

Wie schlimm ist die Zinsrampe?

Philippa Sigl-Glückner, Leo Mühlenweg, Max Krahé
Dezernat Zukunft, Berlin

In den letzten Wochen verwies der Finanzminister gerne darauf, dass sich die Zinsausgaben seit 2021 verzehnfacht hätten. Unterlegt wurde die Botschaft in den sozialen Medien mit einem furchteinflößenden Chart. In diesem Geldbrief – eine Kollaboration von Dezernat Zukunft mit FiscalFuture – diskutieren wir, was dieser Chart für die Finanzpolitik bedeutet und stoßen auf einen *special effect* der staatlichen Buchhaltung.

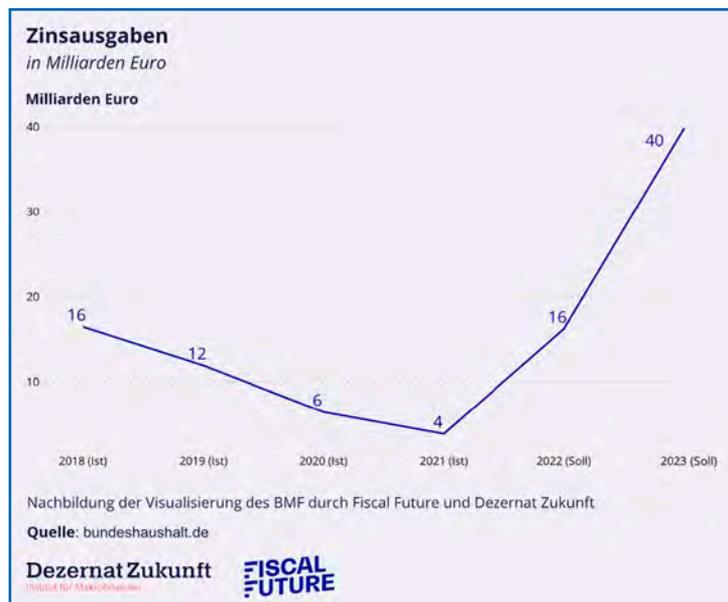


Abbildung 1

Buchhaltungsmagie

Durch die Zinserhöhungen der EZB erhöhen sich auch die Finanzierungskosten von Staatsschulden. Die Renditen auf deutsche 10-jährige Staatsanleihen sind beispielsweise von -0,31 % im Jahr 2021 auf zuletzt 2,62 % gestiegen. Für eine Verzehnfachung der Zinskosten reicht dies allerdings nicht aus. Die durchschnittliche Laufzeit aller ausstehenden Bundesanleihen ist knapp sieben Jahre, sodass pro Jahr nur grob 14% der Bundesschuld zu den nun höheren Zinsen refinanziert werden muss. 86 % der Bundesschuld bleibt also zunächst vom Anstieg unberührt.

Wie kann das Bundesfinanzministerium trotzdem eine Verzehnfachung ausweisen? Zentral dafür ist eine umstrittene Buchungsregel. Um diese zu verstehen, muss man sich die Zahlungsströme ansehen, die mit dem Staatsanleihengeschäft einhergehen.

Gibt der Staat eine Staatsanleihe zum Nennwert von 100 Euro aus, bekommt er in den seltensten Fällen vom Käufer genau 100 Euro dafür. Ist der Zins der

Anleihe höher als der Marktzins, zahlt der Käufer gerne mehr, um sich die verhältnismäßig hohe Verzinsung zu sichern. Dies war in den letzten Jahren häufig der Fall. So bekam der Bund zuletzt für die Aufstockung einer 30-jährigen Staatsanleihe mit einem Zinskupon von 4,25 % einen

durchschnittlichen Preis von 119 Euro gezahlt.^[2] Der Staat bekam also einen Aufschlag dafür, dass der Kunde eine Wertanlage mit so guter Verzinsung erhält. Dieser Aufschlag nennt sich Agio. Gibt der Staat andererseits Anleihen mit besonders niedriger Verzinsung aus, zahlen die Käufer oft weniger als den Nennwert. Man spricht in diesem Fall von einem Disagio.

