



Kreditaufnahme des Bundes in Zeiten der Corona-Krise

- Nachdem der Bund bis zum Jahr 2019 mehrere Jahre ohne zusätzliche Schulden ausgekommen war, stieg der Nettokreditbedarf im Jahr 2020 bedingt durch die Maßnahmen zur Bewältigung der Corona-Pandemie deutlich.
- Zusätzlich zur Aufnahme hoher neuer Schulden für den Bundeshaushalt musste der neu eingerichtete Wirtschaftsstabilisierungsfonds finanziert werden – auch, um Darlehen an die Kreditanstalt für Wiederaufbau zur Finanzierung der ihr von der Bundesregierung zugewiesenen Corona-Sonderprogramme zu gewähren.
- Unterstützt durch den Einsatz neuer Finanzierungsinstrumente und ergänzender Finanzierungsverfahren gelang es dem Bund problemlos, den Kreditbedarf im Jahr 2020 aufzunehmen – aufgrund negativer Renditen auch ohne zusätzliche Kosten.
- Trotz des stark gestiegenen Volumens ausstehender Bundeswertpapiere bestehen keine Zweifel an der höchsten Bonität des Bundes. Der Bund wird sich auch weiterhin zu günstigsten Konditionen refinanzieren können.

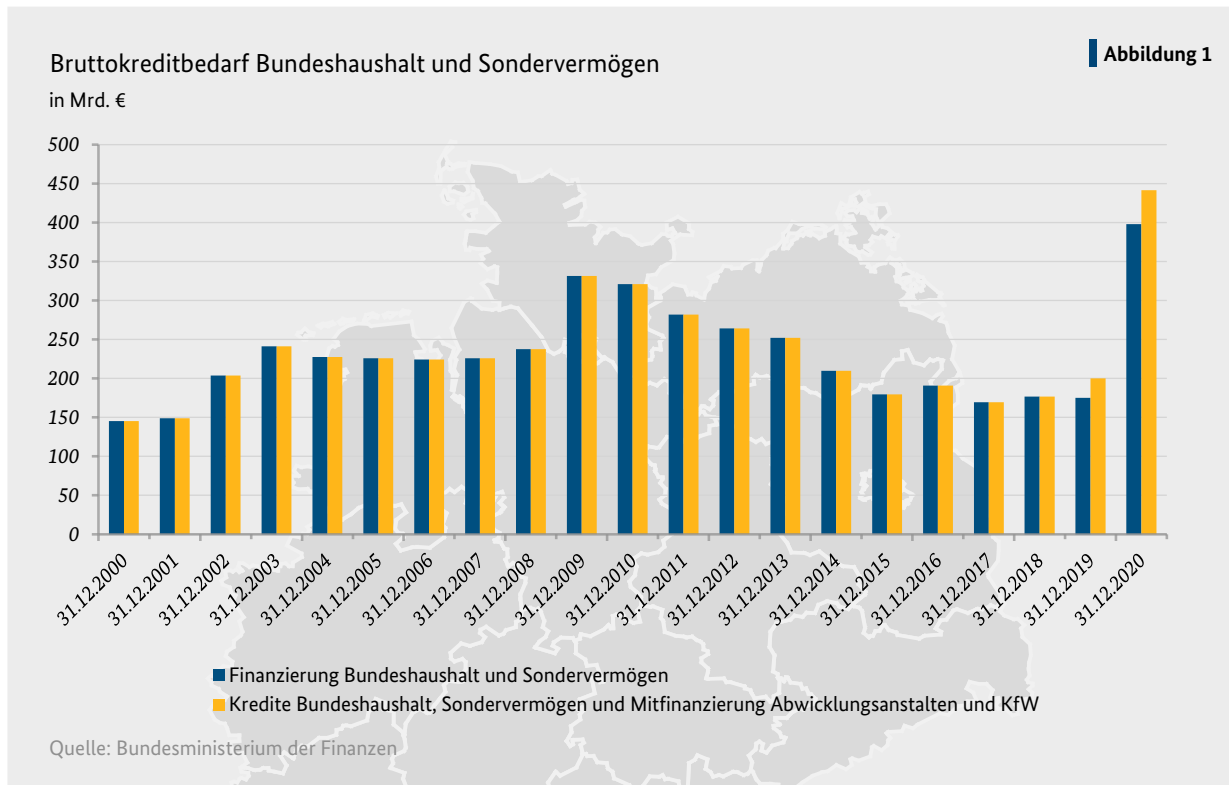
Fiskalpolitische Kehrtwende zur Stützung von Wirtschaft und Gesellschaft

