plausibel eingestuften Langfristszenario für Deutschland legen dabei nahe, dass höhere Potenzialwachstumsraten infolge eines stärkeren Produktivitätswachstums oder niedrigere Zinssätze an der derzeitigen deutschen Tragfähigkeitslücke wenig ändern. Vgl.: M. Werdning, Modellrechnungen für den vierten Tragfähigkeitsbericht des BMF, FiFo-Berichte Nr. 20, Februar 2016.

Finanzvermögen und Vermögenseinkommen des Staates^{*)}



Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen. * Auf die Darstellung von Finnland wird hier verzichtet, weil dort große Teile der kapitalgedeckten Alterssicherung im Staatssektor erfasst werden. Zuletzt belief sich das finnische Finanzvermögen auf 129% des BIP, die Vermögenseinkommen auf 2,6% des BIP und der rechnerische Durchschnittsertrag auf 2%. ¹ Vermögenseinkommen abzüglich Pachteinnahmen im Verhältnis zum Mittelwert des Finanzvermögens aus den Ständen zum Ende des Vorjahres und des jeweiligen Jahres.

(siehe Schaubild auf S. 59),³⁸⁾ aber weniger stark als bei den Schulden. Insgesamt gesehen kompensieren also Änderungen der Vermögenseinkommen des Staates die zinsbedingten Einflüsse auf der Ausgabenseite zu einem gewissen, aber doch nur kleineren Teil. Dabei dürften die diesbezüglichen Entlastungen bei einem künftigen Zinsanstieg aber geringer ausfallen als in vorangegangenen Zyklen, da die Notenbankgewinne aufgrund der geldpolitischen Sondermaßnahmen zunächst nicht positiv, sondern eher negativ auf Zinsanstiege reagieren werden (vgl. Erläuterungen auf S. 61 ff.).

■ Schlussbemerkungen

Zinsbelastung in Euro-Ländern trotz gestiegener Schuldenquoten zumeist auf Tiefstand

Die Staatsschulden in den Euro-Ländern sind im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise stark gestiegen, und sie liegen in Relation zum BIP zumeist noch nahe ihrer Höchststände. Dennoch sind die Belastungen der öffentlichen Haushalte mit Zinsausgaben im Vergleich zum Vorkrisenjahr 2007 in der Regel fast kontinuierlich zurückgegangen – mit wenigen Ausnahmen in Fällen besonders starker Schuldenzuwächse. Ausschlaggebend sind die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen. In allen Ländern hat die Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden inzwischen Tiefstände erreicht. Mit der Durchschnittsverzinsung aus dem Jahr 2007 hätten die Zinsausgaben im vergangenen Jahr im Euroraum um fast 2% des BIP höher gelegen (z. B. in Italien um beinahe 2½%, in Frankreich um gut 2% und in Deutschland um 1½%). In den vergangenen neun Jahren kamen hierdurch im Euroraum Einsparungen von beinahe 1 Billion € oder knapp 9% des BIP zusammen.

Finanzpolitik nicht auf Niedrigzinsen aufbauen

Das auch durch die umfangreichen Staatsanleihekäufe des Eurosystems unterstützte sehr niedrige Zinsniveau lässt zunächst noch weiter sinkende Durchschnittszinsen und Zinsausgabenquoten erwarten. Es wäre allerdings problematisch, die Finanzpolitik auf der Annahme dauerhaft extrem günstiger Finanzierungsbedingungen für hohe Staatsschulden aufzubauen.

Vielmehr ist es wichtig, die Staatsfinanzen zügig auf eine solide Basis zu stellen. Wird das im Stabilitäts- und Wachstumspakt verankerte Ziel eines strukturell zumindest annähernd ausgeglichenen Haushalts erreicht, könnten die überwiegend noch sehr hohen Schuldenquoten relativ zügig gesenkt werden.

Tatsächlich sind die Konsolidierungsbemühungen in den letzten drei Jahren allerdings ins Stocken geraten: In der Mehrzahl der Mitgliedsländer haben sich die strukturellen Primärsalden sogar wieder verschlechtert oder kaum noch verbessert. Die anhaltende Entspannung bei den Finanzierungsbedingungen und der damit verbundene Rückgang der Zinslasten dürften hierzu beigetragen haben. Mit hohen Schuldenquoten bleiben die öffentlichen Finanzen aber schockanfällig, und ein Zinsanstieg schlägt ceteris paribus stärker negativ zu Buche. Die dann wieder umfangreicheren Konsolidierungsanforderungen dürften auch mit größeren politischen Kosten verbunden sein. Droht infolgedessen das Vertrauen der Finanzmärkte in die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen verloren zu gehen, dürfte nicht zuletzt die Geldpolitik unter Druck geraten, dem entgegenzuwirken.

Derzeit verschiebt sich die Kreditaufnahme der meisten Länder stärker auf die Schuldtitel mit längerer Laufzeit, wodurch die Auswirkungen künftig steigender Zinsen aufgeschoben werden. Die staatlichen Vermögenseinkommen können in der Regel von einem Zinsanstieg pro-

Ohne Abbau hoher Schuldenquoten droht Geldpolitik unter Druck zu geraten

Längere Laufzeiten der Staatsschulden, aber Notenbankgewinne nicht mehr dämpfend bei Zinswende

³⁸ Zur überschlägigen Ermittlung der Durchschnittsrendite der staatlichen Vermögenseinkommen können die empfangenen Vermögenseinkommen (abzüglich Pachteinahmen) in Relation zum Finanzvermögen gemäß gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung gesetzt werden. Wird das Verhältnis der Vermögenseinkommen zu den Zinsausgaben als Indikator für den relativen Wert des Finanzvermögens im Verhältnis zum Schuldenstand angesehen, so ergäbe sich ein entsprechend hochgerechneter Wert des Finanzvermögens im Euroraum im Durchschnitt der Jahre 2007 bis 2016 von etwa 25% des BIP (bei einer durchschnittlichen Schuldenquote zu Marktwerten von 91%). Gemäß Finanzierungsrechnung belief sich der Wert des Finanzvermögens für den gleichen Zeitraum auf 36% des BIP. Insgesamt fallen die Finanzvermögen in Relation zu den Bruttoschulden vergleichsweise weniger ins Gewicht. Ausnahmen stellen dabei insbesondere jene Mitgliedstaaten dar, die in stärkerem Maße kapitalunterlegte Sozialversicherungssysteme im Staatssektor erfassen (wie z. B. Finnland).