Die Frage ist nun, wie man Agien und Disagien richtig verbucht. Die Bundesregierung hat sich dafür entschieden, alle daraus entstehenden Mehr- oder

Mindereinnahmen im Ausgabejahr der Anleihe zu verbuchen. Das macht die Ausgabe von Anleihen mit hohen Agio-Einnahmen (und entsprechend hohen Zinsen) für den Staat attraktiv. Das Agio kann man sich heute voll gutschreiben, während die höheren Zinskosten erst in der Zukunft gezahlt werden müssen. Andersherum ist es nachteilig, heute Anleihen mit niedrigem Zins auszugeben, da man das entstehende Disagio voll im Entstehungsjahr anrechnen muss, aber erst zukünftige Regierungen von den niedrigen Zinsen profitieren.

2020 und 2021 wurden besonders viele Agien gezahlt, da die EZB den Zins 2019 unter null abgesenkt hatte. Weil erwartet wurde, dass die Leitzinsen noch lange niedrig bleiben würden ("low for long"), fiel auch die Rendite der Staatsanleihen ins Negative. Da der Staat keine Anleihen mit negativen Zinsen emittiert und zusätzlich Anleihen mit höheren Zinsen aufgestockt^[2] oder aus dem Eigenbestand^[3] verkauft wurden, waren Käufer häufig bereit, einen hohen Aufschlag zu zahlen.

2023 ist voraussichtlich das Gegenteil der Fall: Es werden hohe Disagien projiziert. Stockt der Staat aktuell Anleihen mit niedrigen Zinsen auf, sind Käufer nur noch zu einem deutlich niedrigeren Preis bereit, diese zu kaufen, da sie höher verzinsten Alternativen haben. Eine im August 2019 neuemittierte 30-jährige

² Der Bund ist allgemein an großen liquiden Anleihen interessiert, da diese die Finanzierungskosten insgesamt tendenziell senken. Aus diesem Grund emittiert er nicht jedes Mal eine neue Anleihe, sondern stockt bereits bestehende Anleihen zu gleichen Konditionen auf. Theoretisch könnte das Problem der (Dis)agien auch gelöst werden, indem der Staat Anleihen immer neuemittiert. Dies würde allerdings möglicherweise dem Ziel möglichst niedriger Finanzierungskosten entgegenlaufen.

³ Der Bund hält meistens einen gewissen Teil der ausgegebenen Anleihen zur Marktpflege zurück, um mit diesen beispielsweise die Liquidität später unterstützen zu können. Werden Wertpapiere aus dem Eigenbestand verkauft, deren Zins-Kupon oberhalb der Marktrendite liegt, entstehen Agien. Ist es andersherum, entstehen Disagien.

¹ Aufstockung der Anleihe mit der ISIN DE0001135325.