Ein erfreuliches Konjunkturmilieu und niedrige Zinsen trugen dazu bei, dass sich der Bund in den Jahren 2014 bis 2019 nicht neu verschulden musste – die Kreditaufnahme diente lediglich der Anschlussfinanzierung fällig werdender Bundeswertpapiere. Als sich im März 2020 die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf Gesellschaft und Wirtschaft abzeichneten, änderte sich diese Situation schlagartig. Aufgrund der Pandemie und der mit ihr verbundenen Eindämmungsmaßnahmen wurde absehbar, dass die deutsche Wirtschaft in eine Rezession geraten würde. Für den Bund bedeutete dies nicht nur geringere Steuereinnahmen. Er musste zudem die Wirtschaft im Allgemeinen und insbesondere die am stärksten betroffenen Bereiche mit gezielten fiskalischen Maßnahmen unterstützen. Deutschland handelte schnell und entschieden und stellte innerhalb weniger Tage

umfangreiche Konjunkturmaßnahmen auf die Beine, die einen entscheidenden Beitrag zur wirtschaftlichen Eindämmung der Corona-Krise lieferten. Zur Finanzierung dieser Maßnahmen war es notwendig, umfangreiche zusätzliche Kredite aufzunehmen.

Haushaltsplanung in Zeiten größter Unsicherheit

Das Ausmaß dieser Neuplanung lässt sich an der Entwicklung der Bundeshaushaltsplanung im Laufe des Jahres 2020 ablesen. Ursprünglich war für das Jahr 2020 wie schon in den Jahren zuvor keine Nettokreditaufnahme, d. h. keine Aufnahme neuer Schulden für den Bundeshaushalt eingeplant gewesen. Dagegen sah der erste Nachtragshaushalt vom 27. März 2020 eine Nettokreditaufnahme in Höhe von 156,0 Mrd. € vor. Aufgrund der Verschärfung der pandemischen Situation und des deutlichen Einbruchs der Wirtschaftsaktivität wurde die



Nettokreditaufnahme mit dem zweiten Nachtragshaushalt vom 14. Juli 2020 nochmals angehoben, und zwar auf nunmehr 217,8 Mrd. €.

Im Laufe des 3. Quartals zeichnete sich ab, dass ein Teil der für das Jahr 2020 eingeplanten Mittel erst im Folgejahr benötigt werden würde. Dadurch ergaben sich gegenüber der Planung auf Basis des

Nachtragshaushalts vom Juli 2020 deutliche Kürzungen bei den für das Jahr 2020 aufzunehmenden Krediten. Zusammen mit der Finanzierung der Sondervermögen, die ebenfalls über Bundeswertpapiere erfolgt (zu Sondervermögen siehe grauen Kasten) und der Refinanzierung fälliger Bundeswertpapiere führte dies schließlich zu einem Bruttokreditbedarf von rund 441,5 Mrd. €.

Sondervermögen des Bundes

sind abgesonderte Teile des Bundesvermögens, die außerhalb des Bundeshaushalts geführt werden und ausschließlich zur Erfüllung einzelner begrenzter Aufgaben des Bundes bestimmt sind. Sie dürfen nur auf gesetzlicher Grundlage errichtet werden. Die Mittelaufnahme für die Sondervermögen erfolgt gemeinsam mit der Mittelaufnahme für den Bundeshaushalt über die Begebung von Bundeswertpapieren.