Zentralbankgewinne: die Wirkung von Zinsänderungen im Kontext der unkonventionellen Geldpolitik

Die Gewinne (oder Verluste) von Notenbanken und daraus resultierende Ausschüttungen an den Staat werden durch zahlreiche Faktoren bestimmt.¹⁾ In einer stark stilisierten und vereinfachten Betrachtung führen bei einer konventionellen Struktur der Notenbankbilanz Leitzinserhöhungen zu steigenden Nettozinserträgen und Gewinnen. Grund hierfür ist, dass dem unverzinslich ausgegebenen Bargeld (Passiva der Notenbank) Forderungen an Kreditinstitute aus Refinanzierungsgeschäften (Aktiva) gegenüberstehen, die mit dem geldpolitischen Hauptrefinanzierungssatz verzinst werden und somit bei einer Anhebung der Leitzinsen höhere Erträge erbringen. Werden diese höheren Notenbankgewinne an den Staatshaushalt ausgeschüttet, wirkt dies dem Einfluss der Zinserhöhungen auf die staatlichen Zinsausgaben, die ceteris paribus in einem Zinserhöhungszyklus steigen, entgegen.²⁾

Durch die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen und die daraus resultierende hohe Überschussliquidität werden die Zusammenhänge jedoch komplexer und drehen sich tendenziell um. Bei einer Normalisierung der Geldpolitik und damit verbundenen Zinserhöhungen werden die Notenbankgewinne zunächst spürbar gedämpft. Soweit die Ausschüttungen dann niedriger ausfallen, verstärkt dies für sich genommen vorübergehend die Auswirkungen eines Zinsanstiegs auf die Staatsfinanzen.

Notenbankgewinne im Zusammenhang mit unkonventionellen geldpolitischen Instrumenten

Mit den Senkungen der Leitzinsen gingen aufgrund des beschriebenen Zusammenhangs (für sich genommen) die Zinserträge und Gewinne im Eurosystem zurück. Gleichzeitig wurde im Zuge der unkonventionellen Maßnahmen eine erhebliche Überschussliquidität aufgebaut, die das europäische Bankensystem auf den Zentralbankkonten hält. Diesen erhöhten Verbindlichkeiten des Eurosystems stehen vor allem umfangreiche neue Aktiva aus den geldpolitischen Ankaufprogrammen (mit denen vor allem Staats-, aber auch Unternehmensanleihen gekauft wurden) und aus geziel-

ten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG) gegenüber.³⁾ Da die Verzinsung dieser Notenbankaktiva derzeit zumeist höher ausfällt als die Verzinsung der Überschussliquidität (in Höhe des mittlerweile negativen Einlagesatzes von $-0,4\%$), werden hieraus per saldo Nettozinserträge erzielt.⁴⁾

Dabei fällt der aus den Anleihekäufen im Rahmen des laufenden Programms resultierende positive Effekt für die Bundesbank relativ gering aus, da die Nationalen Zentralbanken (NZBen) die Staatsanleihen des eigenen Landes kaufen und aufgrund des Ausschlusses von der Risikoteilung die Bundesbank zwar einerseits ein relativ geringes Risiko übernimmt, andererseits aber auch nur die zugehö-

1 Hierzu zählen unter anderem die Struktur und das Volumen der Bilanz, die Bilanzierungsvorschriften, die steuerlichen Regelungen und die Vorgaben zur Gewinnabführung an den Staat oder andere Anteilseigner. Für das Eurosystem gelten einheitliche Bilanzierungsvorschriften (zur Bewertung und Gewinnermittlung). Für die einzelnen nationalen Notenbanken bestehen zudem nationale (spezifische) Regelungen zur Gewinnausschüttung oder zur Bildung von Reserven oder allgemeiner Risikorückstellungen (Wagnisrückstellung).

2 So entsprechen die Zinserträge in dieser einfachen Betrachtungsweise den Erträgen aus einer kurzfristigen Kapitaleinlage im Umfang des Bargeldbestandes (der Deutschland zuzurechnende Bargeldbestand im Eurosystem beläuft sich gemäß dem deutschen Kapitalanteil auf eine Größenordnung von 270 Mrd € oder gut 8% des Bruttoinlandsprodukts (BIP)). Die Zentralbankguthaben für Mindestreserven werden im Eurosystem mit dem Hauptrefinanzierungssatz verzinst und spielen daher hier im Hinblick auf die Nettozinserträge keine Rolle. Überschussliquidität (Zentralbankguthaben von Kreditinstituten, die über die Mindestreserveanforderungen hinausgehen), die mit dem unterhalb des Hauptrefinanzierungssatzes liegenden Einlagesatz verzinst wird, sollte bei einem funktionierenden Geldmarkt (wie vor der Finanzkrise) keine größere Bedeutung zukommen.

3 Eine detailliertere Beschreibung der Sondermaßnahmen des Eurosystems seit Mitte 2014 gibt: Deutsche Bundesbank, Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, Monatsbericht, Juni 2016, S. 29–54.

4 Die GLRG werden zunächst mit dem Hauptrefinanzierungssatz verzinst (0%), der Zinssatz wird aber bei ausreichender Kreditvergabe der jeweiligen Bank (rückwirkend) bis maximal auf den Einlagesatz von $-0,4\%$ reduziert. Der jeweilige Satz ist über die Laufzeit von vier Jahre fixiert. Die Geschäfte können auf Wunsch der in Anspruch nehmenden Bank frühzeitig zurückgezahlt werden.

rigen niedrigen Zinsen vereinnahmt. Im vorangegangenen Programm für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme) wurden von Mai 2010 bis September 2012 gezielt Anleihen von Ländern gekauft, deren Risikoprämien besonders stark gestiegen waren. Aufgrund der hier geltenden Risikoteilung werden auch die diesbezüglichen Zinserträge gemäß dem Kapitalschlüssel verteilt. Die Überschussliquidität beläuft sich derzeit im Euroraum insgesamt auf rund 1,6 Billionen €. Bis zum Jahresende könnte sie parallel zu den geplanten Anleihekäufen auf eine Größenordnung von 2 Billionen € oder rund 18% des nominalen BIP des Euroraums steigen. Die Nettozinserträge der NZBen aus dieser unkonventionellen Politik nehmen daher ceteris paribus im Jahresverlauf noch weiter zu – soweit die Rendite der Käufe oberhalb des Einlagesatzes liegt.

