



Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen: Das Schuldenmanagement des Bundes

- Im folgenden Artikel wird die Kurzfassung eines Gutachtens des unabhängigen Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen wiedergegeben.
- Gutachten und Stellungnahmen des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen sind als Beitrag zum allgemeinen Diskurs zu verstehen und geben nicht notwendigerweise die Meinung des BMF wieder.
- Die Laufzeit der deutschen Staatsschulden ist im internationalen Vergleich gering. Auch die hohen Schulden aufgrund der Corona-Pandemie wurden kurzfristig finanziert. Dies bringt wachsende Risiken mit sich, insbesondere im Fall einer Zinswende.
- Die Laufzeit der Schulden sollte maßvoll gestreckt werden, um die Planungssicherheit im Haushalt zu erhöhen und Risiken zu mindern. Dies ist aktuell zu vergleichsweise geringen Mehrkosten möglich.
- Das Schuldenmanagement und die Haushaltsplanung sollten im Hinblick auf ihre eigentlichen Zielsetzungen ausgerichtet und nicht durch buchungstechnische Überlegungen beeinflusst werden.

Einleitung

Die Corona-Krise treibt die öffentliche Verschuldung in die Höhe. Daher hat die Bedeutung der Planungssicherheit für zukünftige Haushaltslasten zugenommen. Es stellt sich insbesondere die Frage eines optimalen Schuldenmanagements. Dabei hat die Wahl der Laufzeiten von Staatsanleihen große Bedeutung. Vor diesem Hintergrund hat sich der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen in einem im November 2021 veröffentlichten Gutachten¹ mit dem Schuldenmanagement des Bundes auseinandergesetzt und insbesondere den Blick auf die Laufzeitstruktur der

Schulden und die Verbuchung der Schuldenaufnahme im Haushalt gerichtet.

Wie verschuldet sich der Bund? Kurze Laufzeiten und ausländische Investoren

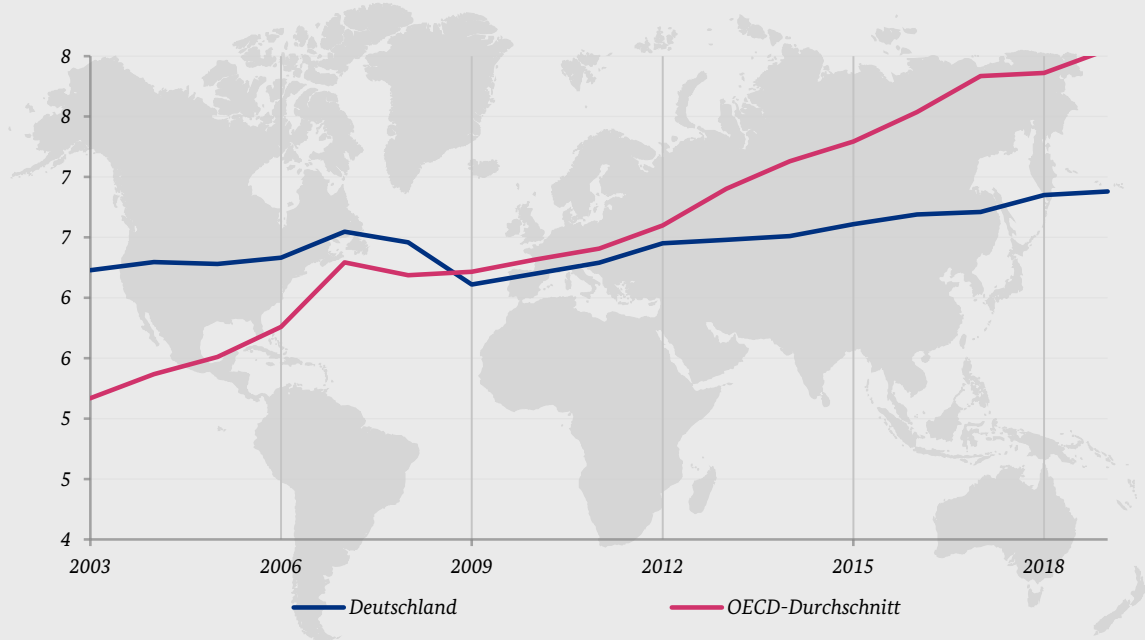
Ein Überblick über die aktuelle Schuldenaufnahme des Bundes zeigt zwei Sachverhalte. Erstens verschuldet sich Deutschland vergleichsweise kurzfristig. Im Schnitt liegt die Laufzeit der ausstehenden Bundesschulden bei unter sieben Jahren. Anders als in den meisten anderen OECD-Ländern ist die Laufzeit in den vergangenen Jahren zudem kaum angestiegen (s. a. Abbildung 1). Diese Tendenz zu kurzen Laufzeiten verstärkte sich in der