Einige Sondervermögen haben keine eigene Kreditermächtigung, sondern werden durch Zuschüsse aus dem Bundeshaushalt beziehungsweise durch andere Einnahmen finanziert. Die Finanzierungsbedarfe dieser Sondervermögen und die Rücklagen des Bundeshaushalts sind im Kreditfinanzierungsplan des Bundeshaushalts dargestellt. Für die Sondervermögen des Bundes werden Kredite erst in dem Jahr aufgenommen, in dem die Ausgaben tatsächlich getätigt werden.



Daneben gibt es Sondervermögen des Bundes, die über eine eigene Kreditermächtigung verfügen und deren Finanzierungsbedarf ebenfalls bei der Planung der Emissionsaktivitäten des Bundes zu berücksichtigen ist. Zu den Sondervermögen des Bundes mit eigener Kreditermächtigung gehören:

Der Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMS) wurde im Oktober 2008 im Zuge der Finanzmarktkrise mit dem Ziel gegründet, die Stabilisierung des Finanzmarkts sicherzustellen. Das BMF ist ermächtigt, für den FMS Kredite zur Deckung von Aufwendungen für Stabilisierungsmaßnahmen von Unternehmen des Finanzsektors aufzunehmen. Aktuell beträgt die Höhe dieser Kreditermächtigung bis maximal 40 Mrd. €. Darüber hinaus ist das BMF ermächtigt, für den FMS Kredite in Höhe von bis zu 60 Mrd. € zur Darlehensgewährung an die bundeseigene Abwicklungsanstalt FMS Wertmanagement (FMS-WM) aufzunehmen.

Der Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) wurde im März 2020 von der Bundesregierung ins Leben gerufen, um den wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie zu begegnen. Mit Garantien und Kapitalhilfen sollen Unternehmen der Realwirtschaft stabilisiert und somit auch Arbeitsplätze erhalten werden. Das BMF ist ermächtigt, für den WSF zur Deckung der Inanspruchnahme von Garantien und zur Kapitalstärkung von Unternehmen (Rekapitalisierung) Kredite bis zu einer Höhe von maximal 100 Mrd. € aufzunehmen. Darüber hinaus ist das BMF ermächtigt, für den WSF Kredite in Höhe von maximal 100 Mrd. € aufzunehmen, um der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) Darlehen zur Refinanzierung der ihr von der Bundesregierung zugewiesenen Corona-Sonderprogramme zu gewähren.

Auch der Investitions- und Tilgungsfonds (ITF) und der Restrukturierungsfonds haben eigene Kreditermächtigungen. Weitere Angaben zu den Sondervermögen finden sich im Kreditaufnahmebericht des Bundes. Monatliche Statistiken über die Entwicklung der Verschuldung des Bundeshaushalts und seiner Sondervermögen sowie über die Entwicklung der Refinanzierung der Sondervermögen zur Darlehensgewährung finden sich in jedem Monatsbericht des BMF unter „Kreditaufnahme des Bundes und seiner Sondervermögen“.

Insgesamt ergab sich für das Jahr 2020 eine Nettokreditaufnahme des Bundeshaushalts in Höhe von insgesamt 130,5 Mrd. €. Hiervon wurden saldiert 27,1 Mrd. € für Ausgaben der aus dem Bundeshaushalt finanzierten Sondervermögen verwendet. Hinzu kam die Finanzierung von 41,8 Mrd. € an neuen Krediten für die Sondervermögen mit eigener Kreditermächtigung. Zusätzlich zu diesen neuen Krediten wurden – inklusive der Anschlussfinanzierung unterjähriger Fälligkeiten – rund 247,7 Mrd. € an fälligen Bundeswertpapieren refinanziert. Zur Finanzierung standen im Jahr 2020 auch noch Mittel aus dem Vorjahr zur Verfügung. Der Ende des Jahres 2020 nicht benötigte Betrag wurde in das Jahr 2021 übertragen. Nähere Angaben zu diesen Umbuchungen finden sich in der Haushaltsrechnung des Bundes in den Ist-Ergebnissen zum Kreditfinanzierungsplan.