Die Bedeutung der Anleihekäufe für die Staatsfinanzen lässt sich vereinfacht folgendermaßen bebildern: Mit den Anleihekaufprogrammen nimmt die jeweilige nationale Notenbank letztlich mittel- bis langfristige nationale Anleihen auf die eigene Bilanz und finanziert dies durch die Schaffung kurzfristiger Zentralbankeinlagen, die mit dem Einlagesatz verzinst werden.⁵⁾ Soweit daraus resultierende Notenbankgewinne und -verluste unmittelbar auf die Staatshaushalte durchwirken, entspricht dies ökonomisch in der finanziellen Wirkung einer Umstellung der Finanzierungsmodalitäten des Staates von längerfristiger Verschuldung (Staatsanleihen zu jeweiligen Marktkonditionen) zur Verschuldung zum kurzfristigen einheitlichen geldpolitischen Einlagesatz. Wie oben beschrieben, kommt es hierdurch zumindest zunächst zu einer zusätzlichen Entlastung für den Staat (über den renditesenkenden Effekt der Ankäufe für neu zu emittierende Staatsanleihen hinaus), solange der Einlagesatz unterhalb der Rendite der gekauften Anleihen liegt und ceteris paribus der Notenbankgewinn sowie die entsprechende Ausschüttung an den Staat steigen. Damit erhöht sich aber auch die Reagibilität der Staatsfinanzen auf Änderungen der Kurzfristzinsen (wie dies auch sonst bei einer Umstellung von langfristiger zu kurzfristiger Verschuldung der Fall ist).

Effekte einer Zinserhöhung

Wenn im weiteren Verlauf das Eurosystem im Zuge einer geldpolitischen Normalisierung die

Leitzinsen anhebt, sinken zunächst – anders als bei der vereinfachten konventionellen Notenbankbilanz – die Nettozinserträge und (für sich genommen) die Notenbankgewinne, und es können auch Verluste entstehen. So verschlechtert sich mit steigendem Einlagesatz aufgrund von Zinszahlungen an Kreditinstitute die Ertragsposition im Zusammenhang mit der Überschussliquidität, während die Zinseinnahmen aus den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (deren Laufzeit sich bis in die Jahre 2020/2021 erstreckt) und den erworbenen Wertpapieren (etwa des Public Sector Purchase Programme mit einer gewichteten Durchschnittslaufzeit von rund acht Jahren für das Eurosystem-Gesamtportfolio) bis zu deren Fälligkeit unverändert bleiben. Verluste entstehen im Grundsatz dann, wenn der Einlagesatz über die durchschnittliche Rendite der Aktivposten (Anleihen und Refinanzierungsgeschäfte) hinaus angehoben wird.⁶⁾

Insofern führt die unkonventionelle Notenbankbilanz dazu, dass bei Zinserhöhungen nicht nur wie üblich die Zinsausgaben des Staates im Zinserhöhungszyklus bei neu emittierten oder variabel verzinslichen Anleihen steigen. Vielmehr nehmen auch die Notenbankgewinne zunächst ab und nicht – wie bei einer Situation mit konventioneller Geldpolitik – zu. Das heißt, die Staatsfinanzen (nach Berücksichtigung der Notenbankgewinne) werden durch Zinsanstiege stärker belastet. Dies wird auch aus den obigen Überlegungen zur Wirkung der Staatsanleihekäufe deutlich: Die Nettokosten sinken zwar zunächst beim Erwerb durch die Notenbank, ein Zinsanstieg wirkt danach (vom günstigeren Ausgangsniveau aus) aber stärker auf die Staatsfinanzen. Bei einer Überschussliquidität von 18% des BIP des Euroraums führt ein Anstieg des Einlagesatzes um 1 Prozentpunkt ceteris paribus dazu, dass die Nettozinserträge des Eurosystems um 0,18% des BIP sinken (für Deutschland entspricht dies rd. 6 Mrd €).

Die anfänglichen Entlastungen der Staatshaushalte aus der beschriebenen Bilanzausweitung

⁵⁾ Die finanzielle Wirkung hängt vom Kaufvolumen und von der Rendite der erworbenen Papiere ab. Der Effekt ist somit beim Erwerb von Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen identisch, wenn sich die jeweiligen Renditen nicht unterscheiden.

⁶⁾ Sollten Papiere vor Fälligkeit verkauft werden, käme es in der entsprechenden Periode zu Verlusten.

der Notenbank fallen zunächst umso größer aus, je höher die Rendite der erworbenen Aktiva ist. Von der im weiteren Verlauf zu erwartenden Ergebnisverschlechterung bei einem Zinsanstieg wären dann aber ceteris paribus (vom unterschiedlichen Ausgangsniveau aus) alle Länder in etwa dem Umfang betroffen, in dem sie sich am Anleihekaufprogramm beteiligt haben.

Inwieweit sich die genannten Effekte in einzelnen Jahren konkret in den Staatsfinanzen niederschlagen, hängt letztlich von zahlreichen weiteren Faktoren ab. So sind die Notenbankgewinne und -ausschüttungen durch verschiedene andere – auch länderspezifische – Einflüsse geprägt. Beispielsweise könnten sich etwa Gewinne oder Verluste an anderer Stelle oder auch im Zusammenhang mit den im Rahmen der Kaufprogramme erworbenen Anleihen niederschlagen (wenn sich z. B. die unterschiedlichen Risiken materialisieren sollten). Im Hinblick auf die jeweiligen Ausschüttungen könnten auch die Bildung oder die Auflösung von Rückstellungen eine Rolle spielen, sodass sich das zeitliche Profil verschieben und unterschiedlich darstellen könnte.

Im Fall der Bundesbank erbringen die erworbenen deutschen Staatsanleihen angesichts der niedrigen Risikoprämie sehr niedrige, teils sogar negative Renditen, und insofern fällt auch der Gewinnzuwachs der Bundesbank durch die Käufe relativ gering aus. Im Hinblick auf Zinsänderungsrisiken wurden bereits im letzten Jahresabschluss zusätzliche Rückstellungen von fast 2 Mrd € gebildet, deren weitere Aufstockung angekündigt wurde. Die Rückstellungen mindern somit bereits zeitnah die Ausschüttung und treffen insofern Vorsorge für künftige Belastungen aus einem Zinsanstieg. Angesichts der bereits in diesem Jahr geringen Ausschüttung der Bundesbank von lediglich ½ Mrd € kann die Gewinnausschüttung auch bei künftigen Zinserhöhungen nicht stark zurückgehen. Sie könnte aber mittel- bis längerfristig niedrig sein oder gar ganz ausfallen. Ein Festhalten am in der Vergangenheit üblichen Ansatz in Höhe von 2 ½ Mrd € in der Haushalts- und Finanzplanung für den Bund wäre vor diesem Hintergrund risikobehaftet.