¹ Die Langfassung ist abrufbar unter <http://www.bundesfinanzministerium.de/mb/20220212>

Entwicklung der Laufzeit – Deutschland vs. OECD-Durchschnitt

Abbildung 1

Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren



Quelle: OECD Sovereign Borrowing Outlook 2019

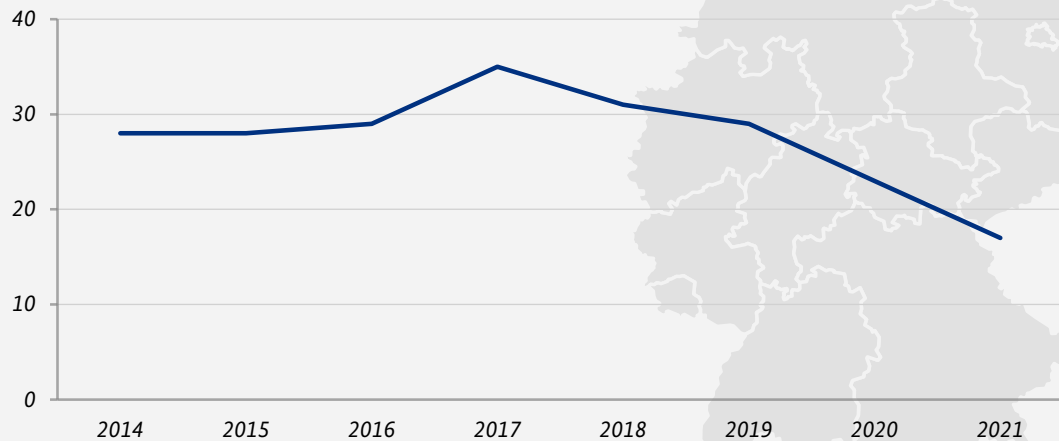
Corona-Krise. Weniger als 20 Prozent der Neuverschuldung in den Jahren 2020 und 2021 wurden mit langen Laufzeiten von zehn Jahren oder mehr finanziert (s. a. Abbildung 2).

Zweitens werden deutsche Staatsanleihen zu einem großen Teil im Ausland gehalten, insbesondere von ausländischen Zentralbanken und Staatsfonds. Im

Jahr 2019 hielten deutsche Banken, Versicherungen und private Haushalte nur noch etwa ein Drittel der Bundesanleihen. Ausländische Zentralbanken (ohne die Europäische Zentralbank) und ausländische Staatsfonds sind hingegen zur größten Gläubigergruppe aufgestiegen, mit einem Anteil von mittlerweile mehr als 40 Prozent der ausstehenden Anleihen.

Anteil der Neuemissionen mit langen Laufzeiten (zehn Jahre oder mehr)

in Prozent



Die Zahlen für das Jahr 2021 sind Planwerte.