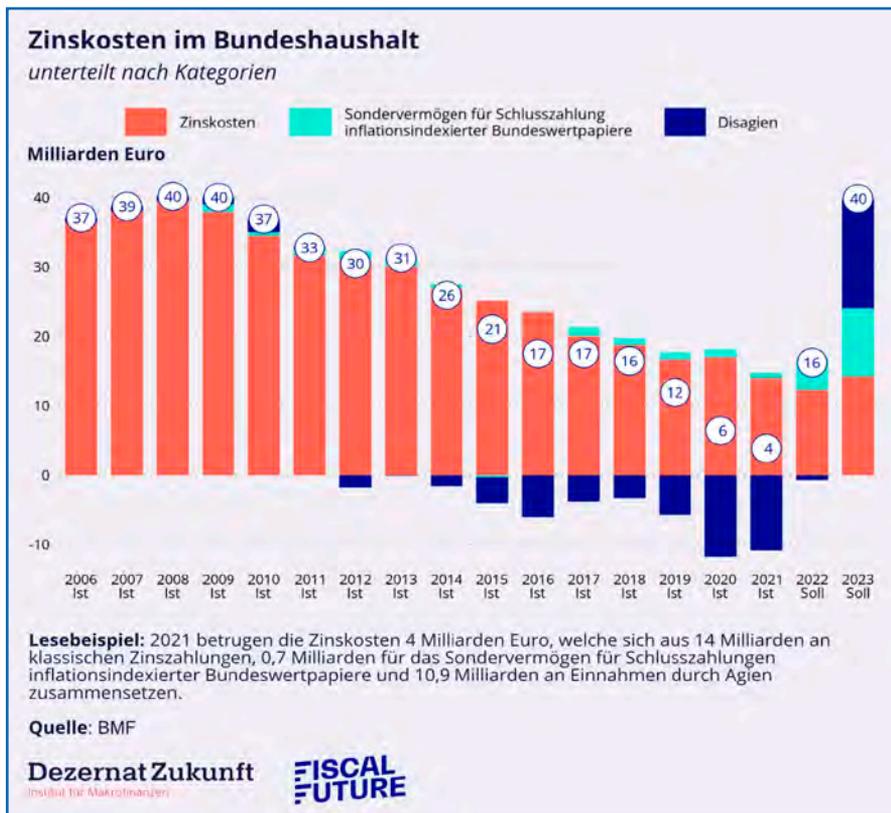


Abbildung 2

ge Anleihe mit einem Zins von Null wird beispielsweise aktuell zu einem Kurs von 50,4 gehandelt. Diese Anleihe wird am 15.03.2023 im Wert von einer Milliarde Euro aufgestockt. Bleibt der Kurs bei 50,4, bedeutet dies, dass der Staat lediglich 504 Millionen Euro für die Anleihen mit einem Nennwert von einer Milliarde erhält. Er hat folglich Disagio-Kosten in Höhe von 496 Millionen Euro.

Diese Kosten werden im Bundeshaushalt vollständig als Zinskosten des Jahres 2023 verbucht. Würde man die Zinskosten andererseits gleichmäßig über die Laufzeit der Anleihe verteilen, wären die Disagio-Kosten dieser Aufstockung im Jahr 2023 lediglich ca. 18 Millionen Euro. Die beeindruckende Verzehnfachung der Zinszahlungen ist zu erheblichen Teilen ein Buchungsartefakt.

Verbucht man die Disagio-Kosten periodengerecht, bzw. verteilt man die Disagio-Kosten gleichmäßig über die Laufzeit der Anleihe, ergibt sich ein anderes Bild als das von Finanzminister Lindner gezeichnete. Eurostat weist diese Zahlen für den Gesamtstaat aus, sprich Bund, Länder, Kommunen und Sozialversicherungen zusammen (s. Abbildung 3). Die Zinsausgaben steigen auch in dieser Buchungsmethode. Jedoch handelt es sich nun um einen Anstieg von 21 Mrd. Euro im Jahr 2021 (1,1% aller gesamt-

staatlichen Ausgaben) auf 28 Mrd. Euro im Jahr 2023 (1,4%), sprich ein Wachstum von 36%. Die explosionsartige Verzehnfachung von knapp 4 Mrd. Euro auf 40 Mrd. Euro, die von Finanzminister Lindner ausgewiesen wurde, erweist sich also weitgehend als Artefakt der bundesdeutschen Buchungsregeln.

Der Vorschlag einer periodengerechten Verbuchung ist dabei nicht neu. So ha-

ben sowohl der Wissenschaftliche Beirat des BMF, die Bundesbank, als auch der Bundesrechnungshof dies in der Vergangenheit vorgeschlagen. Spätestens jetzt wäre es an der Zeit, die lange geforderte Änderung der Buchhaltungsregelungen durchzuführen, da das aktuelle Verfahren nicht nur den Haushalt intransparenter macht, sondern auch ein effizientes Schuldenmanagement erschwert. Der Staat sollte die Kosten seiner Verschuldung kennen und die eigenen Anreize nicht durch kurzfristige Buchungsmethoden aus dem Mittelalter verzerren.

Neben den hohen Disagio-Kosten gibt es noch einen weiteren Faktor, der den momentanen Anstieg der Zinskosten maßgeblich prägt: Die Einzahlungen auf ein Sondervermögen für die Schlusszahlung inflationsindexierter Bundeswertpapiere (ILB). Diese sind in Abbildung 2 in türkis ausgewiesen. Bei den ILBs wird der Nennwert an die Inflation gekoppelt. Der zurückzuzahlende Betrag ist der Nennwert multipliziert mit der Veränderung des Preisniveaus. Um diese Schlusszahlungen in Zukunft bewältigen zu können, wurde ein Sondervermögen eingerichtet, auf welches die inflationsabhängige Veränderung der Schlusszahlungen eingezahlt wird. Diese Kosten sind durch die aktuell hohe Inflation deutlich gestiegen, sollten in den kommenden Jahren mit einer Abflachung der Inflation allerdings wieder zurückgehen.