In einigen anderen Euro-Ländern fielen die Abführungen der Notenbank an den Staat aus dem Geschäftsjahr 2016 im Verhältnis zum BIP höher aus als in Deutschland (vgl. oben ste-

Notenbankgewinne der Nationalen Zentralbanken im Euroraum im Geschäftsjahr 2016

in % des BIP

Land	Gewinn vor Steuern	Steuern und Ausschüttung an Staat
Belgien	0,2	0,1
Deutschland	0,0	0,0
Estland	0,2	0,0
Finnland	0,1	0,0
Frankreich	0,2	0,2
Griechenland	0,6	0,6
Irland	0,9	0,7
Italien	0,2	0,2
Lettland	0,0	0,0
Litauen	0,1	0,0
Luxemburg	0,0	0,0
Malta	0,6	0,5
Niederlande	0,0	0,0
Österreich	0,0	0,0
Portugal	0,4	0,3
Slowakei	0,2	0,0
Slowenien	0,1	0,0
Spanien	0,1	0,1
Zypern	0,4	0,3

Deutsche Bundesbank

hende Tabelle⁷⁾). Unter anderem stellt sich die Ertragslage aufgrund der mit den zumeist größeren Risiken einhergehenden höheren Verzinsung der im Rahmen der Programme erworbenen Anleihen zunächst günstiger dar, und sie dürfte sich im Hinblick auf diesen Aspekt auch im laufenden Jahr angesichts der fortgesetzten Käufe noch relativ verbessern. Soweit umfangreiche Notenbankgewinne ausgeschüttet werden, fällt das Rückschlagpotenzial bei einer Normalisierung der Geldpolitik grundsätzlich entsprechend stärker aus. Die Belastung der Staatsfinanzen aus steigenden Finanzierungskosten würde dann durch sinkende Zentralbankausschüttungen noch verstärkt werden.

⁷ Die in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen verbuchten Vermögenseinkommen des Staates aus Notenbankgewinnen können vom hier dargestellten bilanziellen Ausweis abweichen. Die Seignorage in Irland fällt besonders hoch aus, weil im Zusammenhang mit der Bankenrettung umfangreiche staatliche Verbindlichkeiten auf die Notenbankbilanz übertragen wurden. Die beschriebenen Effekte aus dem Halten von Staatsanleihen im aktuellen Umfeld sind in Irland damit besonders ausgeprägt. Die Gewinne, aber auch die Risiken mancher Notenbanken sind auch durch höhere Zinseinnahmen im Zusammenhang mit ELA-Gewährung erhöht.

fitieren und so die ausgabenseitigen Belastungen dämpfen. Sie fallen allerdings quantitativ weniger stark ins Gewicht und dürften insgesamt auch weniger zinsreagibel sein. Auch die Gewinnausschüttungen der Notenbanken nehmen üblicherweise mit steigenden Zinsen zu. Angesichts der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen und der hohen Überschussliquidität wird ein Zinsanstieg die Bilanzen des Eurosystems und letztlich die Staatsfinanzen aber zunächst belasten. Im Hinblick auf die Begrenzung weiterer fiskalischer Risiken aus steigenden Zinsen ist es auch wichtig, dass Finanzinstitute ausreichende Vorsorge für eine Zinswende treffen und die im Rahmen der Bankenunion vorgesehene Investorenbeteiligung bei eventuellen Schiefen greift.

Deutschland in günstigerer Lage, Überschüsse aber auch angemessen

Die Lage der deutschen Staatsfinanzen ist derzeit relativ günstig. Moderate strukturelle Überschüsse sind angesichts der immer noch hohen Schuldenquote und der demografischen Perspektiven aber auch angemessen. Überdies haben sich Sicherheitsabstände im Vergleich zu einer nur knappen Regeleinhaltung als vorteilhaft erwiesen. So konnten die finanziellen Folgen der Flüchtlingszuwanderung in den Haushaltsplanungen ohne Gegenfinanzierungsmaßnahmen aufgefangen werden. Dabei haben die niedrigen Zinsen das Entstehen von Haushaltsüberschüssen in Deutschland erheblich unterstützt. Läge die Durchschnittsverzinsung im vergangenen Jahr noch auf dem Vorkrisenniveau des Jahres 2007, wären die Zinsausgaben im vergangenen Jahr um 47 Mrd € oder 1½ des BIP höher ausgefallen. Auch wenn die Zinsausgaben bei anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen weiter sinken könnten, sollten letztere nicht als Normalwert fortgeschrieben werden. In den mittelfristigen Planungen des Bun-

des und der Länder ist hier aber offensichtlich bereits eine gewisse Vorsorge getroffen worden.

Ein Risikofaktor für den Bundeshaushalt ist allerdings die derzeitige haushaltsmäßige Erfassung von Agien und Disagien bei der Kreditaufnahme. Entgegen den europäischen Buchungsregeln und dem ökonomischen Hintergrund werden diese bei ihrem Anfallen in vollem Umfang als (negative oder positive) Zinsausgaben gebucht. Dies macht die Haushalte in hohem Maße volatil. Ähnlich wie bereits bei den inflationsindexierten Anleihen bietet sich eine gleichmäßige Verteilung der Be- oder Entlastungen über die Anleihelaufzeit an.

Veränderte Verbuchung der Zinsausgaben im Bundeshaushalt empfehlenswert

Auch die Länder und Gemeinden profitieren stark von den gesunkenen Zinsen. Dies erleichtert gerade den sehr hoch verschuldeten Ländern die Einhaltung der nationalen Schuldenbremse, die allen Ländern ab dem Jahr 2020 (strukturell) ausgeglichene Haushalte vorschreibt. So halbierten sich die Zinsausgaben im Zeitraum von 2007 bis 2016 gemessen am Haushaltsvolumen von 7% auf 3½%, während ihre Schulden sich in Relation zum BIP kaum verändert haben. Auch die sehr hohe Verschuldung einiger Gemeinden wird eher tragbar. Hierzu trug ebenfalls bei, dass sich die Belastung aus den für die Gemeinden bedeutsamen Kassenkrediten, deren Verzinsung in der Regel kurzfristig fixiert ist, deutlich reduzierte. Wie auf der europäischen Ebene sollte aber gerade bei hohen Schulden ein ambitionierter fiskalischer Kurs gesteuert werden, bis eine solide Haushaltslage erreicht ist. Andernfalls drohen bei einer Zinswende insbesondere den hochverschuldeten Haushalten wieder größere Schiefen.

Hochverschuldete Länder und Gemeinden entlastet, aber weiter vor Herausforderungen

Der Tabellenanhang zu diesem Aufsatz ist im Folgenden abgedruckt.