Quelle: Deutsche Finanzagentur, Statistiken zum Primärmarkt

Abbildung 2

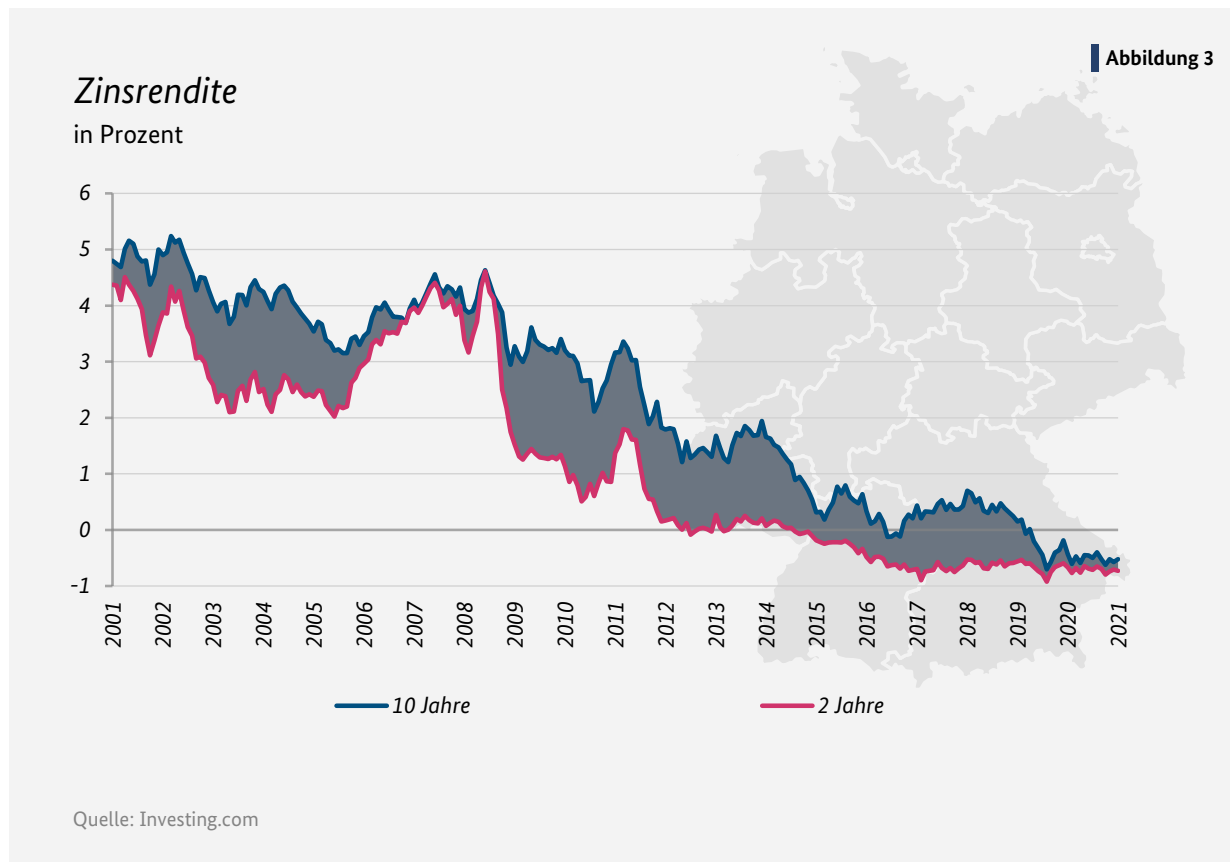
Kurze Laufzeiten bringen aktuell kaum Kostenersparnis

Das Schuldenmanagement hat zum Ziel, Schulden zu möglichst günstigen Konditionen aufzunehmen und dabei Risiken zu minimieren sowie Planungssicherheit zu schaffen. Im Kern der Debatte um kurze oder lange Laufzeiten von Staatsschulden steht also der Zielkonflikt zwischen Zinnersparnis und Planungssicherheit beziehungsweise Risikominimierung.

Kurzlaufende Anleihen lassen sich meist zu niedrigeren Zinsen platzieren als langlaufende Anleihen, da die Nachfrage nach geldnahen, sicheren Finanzinstrumenten hoch ist. Gleichzeitig hat der Staat bei kurzfristigen Anleihen ein höheres Zinsänderungsrisiko bei der Refinanzierung. Gegenüber kurzfristiger Finanzierung spart der Bund, wenn die Zinsen steigen, und hat Mehrausgaben,

wenn die Zinsen sinken. Kurze Anleihen bringen also typischerweise eine Kostenersparnis mit sich, aber auch weniger Planungssicherheit hinsichtlich der nominalen Zinslast und des jährlich erforderlichen Refinanzierungsvolumens.