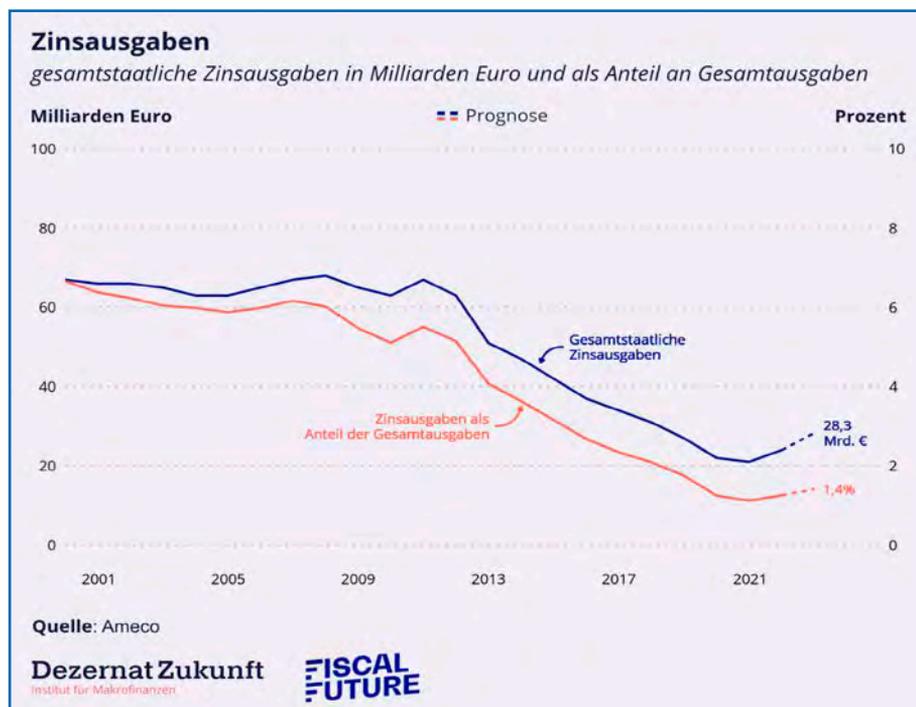


Abbildung 3

Alles also kein Problem?



Es allein bei dieser buchhalterischen Bereinigung bewenden zu lassen, wäre aber zu kurz gesprungen. Das Zinsumfeld hat sich durch die Geldpolitik der EZB rapide verändert. Die Frage, ob man in diesem geänderten Umfeld staatliche Verschuldung anders einschätzt, ist mehr als berechtigt. Wie problematisch sind also die jetzigen Zinssteigerungen?

In unserem Papier zu einer neuen deutschen Finanzpolitik hatten wir einen Frühwarnindikator für Zinskosten vorgeschlagen. Sobald sich die Zinskosten als Anteil des Bundeshaushalts um einen Prozentpunkt erhöhen, sollte der Staat seine fiskalpolitische Strategie überprüfen. Folgt man den europäischen Buchhaltungsregelungen und der Prognose der europäischen Kommission, ist dieser Punkt noch nicht erreicht. Es gab allerdings einen deutlichen Anstieg.

Das gibt unserer Einschätzung nach Anlass dazu, nun besonders stark auf ein bestimmtes Verhältnis zu achten: Die Differenz zwischen (nominalem) Wachstum und Zinsen. Liegen die Zinsen über der Wachstumsrate, wachsen die Schulden schneller als die Wirtschaft; die Schuldenquote würde also auch bei ausgeglichenen oder leicht überschüssigen Haushalten wachsen. Ist es umgekehrt, also Wachstum größer Zinsen, schmilzt die Schuldenquote auch bei ausgeglichenen oder leicht defizitären Haushalten von allein ab. Dieser Beitrag des Verhältnisses von Zinsen und Wachstum zur Entwicklung der Schulden wird Schneeballeffekt genannt. Die EU berechnet ihn jedes Jahr und gibt eine Prognose ab. Für Deutschland fällt dieser Effekt aktuell sehr günstig aus, da die Inflation wesentlich stärker gestiegen ist als die durchschnittliche Verzinsung der Staatsverschuldung.