Der Bestand an Krediten des Bundes und seiner Sondervermögen belief sich per 31. Dezember 2020 auf 1.272,0 Mrd. €. Davon entfielen etwa 108,7 Mrd. € auf die Sondervermögen des Bundes mit eigener Kreditermächtigung, wovon aufgeschlüsselt 52,8 Mrd. € für den FMS, 39,9 Mrd. € für den WSF und 16,0 Mrd. € für den ITF aufgenommen wurden. Von den Beträgen für FMS und WSF entfielen wiederum 30,0 Mrd. € beziehungsweise 38,0 Mrd. € auf Kredite, die zur Darlehensgewährung an die FMS-WM beziehungsweise an die KfW aufgenommen wurden.

Herausforderung für das Schuldenmanagement

Ursprünglich hatte der Bund in seiner im Dezember 2019 veröffentlichten Emissionsplanung für das Jahr 2020 Emissionen von Bundeswertpapieren in Höhe von rund 216 Mrd. € vorgesehen. Üblicherweise ergibt sich im Jahresverlauf ein Änderungsbedarf an der im Dezember des Vorjahres veröffentlichten Emissionsplanung in einer Größenordnung von nicht mehr als 20 Mrd. €. Aufgrund der Corona-Krise kam zum Refinanzierungsbedarf im Jahr 2020 aber nun eine Neuverschuldung von historischem Ausmaß hinzu, sodass das Emissionsvolumen wesentlich erhöht wurde und schließlich über 400 Mrd. € betrug.

Der Bund agierte im Jahr 2020 in einem Umfeld höchster Unsicherheit sowohl in Anbetracht der Höhe des tatsächlichen Finanzierungsbedarfs als auch hinsichtlich der Zeitpunkte von Mittelabflüssen. Beides unterlag im Vergleich zum sonstigen Planungsprozess starken Schwankungen. Dies erforderte eine deutlich höhere Flexibilität im Liquiditätsmanagement ebenso wie bei der Planung und Umsetzung der Emissionsstrategie. Als erstklassiger Schuldner und Benchmarkemittent im Euroraum ist es dem Bund grundsätzlich möglich, innerhalb kurzer Zeit große Summen zu günstigsten Konditionen aufzunehmen. Üblicherweise kann daher bei unterjährigem Mehrbedarf problemlos eine Erhöhung des geplanten Emissionsvolumens in den Standardinstrumenten in Höhe dieses Mehrbedarfs erfolgen. Aufgrund des außergewöhnlich hohen zu erwartenden Finanzierungsbedarfs infolge der Corona-Krise mussten jedoch weitere Anpassungen in der Planung der Mittelaufnahme vorgenommen werden, um eine reibungslose Aufnahme der Bundeswertpapiere am Finanzmarkt sicherzustellen.

Anpassungen in der Emissionsstrategie und im Liquiditätsmanagement

Dem Bund ist es gelungen, den außerordentlich hohen Kreditbedarf insbesondere durch die folgenden Maßnahmen zu decken:

1. Ausweitung des Bubill-Programms

Ein Großteil des zusätzlichen Kreditbedarfs wurde über Wertpapiere mit Laufzeiten von unter einem Jahr – sogenannten Unverzinslichen Schatzanweisungen des Bundes oder Bubills – finanziert. Gegenüber der ursprünglichen Planung vom Dezember 2019 wurde das Emissionsvolumen dieser Instrumente etwa verdreifacht. Schon im Zuge der Finanzkrise hatte der Bund in den Jahren 2009/2010 dieses sehr flexibel einsetzbare Instrument genutzt, um den hohen Kreditbedarf zu decken. Der Bund beabsichtigt, das hohe ausstehende Volumen dieser kurzlaufenden Wertpapiere in den kommenden Jahren sukzessive zurückzuführen.