Dieses Argument für kurze Laufzeiten – die Zinnersparnis – ist aktuell in Deutschland jedoch weniger gewichtig als in den Jahren und Jahrzehnten zuvor. Abbildung 3 zeigt, dass der Zinsaufschlag auf langfristige Anleihen im Jahr 2021 zwischen 0,2 Prozent und 0,5 Prozent gelegen hat (Zinsdifferenz zwischen Zwei- und Zehnjahrestiteln). Zudem waren die Zinsen selbst für langfristige Anleihen negativ, sodass keine Kupons anfielen. Es ist somit relativ gesehen günstiger geworden, sich langfristig zu verschulden. Eine Schuldenstrategie, die auf die kurze Frist setzt, hat derzeit in Deutschland nur geringe Kostenvorteile (s. a. Abbildung 3).



Argumente für längere Laufzeiten

Die Argumente für lange Laufzeiten sind gewichtiger geworden. Zum einen hat der Schuldenstand im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt zuletzt wieder zugenommen. Damit gewinnen Planungssicherheit und die zuverlässige Gewährleistung von Refinanzierungsmöglichkeiten an Bedeutung.

Auch die veränderte Gläubigerstruktur spricht eher für eine Verlängerung. Bei einer Laufzeitstreckung wird das Zinsänderungsrisiko vom Staat hin zu Investoren verlagert. So könnten sich beispielsweise Banken am kurzen Ende verschulden und dem Staat langfristig Geld leihen. Im Falle einer Zinssteigerung am kurzen Ende drohen somit Verluste des Finanzsektors beziehungsweise der Zentralbanken, welche die Anleihen halten. Im Fall Deutschlands wird dieses Zinsänderungsrisiko allerdings heute zu einem erheblichen Teil auf Anleger im Ausland

abgewälzt, da diese einen Großteil der deutschen Staatsschulden halten.

Ein anderes Argument betrifft den Fall einer Refinanzierungskrise im Euroraum oder vergleichbare Finanzturbulenzen. Ein Land mit einem hohen kurzfristigen Refinanzierungsvolumen ist in der Krise eher exponiert als ein Land mit nur geringem aktuellem Refinanzierungsvolumen. Derzeit reflektieren die Bewertungen der Staatsanleihen auf den Finanzmärkten keine Zweifel an der Refinanzierungsfähigkeit des Bundes; Bundesanleihen gelten mithin als „sicherer Hafen“ („safe haven“). Allerdings lässt sich die Gefahr möglicher Ansteckungseffekte im Euroraum weniger eindeutig ausschließen, was einem Schuldenbestand mit langen Laufzeiten einen Resilienzvorteil verschafft.

Im Hinblick auf Zinsänderungsrisiken ist nicht relevant, ob das Zinsniveau aus heutiger Sicht als niedrig wahrgenommen wird oder nicht. Es ist

keineswegs ausgeschlossen, dass die Zinsen niedrig bleiben oder sogar weiter fallen. Eine Zinswende nach oben kann man jedoch auch nicht ausschließen. Die Geschichte zeigt, dass Zinsanstiege unerwartet schnell erfolgen können, nicht zuletzt, weil der Zinssatz auf Staatsanleihen auch Zahlungsausfallrisiken reflektiert. So haben im Jahr 2007 nur wenige vorausgesagt, dass die Risikoaufschläge in Teilen des Euroraums so schnell und drastisch steigen würden. Zu erinnern ist auch an den unerwarteten Zinsanstieg Anfang der 1980er-Jahre, der, ausgehend von den USA, zu einem erheblichen Anstieg der Zinskosten weltweit führte, so auch in Deutschland und Europa.

Die wissenschaftliche Literatur zeigt jedoch, dass langfristige Schulden eine gleichmäßige Streckung des Schuldendienstes (Zinsen und Tilgung) ermöglichen. Für Regierung und Steuerpflichtige bedeutet dies, dass mögliche Zinssteigerungen in der Zukunft nur verzögert zu höheren Zinsausgaben führen. Die Glättung der Ausgaben trägt dazu bei, ungeplante Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen zu vermeiden, insbesondere nach plötzlichen nominalen Zinserhöhungen.