Deutschland: Schulden und Zinsausgaben der Länder und Gemeinden im Jahr 2016 ¹⁾

Länder	Schulden ¹⁾	Zinsausgaben		Saldo ²⁾	Veränderung 2016 gegenüber 2007				Überschlägige Zinsentlastung 2016 gegenüber 2007 ³⁾		
	€ je Einwohner/in	€ je Einwohner/in	% der Gesamtausgaben	€ je Einwohner/in	Schulden	Zinsausgaben		Saldo	Mio €	€ je Einwohner/in	% der Gesamtausgaben 2016
					€ je Einwohner/in	€ je Einwohner/in	% der Gesamtausgaben	€ je Einwohner/in			
Baden-Württemberg	6 083	182	2,9	137	1 284	- 34	- 2,1	- 235	1 411	130	2,1
Bayern	2 680	89	1,4	339	- 564	- 48	- 1,7	- 82	734	57	0,9
Brandenburg	8 001	169	2,7	373	130	- 189	- 4,6	58	424	171	2,8
Hessen	10 710	255	3,6	238	3 370	- 69	- 2,6	193	1 410	228	3,3
Mecklenburg-Vorpommern	7 013	188	3,1	549	- 769	- 157	- 4,0	312	241	150	2,4
Niedersachsen	9 457	218	3,9	292	1 522	- 131	- 4,5	283	1 598	202	3,6
Nordrhein-Westfalen	13 624	262	4,1	107	4 890	- 98	- 3,9	116	5 190	291	4,6
Rheinland-Pfalz	13 790	310	5,5	139	4 488	- 98	- 4,1	145	1 192	294	5,2
Saarland	18 458	487	8,0	- 320	7 352	- 11	- 3,1	- 68	392	394	6,5
Sachsen	3 078	69	1,2	405	- 633	- 100	- 2,5	- 218	268	66	1,1
Sachsen-Anhalt	10 514	253	4,1	478	449	- 200	- 5,2	312	503	224	3,6
Schleswig-Holstein	12 005	260	4,1	229	2 831	- 119	- 4,7	407	732	256	4,1
Thüringen	8 562	236	4,2	436	406	- 127	- 3,5	217	396	183	3,3
Berlin	17 243	398	5,2	390	- 619	- 359	- 6,7	314	1 294	368	4,8
Bremen	35 362	1 011	11,3	- 86	13 032	92	- 3,2	1 072	506	754	8,4
Hamburg	18 763	470	4,6	323	5 839	- 117	- 4,8	157	715	400	3,9
Insgesamt	9 706	226	3,6	241	2 145	- 100	- 3,6	81	17 008	207	3,3

Quelle: Statistisches Bundesamt, Schuldenstatistik und vierteljährliche Kassenergebnisse (ohne Auslaufperiode). Eigene Berechnungen.
 * Länder und Gemeinden zusammengenommen. Kern- und Extrahaushalte. **1** Einschl. Schulden beim öffentlichen Bereich. Stand: 31. Dezember 2016. **2** Um finanzielle Transaktionen bereinigter Finanzierungssaldo. **3** Veränderung der rechnerischen einheitlichen Durchschnittsverzinsung (aggregierte VGR-Zinsausgaben von Ländern und Gemeinden des Berichtsjahres in Relation zum Mittelwert aus den Maastricht-Schuldenständen des Berichtsjahres und des jeweiligen Vorjahres) 2016 gegenüber 2007 bezogen auf die länderspezifischen Schuldenstände Ende 2016 (gemäß Finanzstatistik, ohne Konsolidierung der Schulden beim öffentlichen Gesamthaushalt). Gegeneffekte bei den Zinseinnahmen bleiben hier unberücksichtigt.

Euroraum: Staatliche Schulden

in % des BIP

Land	1999	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgien	114,40	87,03	92,53	99,52	99,73	102,58	104,34	105,61	106,66	105,96	105,88
Deutschland	59,98	63,66	65,15	72,58	80,96	78,73	79,94	77,48	74,89	71,18	68,33
Estland	6,47	3,66	4,49	7,04	6,56	6,07	9,74	10,19	10,67	10,05	9,49
Finnland	44,04	33,98	32,68	41,71	47,14	48,51	53,91	56,46	60,20	63,67	63,58
Frankreich	60,18	64,35	68,01	78,94	81,65	85,16	89,53	92,32	95,24	96,20	96,50
Griechenland	98,89	103,10	109,43	126,76	146,26	172,10	159,57	177,41	179,67	177,41	179,03
Irland	46,59	23,87	42,41	61,70	86,28	109,61	119,49	119,47	105,25	78,73	75,46
Italien	109,66	99,79	102,40	112,55	115,41	116,52	123,35	129,02	131,78	132,06	132,61
Lettland	12,12	8,41	18,68	36,60	47,44	42,70	41,21	39,01	40,88	36,52	40,13
Litauen	22,73	15,87	14,56	27,96	36,21	37,19	39,76	38,71	40,53	42,70	40,23
Luxemburg	6,76	7,72	14,90	15,74	19,79	18,70	21,72	23,39	22,43	21,61	20,02
Malta	62,07	62,39	62,75	67,80	67,63	70,37	68,06	68,75	64,28	60,61	58,25
Niederlande	58,55	42,74	54,84	56,85	59,33	61,64	66,39	67,74	67,95	65,19	62,26
Österreich	66,41	65,10	68,85	80,09	82,78	82,59	82,02	81,32	84,44	85,47	84,61
Portugal	51,07	68,45	71,67	83,61	96,20	111,37	126,25	129,03	130,58	128,97	130,37
Slowakei	47,08	30,10	28,46	36,30	41,20	43,68	52,17	54,74	53,63	52,47	51,94
Slowenien	23,71	22,84	21,79	34,65	38,37	46,62	53,89	71,00	80,89	83,15	79,66
Spanien	60,94	35,59	39,47	52,78	60,14	69,53	85,74	95,45	100,44	99,84	99,38
Zypern	54,87	53,51	44,67	53,34	55,80	65,23	79,26	102,22	107,13	107,50	107,81

Quelle: Europäische Kommission.
 Deutsche Bundesbank

Euroraum: Staatliche Zinsausgaben *)

in % des BIP

Land	1999	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgien	6,88	3,98	3,96	3,82	3,61	3,60	3,60	3,30	3,28	3,03	2,86
Deutschland	3,04	2,67	2,67	2,64	2,47	2,50	2,29	1,98	1,78	1,56	1,38
Estland	0,37	0,17	0,21	0,19	0,13	0,13	0,14	0,11	0,10	0,09	0,08
Finnland	2,90	1,42	1,40	1,33	1,33	1,39	1,42	1,26	1,21	1,16	1,06
Frankreich	2,92	2,62	2,81	2,40	2,39	2,60	2,58	2,28	2,17	2,04	1,89
Griechenland	7,58	4,50	4,82	5,04	5,86	7,28	5,10	4,03	3,99	3,60	3,21
Irland	2,36	1,00	1,28	2,01	2,84	3,33	4,15	4,28	3,93	2,67	2,32
Italien	6,40	4,76	4,93	4,42	4,29	4,67	5,18	4,84	4,59	4,14	3,96
Lettland	0,64	0,35	0,55	1,52	1,75	1,78	1,64	1,48	1,43	1,32	1,13
Litauen	1,47	0,66	0,65	1,24	1,82	1,84	1,97	1,76	1,60	1,52	1,35
Luxemburg	0,43	0,32	0,38	0,40	0,41	0,47	0,52	0,54	0,41	0,34	0,34
Malta	3,84	3,48	3,34	3,27	3,08	3,17	3,00	2,87	2,74	2,46	2,20
Niederlande	3,87	1,96	2,03	2,02	1,77	1,76	1,64	1,52	1,42	1,25	1,08
Österreich	3,44	3,15	2,96	3,16	2,90	2,79	2,72	2,61	2,45	2,37	2,10
Portugal	2,94	2,95	3,11	2,97	2,93	4,32	4,88	4,85	4,90	4,56	4,24
Slowakei	3,35	1,39	1,30	1,43	1,30	1,53	1,77	1,87	1,90	1,75	1,65
Slowenien	2,31	1,24	1,10	1,31	1,63	1,89	2,03	2,58	3,30	3,27	3,21
Spanien	3,42	1,56	1,55	1,70	1,87	2,46	2,97	3,47	3,47	3,09	2,82
Zypern	2,82	2,77	2,58	2,33	2,04	2,18	3,15	3,34	2,82	2,88	2,60

Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen. * Staatliche Zinsausgaben in der gesamtstaatlichen Darstellung gemäß den VGR erläutert. Unterstellte Dienstleistungsentgelte im Zusammenhang mit der Kreditvergabe (FISIM) werden nicht einbezogen.

Deutsche Bundesbank

Euroraum: Nominale Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden

in %

Land	1999	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgien	6,04	4,59	4,47	3,95	3,70	3,62	3,52	3,16	3,12	2,89	2,74
Deutschland	5,15	4,20	4,19	3,76	3,30	3,20	2,91	2,55	2,37	2,17	2,02
Estland	6,18	4,52	5,10	3,09	1,98	2,18	1,89	1,16	1,02	0,93	0,79
Finnland	6,55	4,10	4,28	3,48	3,05	2,99	2,80	2,30	2,09	1,89	1,69
Frankreich	4,90	4,17	4,30	3,22	3,01	3,17	2,97	2,52	2,33	2,15	1,98
Griechenland	7,98	4,50	4,62	4,23	4,19	4,39	2,95	2,33	2,22	2,00	1,80
Irland	5,18	4,36	3,78	3,70	3,81	3,45	3,65	3,63	3,62	3,38	3,07
Italien	5,89	4,80	4,91	4,04	3,80	4,07	4,29	3,82	3,54	3,16	3,02
Lettland	6,13	4,42	4,16	4,99	4,07	4,20	4,06	3,77	3,64	3,48	2,98
Litauen	7,42	4,39	4,57	5,42	5,77	5,29	5,29	4,59	4,14	3,70	3,32
Luxemburg	6,43	4,27	3,39	2,59	2,41	2,52	2,61	2,47	1,87	1,57	1,65
Malta	6,95	5,66	5,51	5,01	4,72	4,68	4,44	4,33	4,33	4,13	3,83
Niederlande	6,59	4,60	4,24	3,56	3,08	2,93	2,57	2,28	2,11	1,90	1,73
Österreich	5,40	4,90	4,49	4,20	3,61	3,46	3,35	3,22	2,99	2,82	2,51
Portugal	5,93	4,40	4,48	3,80	3,29	4,12	4,02	3,82	3,81	3,58	3,32
Slowakei	8,50	4,81	4,63	4,29	3,43	3,68	3,73	3,53	3,55	3,36	3,21
Slowenien	10,50	5,39	5,10	4,56	4,47	4,49	3,99	4,12	4,42	4,06	4,00
Spanien	5,73	4,35	4,18	3,63	3,32	3,77	3,78	3,81	3,57	3,14	2,88
Zypern	5,33	5,18	5,49	4,72	3,81	3,64	4,33	3,56	2,66	2,69	2,43

Quelle: Europäische Kommission.
 Deutsche Bundesbank

Euroraum: Zinersparnis des Staates pro Jahr

in % des BIP

Land	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Kummu- lierte Er- sparnis 1)
Belgien	0,11	0,62	0,87	0,97	1,10	1,50	1,55	1,79	1,94	9,77
Deutschland	0,01	0,31	0,68	0,78	1,01	1,28	1,37	1,45	1,50	7,70
Estland	-0,02	0,09	0,17	0,14	0,20	0,33	0,36	0,37	0,36	1,79
Finnland	-0,06	0,24	0,46	0,52	0,66	0,98	1,17	1,35	1,52	6,54
Frankreich	-0,09	0,71	0,91	0,82	1,04	1,49	1,71	1,91	2,09	10,12
Griechenland	-0,12	0,32	0,43	0,18	2,68	3,76	4,10	4,48	4,80	21,23
Irland	0,19	0,36	0,41	0,87	0,81	0,86	0,80	0,77	0,97	4,61
Italien	-0,11	0,84	1,13	0,84	0,62	1,24	1,64	2,15	2,34	10,41
Lettland	0,03	-0,17	0,15	0,09	0,14	0,26	0,31	0,36	0,55	1,63
Litauen	-0,03	-0,24	-0,43	-0,31	-0,34	-0,07	0,10	0,28	0,44	-0,31
Luxemburg	0,10	0,26	0,32	0,33	0,33	0,40	0,53	0,58	0,54	2,95
Malta	0,09	0,42	0,62	0,67	0,83	0,88	0,84	0,91	1,06	5,11
Niederlande	0,17	0,59	0,88	1,00	1,29	1,55	1,67	1,78	1,80	10,16
Österreich	0,27	0,52	1,03	1,17	1,26	1,36	1,56	1,74	2,01	10,12
Portugal	-0,05	0,47	0,98	0,30	0,46	0,74	0,77	1,05	1,39	5,86
Slowakei	0,05	0,17	0,52	0,47	0,51	0,68	0,68	0,76	0,82	4,30
Slowenien	0,06	0,24	0,33	0,38	0,71	0,79	0,72	1,07	1,11	5,12
Spanien	0,06	0,34	0,58	0,37	0,45	0,49	0,76	1,19	1,44	5,48
Zypern	-0,15	0,23	0,74	0,92	0,62	1,51	2,68	2,67	2,94	12,30

Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen. 1 Kumulierte Ersparnis berechnet als Summe der jährlichen Ersparnisse seit 2008 in Relation zum BIP des Jahres 2016.