2. Einführung neuer Laufzeiten

Mit der Begebung einer 7- und einer 15-jährigen Bundesanleihe wurden zwei für den Bund neue Laufzeitensegmente eingeführt. Durch eine ausgewogene Verteilung der Schuldenaufnahme über die gesamte Zinskurve wurde erreicht, dass die Emissionsvolumen in den Standardinstrumenten des Bundes nur moderat erhöht werden mussten. Somit konnte der Bund ein Überangebot mit möglichen Preiszugeständnissen in einzelnen Laufzeitsegmenten durch den Bund vermeiden.¹

¹ Technisch gesehen gehören diese Laufzeiten zum 10-jährigen Segment, sodass diese Anleihen in manchen Statistiken unter den 10-jährigen Bundesanleihen geführt werden.

3. Durchführung syndizierter Begebungen

Der Bund führte zusätzlich zu seiner ursprünglichen Planung drei syndizierte Begebungen durch. Üblicherweise begibt der Bund seine Wertpapiere im Auktionsverfahren. Hier übernehmen Banken der Bietergruppe Bundesemissionen die angebotenen Bundeswertpapiere zunächst in ihren eigenen Bestand und verkaufen sie dann allmählich an die Kundschaft weiter. Hingegen werden die jeweiligen Bundeswertpapiere bei der Begebung über ein Syndikat im Auftrag des Bundes von einer ausgewählten Gruppe von Banken gegen eine Gebühr direkt an Investorinnen und Investoren vermittelt. Dadurch besteht für den Emittenten ein geringeres Absatzrisiko. Der Bund nutzt dieses Verfahren insbesondere dann, wenn ein neues Finanzierungsinstrument oder Laufzeitsegment eingeführt wird. Zudem kann über ein Syndikat meist ein größeres Volumen abgesetzt werden als bei der Begebung im Auktionsverfahren.

4. Aufstockungen in den Eigenbestand als Liquiditätsvorsorge

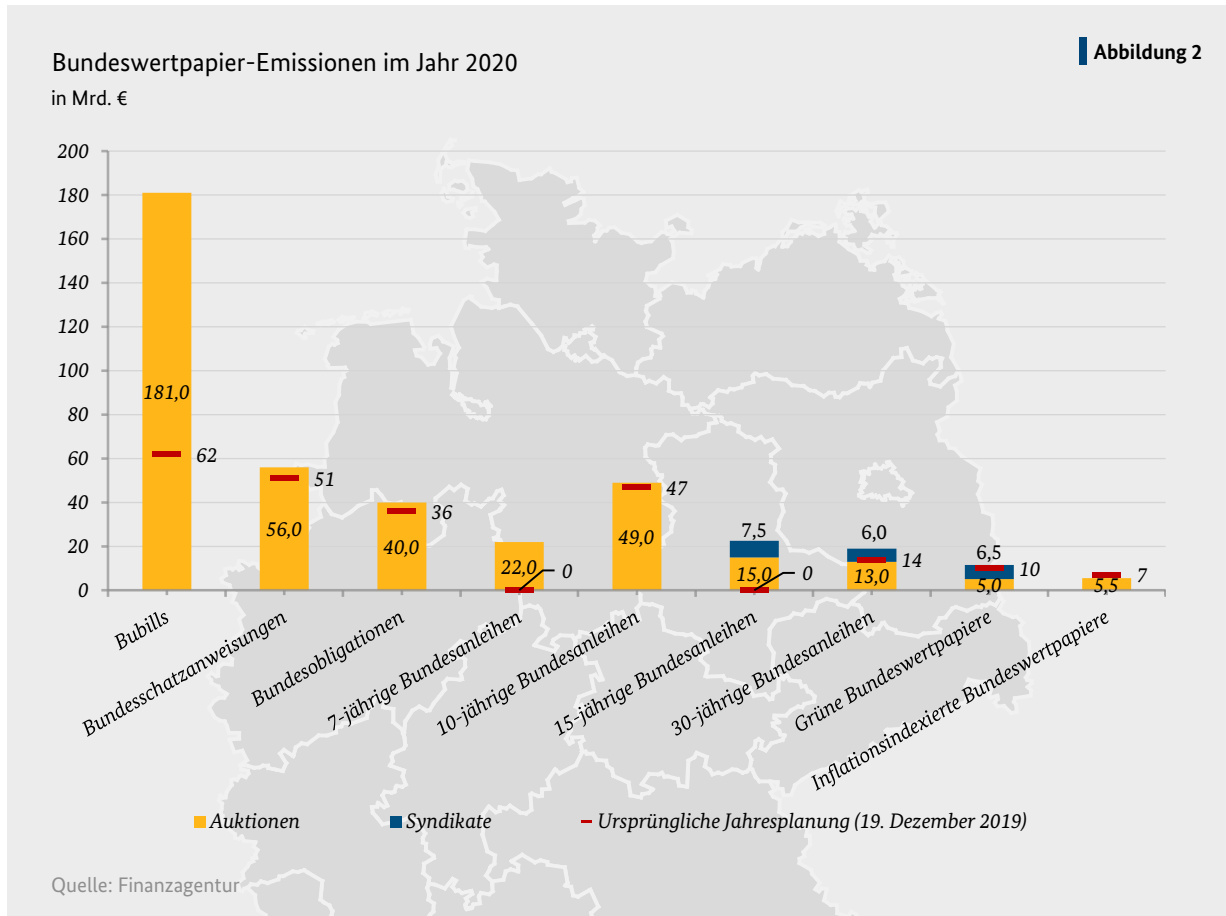
Als weitere Maßnahme hat der Bund im April 2020 das Volumen ausstehender Bundeswertpapiere in seinen Eigenbestand um insgesamt 142 Mrd. € aufgestockt. Diese Maßnahme erlaubt über die konventionellen Begebungsformen hinaus eine flexible Gestaltung der Kreditaufnahme, da der Bund die zusätzlichen Eigenbestände auf zwei Arten zur Liquiditätsvorsorge nutzen kann:

- a. Eigenbestände werden erst dann finanzierungswirksam, wenn sie durch den Bund auf dem sogenannten Sekundärmarkt verkauft werden. Der Sekundärmarkt ist der Teil des Finanzmarkts, auf dem bereits emittierte Wertpapiere zwischen Marktteilnehmern gehandelt werden.

- b. Alternativ zum Verkauf auf dem Sekundärmarkt können die Wertpapiere im Eigenbestand des Bundes im Rahmen sogenannter Repo-Geschäfte eingesetzt werden. Repo-Geschäfte dienen der besicherten Kreditaufnahme auf dem Geldmarkt durch den Verkauf von Wertpapieren verknüpft mit der Vereinbarung, Wertpapiere gleicher Art zu einem zukünftigen Zeitpunkt und zu einem festgelegten Preis zurückzukaufen. Seit dem Jahr 2020 können Repo-Geschäfte auch zur Finanzierung des Haushalts über das Jahresende genutzt werden. Da sie die Liquidität auf dem Sekundärmarkt unterstützen, werden Repo-Geschäfte auch zur Marktpflege getätigt.

Sowohl Eigenbestandsverkäufe als auch Repo-Geschäfte gehören zwar zu den Standardinstrumenten des Bundes, der Umfang ihrer Nutzung im Jahr 2020 geht allerdings über das bislang gewohnte Maß weit hinaus.

Die Abbildung 2 zeigt die Emissionsvolumen des Jahres 2020 in den einzelnen Laufzeitsegmenten, getrennt nach Auktionen und Syndikatsbegebungen im Vergleich zu den ursprünglich Ende 2019 geplanten Volumina. Deutlich wird insbesondere die massive Erhöhung in den Bubills, die Einführung neuer Laufzeiten sowie die Nutzung des Syndikatsverfahrens für einige Begebungen.