In Abwägung der Vor- und Nachteile plädiert der Beirat für eine Streckung der Laufzeitstruktur. Die Regierung kann mit einer Erhöhung der Laufzeiten aktuell zu geringen Mehrkosten für mehr fiskalische Stabilität und Planungssicherheit in den nächsten Jahren sorgen.

■ Ultralange Anleihen?

Deutschland ist als Anbieter von Staatsschuldtiteln derzeit ein Land mit Benchmark-Status. Die Laufzeiten sollten daher moderat und schrittweise gestreckt werden. Dabei ist auch die Diskussion um die Einführung „ultralanger“ Anleihen mit 50 oder 100 Jahren Laufzeit von Bedeutung. Solche Instrumente machen üblicherweise nur einen geringen Teil der Gesamtverschuldung aus, da der Kreis der potenziellen Käufer klein ist. Die Zinsänderungsrisiken auf der Anlegerseite sind bei „ultralangen“ Anleihen besonders hoch, da Zinssteigerungen

wegen der Hebelwirkung einen starken Preisrückgang mit sich bringen. Die potenziellen Auswirkungen auf Bankbilanzen und Finanzstabilität sind daher größer. Trotzdem können sehr langlaufende Anleihen Vorteile haben. Zum einen kann eine gewünschte Streckung der Laufzeitstruktur durch die Ausgabe von ultralangen Anleihen schnell und effektiv erreicht werden, da bereits kleine Bestände solcher Anleihen einen starken Einfluss auf die Durchschnittslaufzeit der Gesamtschuld haben. Zum anderen enthalten die Marktpreise solcher Anleihen wertvolle Informationen zu den langfristigen Zinserwartungen.

Eine Alternative besteht darin, ein stärkeres Gewicht auf bestehende langfristige Kreditinstrumente wie 10-, 15- und 30-jährige Anleihen zu legen. Konkret könnte sich die Laufzeitstreckung am Beispiel der USA oder des Vereinigten Königreichs orientieren, welche die Durchschnittslaufzeit der Staatsanleihen seit der Finanzkrise vom Jahr 2007 um zwei beziehungsweise vier Jahre erhöht haben. Seit Beginn der Corona-Krise streckt zudem eine Reihe von OECD-Ländern die Laufzeit signifikant, u. a. Italien und Spanien.

■ Probleme durch die Verbuchung von Agio und Disagio

Voraussetzung für ein optimales Schuldenmanagement ist eine adäquate Erfassung der Finanzierungsvorgänge. Aufgrund der aktuellen Verbuchungspraxis führen indes bei der Schuldenemission entstehende Agien und Disagien regelmäßig zu haushalterischen Planungsproblemen. Zwar werden die Kuponzahlungen periodengerecht als Ausgaben verbucht. Agien und Disagien werden allerdings zum Zeitpunkt der Emission verbucht.

Konkret fallen sogenannte Agio-Einnahmen an, wenn Anleihen zu Nominalzinsen ausgegeben werden, die über dem Marktzins liegen – wenn z. B. eine Anleihe mit einem Ein-Prozent-Zinskupon ausgegeben wird, aber der tatsächliche Zins null oder negativ ist. Der Ausgabewert der Anleihen liegt dann

über dem Nennwert – es werden z. B. 105 Euro erlöst für eine Anleihe mit einem Nennwert über 100 Euro. In den vergangenen Jahren kam es aufgrund der negativen und fallenden Zinsen zu ungewöhnlich hohen Agio-Einnahmen. Fast jede ausgegebene Schuldverschreibung der vergangenen zwei Jahre wurde zu einem Nullkupon und einem Kurs über 100 Prozent, also mit Agio, platziert.