Daher gibt es unserer Ansicht nach gerade noch keinen Grund, zwanghaft Neuverschuldung zu vermeiden. Es spricht aber alles für einen Fokus auf das Verhältnis zwischen Zinsen und Wachstum. Nach unserer Einschätzung wird die Inflation abflauen, während die Durchschnittszinsen auf die Staatsverschuldung schrittweise ansteigen. Der Schneeballeffekt wird in den nächsten Jahren also aller Wahrscheinlichkeit nach weniger günstig ausfallen.

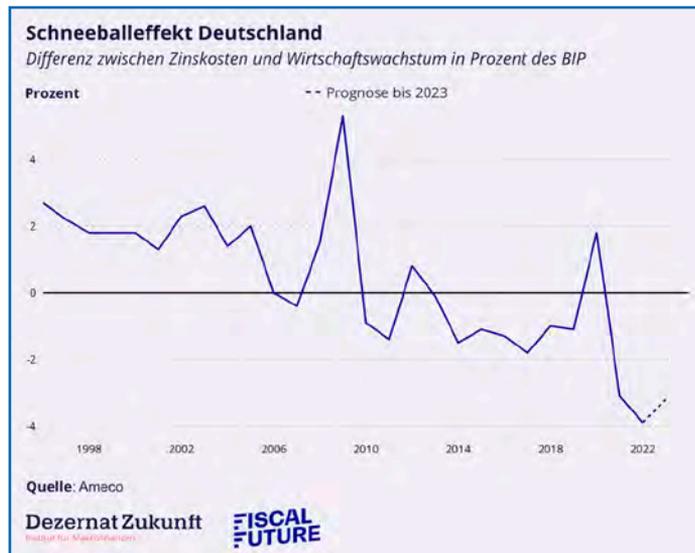


Abbildung 4

Das bedeutet für die Finanzpolitik konkret zweierlei: Zum einen sollten wir bei „one-off“-Ausgaben – wie zum Beispiel für die Krisenbekämpfung – überlegen, welche Volumen wirklich nötig sind. 2022 war die Bundesregierung bereit, fast das Volumen eines kompletten Bundeshaushalts zur Krisenbekämpfung aufzuwenden. In den Coronajahren war man ähnlich großzügig. Solche Krisenbekämpfung ist wichtig, um langfristige Schäden zu vermeiden. Aber sie ist teuer.

Auf der anderen Seite scheint es heute besonders sinnvoll, sich mehr um das eigene Wachstum zu kümmern. Denn während für die Krisen viel Geld locker gemacht wurde, knausert man jetzt an Ausgaben, die essenziell für unse-

ner Handbremse, wenn es darum geht, Wachstum und gute Beschäftigung langfristig zu sichern. Dabei spielt das Wachstum eine wesentliche Rolle für den Schneeballeffekt und damit die tatsächliche Tragfähigkeit der Schulden.

Darüber hinaus sind Wachstum und Beschäftigung auch ganz konkret für den Bundeshaushalt und sein jährliches Saldo wichtig: Denn vom Wachstum hängen die Steuereinnahmen ab und von den Einkommen der Beschäftigten die nötigen Subventionen für die Rente. Sowohl die Steuereffekte von Wachstum als auch die Effekte, die Wachstum auf das notwendige Volumen an staatlichen Zuschüssen zur Rente hat, sind wesentlich größere Hebel für nachhaltige Staatsfinanzen als die Zinskosten.

ren zukünftigen wirtschaftlichen Erfolg sind: von erneuerbaren Energien über Bildung und Erziehung bis zur Bahninfrastruktur. Auch eine schlagkräftige europäische Antwort auf den IRA bleibt aus.