Deutsche Bundesbank

Euroraum: Zins-Wachstums-Differenzial ^{*)}

in Prozentpunkten

Land	1999	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgien	1,98	1,22	1,28	0,94	0,83	0,85	0,83	0,51	0,46	0,17	-0,06
Deutschland	2,68	2,07	1,99	1,46	0,85	0,60	0,17	-0,33	-0,63	-0,93	-1,17
Estland	-7,70	-4,36	-2,61	-3,64	-4,05	-3,38	-3,29	-3,72	-3,63	-3,55	-3,59
Finnland	1,63	0,74	1,30	0,83	0,63	0,74	0,66	0,23	0,02	-0,23	-0,53
Frankreich	1,06	1,36	1,76	0,91	0,88	1,15	1,04	0,61	0,40	0,15	-0,12
Griechenland	1,11	2,16	3,47	4,23	5,17	6,06	4,96	4,32	3,89	3,14	2,27
Irland	-6,85	0,26	0,52	0,88	0,99	0,27	-0,16	-0,95	-1,73	-2,61	-3,26
Italien	2,04	2,67	3,18	2,65	2,67	3,12	3,44	2,98	2,61	2,11	1,82
Lettland	-7,34	-4,33	-3,19	-1,06	-1,08	-0,39	-0,16	-0,21	-0,20	-0,31	-0,82
Litauen	-7,06	-4,19	-2,94	-1,09	-0,03	-0,00	0,40	0,01	-0,21	-0,48	-0,75
Luxemburg	-0,63	-1,78	-2,40	-2,97	-3,01	-2,80	-2,62	-2,71	-3,27	-3,51	-3,36
Malta	0,37	0,81	0,55	-0,11	-0,66	-0,98	-1,53	-1,96	-2,22	-2,58	-2,95
Niederlande	0,97	1,46	1,51	1,19	0,98	1,01	0,74	0,44	0,19	-0,17	-0,52
Österreich	1,56	1,56	1,30	1,16	0,67	0,59	0,55	0,45	0,24	0,06	-0,29
Portugal	-0,34	1,97	2,55	2,32	2,15	3,17	3,12	2,81	2,57	2,08	1,54
Slowakei	-1,14	-5,95	-5,13	-4,30	-3,99	-2,69	-1,73	-1,22	-0,71	-0,58	-0,58
Slowenien	4,02	0,97	1,30	1,38	1,80	2,17	1,86	2,02	2,20	1,66	1,39
Spanien	-0,43	0,33	1,00	1,23	1,54	2,41	2,61	2,61	2,16	1,40	0,74
Zypern	-2,29	0,37	1,53	1,65	1,58	2,15	3,43	3,02	2,22	2,13	1,60

Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen. * Hier als Differenz von nominaler Durchschnittsverzinsung der Staatsschuld und der Trend-Wachstumsrate des nominalen BIP ermittelt. Bei letzterer wurden der Trend des realen BIP und der Trend des BIP-Deflators berücksichtigt (jeweils mit HP-Filter und Glättungsparameter $\lambda = 100$).

Deutsche Bundesbank

Euroraum: Vermögenseinkommen des Staates ^{*)}

in % des BIP

Land	1999	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgien	0,91	0,82	0,96	0,83	0,92	1,14	1,12	1,19	0,91	0,78	0,75
Deutschland	0,82	0,69	0,72	0,79	0,71	0,91	0,81	0,70	0,82	0,68	0,54
Estland	0,56	1,38	1,36	2,16	1,38	1,00	1,17	0,90	1,09	0,96	0,75
Finnland	2,33	4,06	4,51	3,67	3,30	3,36	3,21	3,05	2,88	2,83	2,59
Frankreich	0,67	0,77	0,85	0,73	0,69	0,71	0,60	0,55	0,58	0,58	0,55
Griechenland	0,76	0,77	0,70	0,61	0,61	0,66	0,76	0,54	0,39	0,34	0,31
Irland	0,57	0,81	1,14	1,17	1,26	1,42	1,72	1,76	1,53	1,02	0,65
Italien	0,53	0,44	0,40	0,34	0,41	0,43	0,35	0,44	0,49	0,43	0,43
Lettland	0,62	0,51	0,81	1,50	1,22	1,21	1,12	1,01	0,79	0,85	0,85
Litauen	1,19	0,45	0,47	0,48	0,52	0,36	0,40	0,19	0,21	0,31	0,40
Luxemburg	1,50	1,71	2,04	1,46	1,46	1,54	1,57	1,45	1,39	1,28	1,28
Malta	-	1,25	1,08	1,05	1,04	1,05	1,09	1,10	0,94	0,91	0,79
Niederlande	1,36	1,51	1,76	1,82	1,40	1,08	1,23	1,35	1,08	0,82	0,68
Österreich	1,08	1,39	1,11	1,42	1,29	1,21	1,09	1,03	0,98	0,94	0,87
Portugal	0,87	0,74	0,87	0,79	0,67	0,88	0,93	1,04	0,79	0,57	0,48
Slowakei	1,90	1,42	1,17	1,28	0,88	0,87	1,07	0,83	0,65	0,80	0,96
Slowenien	-	0,70	0,88	0,68	0,89	0,72	1,09	1,33	1,00	1,13	1,20
Spanien	1,26	0,92	1,00	0,94	0,85	0,91	0,99	1,09	0,96	0,77	0,69
Zypern	0,77	0,65	0,72	0,89	1,37	0,81	0,69	0,65	1,58	1,35	1,06

Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen. * Länder, bei denen große Teile einer kapitalgedeckten Alterssicherung im Staatssektor erfasst werden, weisen in dieser Tabelle grundsätzlich höhere Vermögenseinkommen aus (wie etwa bei Luxemburg und Finnland).

Deutsche Bundesbank

Euroraum: Finanzvermögen des Staates *)

in % des BIP, Marktwerte

Land	1999	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgien	19,88	19,61	24,43	26,43	25,98	26,79	28,13	27,92	29,43	28,99	29,59
Deutschland	29,10	24,73	26,84	29,74	36,88	35,32	38,70	37,78	38,24	37,20	36,38
Estland	50,12	35,45	33,74	40,72	46,99	42,98	44,54	45,03	44,83	54,93	56,61
Finnland	101,32	109,80	88,78	109,18	117,68	105,88	113,28	117,56	124,95	127,74	129,24
Frankreich	42,69	43,66	39,16	43,22	42,53	41,42	43,02	44,66	45,77	44,72	44,31
Griechenland	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Irland	24,84	28,30	35,90	43,24	37,21	51,05	52,91	52,55	43,71	33,11	30,23
Italien	21,71	22,88	22,63	24,71	24,94	23,74	26,61	27,16	27,94	27,03	27,57
Lettland	23,86	16,87	23,95	35,71	39,04	33,06	33,40	29,31	31,01	24,05	28,26
Litauen	57,85	30,10	23,69	31,20	32,69	24,58	24,92	22,24	27,25	29,93	29,53
Luxemburg	63,93	70,53	75,88	77,80	77,68	70,91	77,95	79,96	80,71	79,16	77,99
Malta	–	29,66	26,61	29,96	30,36	32,56	35,41	35,89	32,29	31,32	33,63
Niederlande	38,72	24,75	38,28	36,31	35,65	34,83	38,07	36,40	37,26	35,11	34,63
Österreich	34,89	35,44	36,46	42,82	44,98	44,13	47,88	45,15	50,35	51,96	51,49
Portugal	26,24	23,09	23,17	25,81	33,07	41,72	48,39	43,96	44,11	41,35	43,47
Slowakei	53,86	21,40	19,18	20,11	19,40	17,11	27,14	28,47	25,08	24,02	23,31
Slowenien	–	47,39	35,53	44,58	47,41	48,05	51,95	65,66	76,97	76,60	68,57
Spanien	21,12	24,38	24,88	28,19	27,28	29,76	33,44	35,97	36,66	35,15	33,22
Zypern	27,50	28,18	19,23	22,39	21,89	27,49	31,28	41,56	42,98	42,52	44,57

Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen. * Länder, bei denen große Teile einer kapitalgedeckten Alterssicherung im Staatssektor erfasst werden, weisen in dieser Tabelle ein grundsätzlich höheres Finanzvermögen aus (wie etwa Luxemburg und Finnland).

Deutsche Bundesbank

Euroraum: Relation der Vermögenseinkommen zu den Zinsausgaben des Staates *)

in %

Land	1999	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgien	13,18	20,71	24,26	21,58	25,63	31,65	31,10	36,18	27,65	25,87	26,16
Deutschland	27,11	25,90	26,90	30,01	28,80	36,30	35,29	35,39	45,91	43,94	39,23
Estland	150,25	832,34	660,41	1 141,42	1 043,81	773,95	809,62	797,18	1 055,12	1 016,15	999,37
Finnland	80,33	285,51	321,67	275,19	246,90	241,09	225,53	242,30	237,56	243,96	243,57
Frankreich	23,03	29,33	30,21	30,47	28,91	27,35	23,13	24,12	26,64	28,82	29,19
Griechenland	10,02	17,07	14,59	12,12	10,37	9,06	14,86	13,35	9,76	9,37	9,72
Irland	24,07	80,26	89,34	58,10	44,48	42,51	41,45	41,17	39,03	38,23	28,05
Italien	8,26	9,14	8,16	7,76	9,59	9,32	6,66	9,08	10,61	10,43	10,95
Lettland	98,21	145,03	146,70	98,88	69,68	68,24	68,16	68,35	55,58	64,45	75,41
Litauen	80,65	68,71	71,60	39,11	28,85	19,71	20,24	10,62	12,88	20,09	29,46
Luxemburg	347,80	541,90	535,89	361,90	353,89	329,35	300,03	266,84	335,21	380,04	379,20
Malta	84,72	36,07	32,40	32,12	33,86	33,18	36,31	38,17	34,31	36,85	35,73
Niederlande	34,99	77,29	86,48	90,18	79,31	61,43	74,93	88,64	76,09	65,69	62,91
Österreich	31,35	44,06	37,63	44,98	44,33	43,35	40,23	39,50	40,16	39,78	41,36
Portugal	29,67	25,03	27,97	26,51	22,74	20,43	19,03	21,43	16,09	12,51	11,37
Slowakei	56,73	102,32	89,71	89,14	68,01	56,97	60,69	44,50	34,46	45,90	58,09
Slowenien	32,60	56,48	80,41	51,82	54,77	38,21	53,82	51,74	30,48	34,51	37,53
Spanien	36,75	58,72	64,41	54,99	45,14	37,14	33,15	31,34	27,49	24,98	24,52
Zypern	27,49	23,31	27,75	38,34	67,20	37,06	21,95	19,39	56,00	46,97	40,99

Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen. * Länder, bei denen große Teile einer kapitalgedeckten Alterssicherung im Staatssektor erfasst werden, weisen in dieser Tabelle ein grundsätzlich höheres Finanzvermögen aus (wie etwa bei Luxemburg und Finnland). Die ausgewiesene sehr hohe Relation der Vermögenseinkommen für Estland ist den außerordentlich niedrigen Zinsausgaben geschuldet.

Deutsche Bundesbank

Euroraum: Rechnerischer Durchschnittsertrag des staatlichen Finanzvermögens *)

in %

Land	1999	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgien	4,83	4,34	4,42	3,22	3,61	4,39	4,13	4,28	3,19	2,72	2,59
Deutschland	2,90	2,92	2,81	2,75	2,18	2,57	2,20	1,86	2,18	1,85	1,50
Estland	1,15	4,07	3,97	5,40	3,20	2,36	2,78	2,06	2,49	1,95	1,38
Finnland	2,73	3,83	4,63	3,59	2,95	3,09	2,95	2,67	2,39	2,26	2,04
Frankreich	1,69	1,84	2,08	1,75	1,63	1,72	1,42	1,26	1,29	1,30	1,24
Griechenland	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Irland	2,67	3,01	3,48	2,82	3,11	3,26	3,33	3,39	3,30	3,09	2,10
Italien	2,20	1,89	1,78	1,42	1,67	1,81	1,36	1,63	1,78	1,58	1,60
Lettland	2,84	3,32	4,07	4,49	3,17	3,60	3,51	3,29	2,68	3,15	3,29
Litauen	2,24	1,58	1,86	1,61	1,67	1,35	1,67	0,81	0,85	1,08	1,36
Luxemburg	2,44	2,61	2,82	1,87	1,96	2,15	2,13	1,88	1,79	1,64	1,66
Malta	–	4,44	3,98	3,72	3,59	3,40	3,28	3,17	2,90	2,98	2,50
Niederlande	3,70	6,39	5,67	4,81	3,94	3,09	3,38	3,64	2,96	2,30	1,98
Österreich	3,09	4,01	3,15	3,55	2,97	2,78	2,41	2,23	2,08	1,87	1,70
Portugal	3,36	3,17	3,79	3,19	2,29	2,34	2,02	2,26	1,80	1,36	1,15
Slowakei	3,94	7,04	6,24	6,40	4,59	4,88	4,90	3,02	2,48	3,34	4,12
Slowenien	–	1,62	2,22	1,66	1,94	1,53	2,16	2,26	1,43	1,50	1,68
Spanien	6,22	3,96	4,11	3,47	3,05	3,19	3,08	3,12	2,64	2,19	2,06
Zypern	3,18	2,43	3,16	4,26	6,31	3,30	2,34	1,72	3,68	3,17	2,46

Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen. * Dargestellt sind jeweils die Vermögenseinkommen abzüglich Pachteinnahmen, dividiert durch den Mittelwert des Finanzvermögens aus den Ständen zum Ende des Vorjahres und des jeweiligen Jahres.

Deutsche Bundesbank