■ Gesetzliche Änderungen

Einige der Anpassungen in der Planung der Mittelaufnahmen erforderten gesetzliche Änderungen. Sowohl die Höhe der Bestände in eigenen Wertpapieren, die der Bund halten darf, als auch die Höhe der Kassenverstärkungskredite ist durch Vorgaben im jährlichen Haushaltsgesetz beschränkt. Um die hohen Aufstockungen in den Eigenbestand einerseits und die zusätzlichen Repo-Geschäfte andererseits zu ermöglichen, war im Rahmen der Anpassungen des Haushaltsgesetzes auch hier nachzusteuern. So wurde mit dem ersten Nachtragshaftsgesetz vom 27. März 2020 die Höhe der Eigenbestände, die der Bund in eigenen Wertpapieren halten darf, von 10 Prozent des umlaufenden Volumens in Bundeswertpapieren auf 20 Prozent erhöht. Zusätzlich wurde die Limitierung der Kassenverstärkungskredite, die u. a. über Repo-Geschäfte aufgenommen werden, von 10 Prozent des Volumens des Bundeshaushalts auf 20 Prozent

gesteigert. Um Repo-Geschäfte nicht nur im Liquiditätsmanagement, sondern auch zur Haushaltsfinanzierung einsetzen zu können, wurde mit dem Haushaltsgesetz 2021 auch die Abrechnung der Verzinsung dieser Geschäfte im Bundeshaushaltsplan geregelt.

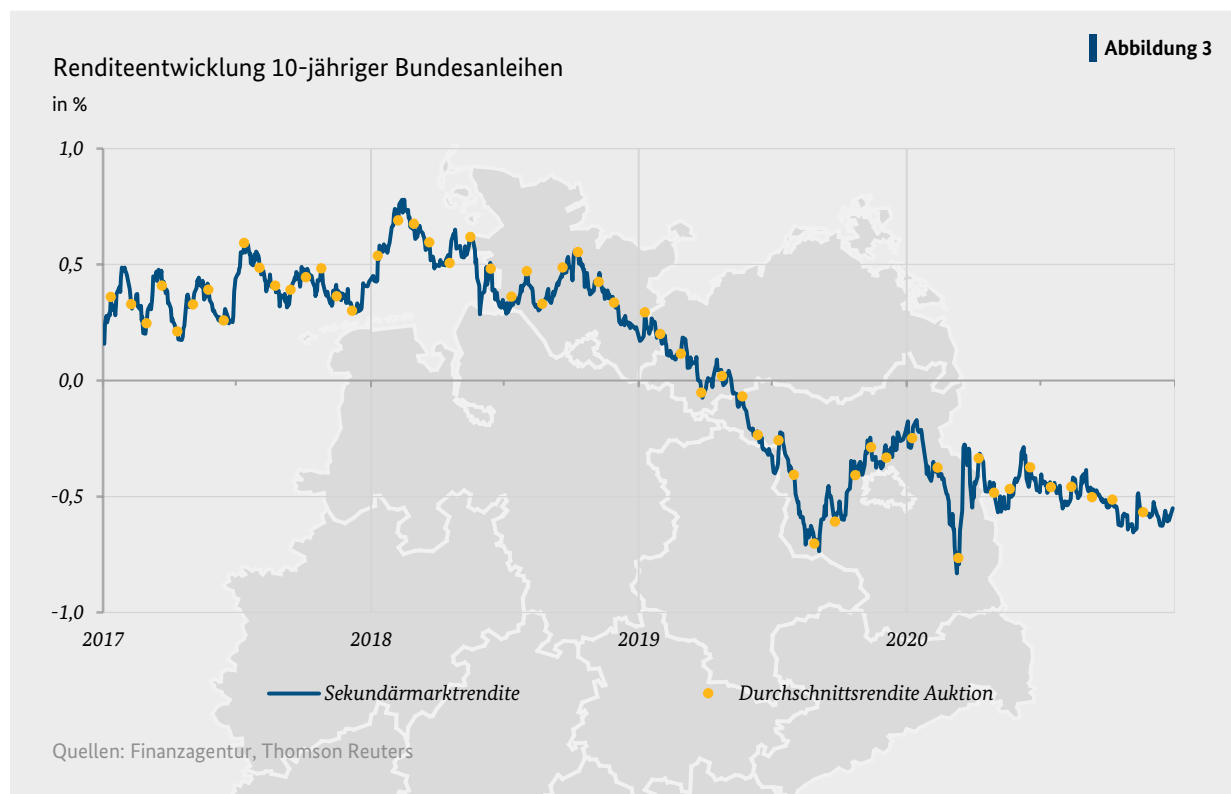
■ Günstige Finanzierungskosten trotz hoher Kreditaufnahme