Wir geben also heute in Krisen viel aus, fahren aber mit strukturell angezogener

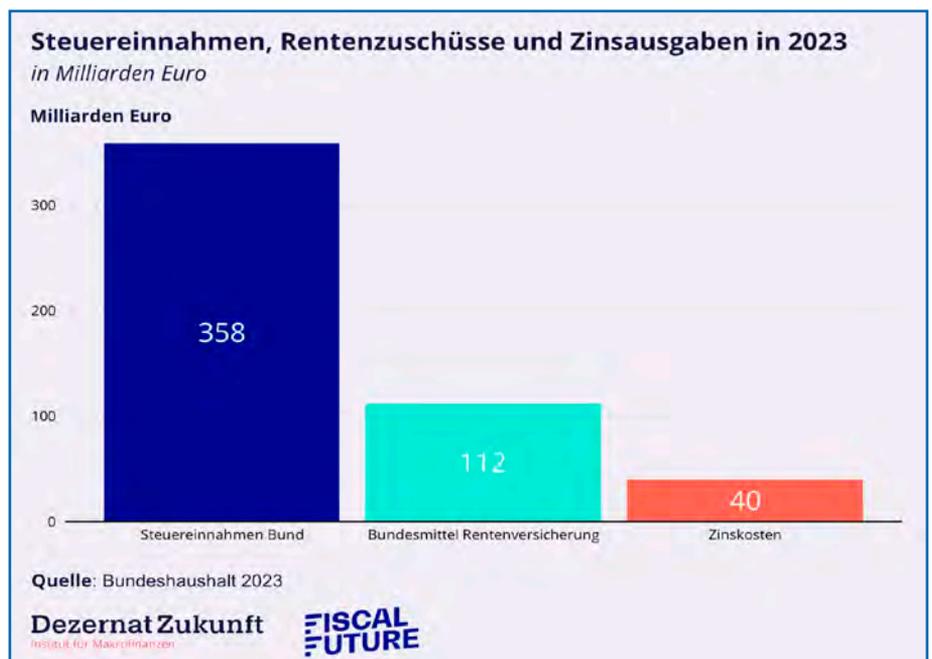


Abbildung 5

Es ist also absolut richtig, dieser Tage genauer auf die Staatsfinanzen zu schauen. Vielleicht wäre auch ein Mehr an Haushaltstransparenz, ein Weniger an Sondervermögen, nicht verkehrt. Nur sollten wir vermeiden, dass uns der kurzfristige Fokus auf die Zinsen – oder noch schlimmer, mittelalterliche Buchhaltungsmethoden – den Blick auf die großen Herausforderungen verstellt. 🌊



CC BY-NC 4.0 DEED

Namensnennung-Nicht kommerziell 4.0 International

Dieser Beitrag erschien zuerst im Geldbrief des Dezernat Zukunft vom 9.03.2023 unter creative-commons-Lizenz BY-NC 4.0
Kurzlink: <https://hwlink.de/DZ-zira>

Eine neue Finanzpolitik für Würde, Wohlstand und Demokratie

Das **Dezernat Zukunft** ist ein überparteilicher Thinktank mit dem Ziel, Geld-, Finanz- und Wirtschaftspolitik verständlich zu erklären, einzuordnen und neu zu denken.

Mit unseren Denk- und Lösungsansätzen richten wir uns an politische Entscheidungsträger*innen, an Presse und Wissenschaft, sowie an Nachwuchsdanker*innen. Damit wollen wir zur Debatte beitragen und Menschen bei der Bildung ihrer politischen Meinung unterstützen.

Bei dieser Arbeit sind wir geleitet von unseren Kernwerten:

Demokratie, Menschenwürde und breit verteilter Wohlstand.

GRUNDWERTE

Im Rahmen unserer Arbeit stehen drei Elemente im Mittelpunkt:

- Mittelpunkt und Ethos der Gesellschaft ist die menschliche Entfaltung – nicht Gewinn-, Kapital-, oder Wachstumsmaximierung.
- Die Demokratie bildet das oberste Organisationsprinzip unserer Gesellschaft.
- Technokratische Institutionen und Märkte sind kein Selbstzweck, sondern nützliche Technologien der sozialen Organisation und damit Werkzeuge.