Durch diese Maßnahmen gelang es dem BMF in Zusammenarbeit mit der Finanzagentur, trotz schwieriger Marktbedingungen, die jederzeitige Zahlungsfähigkeit des Bundes sicherzustellen und das außerordentlich hohe Wertpapiervolumen zu günstigsten Konditionen zu emittieren. Darüber hinaus wurde der Plan, im Jahr 2020 mit den Grünen Bundeswertpapieren eine neue Wertpapiergattung am Markt zu etablieren, erfolgreich und auf wirtschaftliche Weise umgesetzt.

Trotz des deutlich gestiegenen Angebots an Bundeswertpapieren im Jahr 2020 kam es nicht zu einem Renditeanstieg, wie in der folgenden Abbildung am Beispiel der Renditeentwicklung der 10-jährigen Bundesanleihen dargestellt ist. Im Gegenteil: Die 10-jährige Bundrendite lag Ende des Jahres 2020 bei rund -0,6 Prozent und damit um 0,4 Prozentpunkte niedriger als zu Jahresbeginn. Auch verdeutlicht die Darstellung, dass der Bund bei seinen Auktionen jeweils sekundärmarktnahe Preise erzielen konnte und somit keine Preiszugeständnisse erforderlich waren. Die Durchschnittsrendite aller Auktionen nominalverzinslicher Bundeswertpapiere lag im Jahr 2020 volumengewichtet bei -0,57 Prozent. Durch die erhöhte Neuverschuldung entstanden dem Bund bei isolierter Betrachtung des Jahres 2020 somit keine Zinskosten, sondern vielmehr Zinseinnahmen in beträchtlichem Ausmaß. Allerdings ist je nach Zinsentwicklung und Tilgungsverlauf mit späteren Belastungen für den Bund zu rechnen, falls in zukünftigen Jahren fällige Bundeswertpapiere bei positiven Renditen zu refinanzieren sind.

Ausblick

Auch im Jahr 2021 werden für den Bundeshaushalt und seine Sondervermögen hohe Kosten zur Bewältigung der Corona-Pandemie entstehen. Deshalb rechnet der Bund für das Jahr 2021 mit einem insgesamt ähnlich hohen Finanzierungs- und Refinanzierungsbedarf wie im Vorjahr. In über 135 Auktionen nominalverzinslicher Bundeswertpapiere sollen nach aktueller Planung insgesamt 463 Mrd. € aufgenommen werden. Hinzu kommen Auktionen inflationsindexierter Bundeswertpapiere sowie zwei Begebungen im Syndikatsverfahren. Aufgrund des gestiegenen Refinanzierungsbedarfs ist noch über einen längeren Zeitraum mit einer erhöhten Kreditaufnahme zu rechnen.





■ Fazit

Die Corona-Pandemie bedeutet nicht nur für die globale Gemeinschaft, sondern auch für die Finanzierungstätigkeit des Bundes eine historische Herausforderung. Deutlich sinkende (Steuer-)Einnahmen des Bundes sind auszugleichen, zahlreiche Stützungsmaßnahmen zur Dämpfung der negativen Folgen auf Wirtschaft und Gesellschaft sind zu finanzieren. Durch die Einführung neuer

Finanzierungsinstrumente und temporäre Anpassung der Finanzierungsmaßnahmen ist es dem Bund im Jahr 2020 in einem Umfeld historisch niedriger Zinsen gelungen, den außergewöhnlich hohen Kreditbedarf am Finanzmarkt zu decken, ohne dass hierfür zusätzliche Kosten angefallen sind. Aufgrund der hervorragenden Bonität des Bundes und der robusten Nachfrage nach Bundeswertpapieren sind auch zukünftig günstigste Refinanzierungsbedingungen für den Bund zu erwarten.