Der zweite Grund ist die Aufstockung bestehender Anleihen zur Förderung der Liquidität. Damit Investoren eine Anleihe jederzeit im Markt kaufen und verkaufen können, ist es üblich, dass einmal ausgegebene Titel später zu identischen Konditionen wie bei der Erstemission graduell aufgestockt werden. Sind die Zinsen seit Erstausgabe gefallen, so wird bei der Aufstockung ein Zinskupon angeboten, der über dem Marktzins liegt, sodass es zu Agien kommt. Solche Agio-Einnahmen werden im laufenden Haushalt als negative Ausgaben oder Minusausgaben verbucht – sie wirken entlastend. Disagien entstehen, wenn der Ausgabewert unter dem Nennwert liegt. Analog wirken sie belastend auf den laufenden Haushalt.

Durch den aktuellen Umgang mit Agien und Disagien kann der Eindruck von zusätzlichen Ausgabenspielräumen oder plötzlichen Finanzlücken entstehen. In der kurzen Frist entsteht bei Agien ein finanzieller Spielraum der Exekutive, gegenüber den vom Parlament beschlossenen Haushaltsbudgets nach oben oder unten abzuweichen, ohne dies durch Nachtragsbeschlüsse transparent zu machen. Aber auch Disagien bringen Probleme

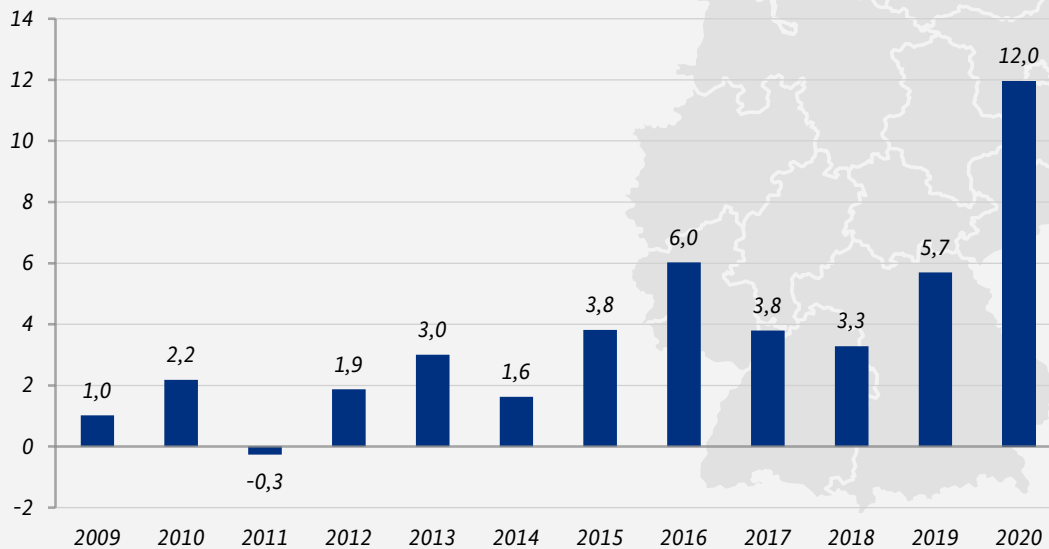
mit sich. Sollte es wegen steigender Zinsen zu hohen Disagien kommen, wirken diese wie kurzfristige Mehrausgaben, die anderswo im laufenden Haushalt eingespart werden müssen. Wenn solche politökonomischen Überlegungen ausgeblendet werden und der Fokus auf die rein barwertmäßigen Belastungswirkungen gelegt wird, dann gilt Folgendes: Agio-Einnahmen sind keine echten Einsparungen im Haushalt, da ihnen höhere Zinsausgaben in der Zukunft gegenüberstehen. Auch Disagien sind keine echten Mehrausgaben, denn ihnen stehen niedrigere Zinsausgaben in der Zukunft gegenüber. Das Entstehen von Disagio-Ausgaben wird zuweilen sogar als Argument gegen langfristige Schuldenaufnahme aufgeführt. Denn je länger die Laufzeit einer Anleihe, desto höher die Disagien bei einer Aufstockung und steigenden Zinsen.

Im Hinblick auf den Barwert der Finanzlasten der Staatsschuld ist eine solche Argumentation jedoch nicht überzeugend, denn die höheren Disagien stellen lediglich eine zeitliche Verschiebung zukünftiger Zinsausgaben in den aktuellen Haushalt dar. Bei einer langfristig orientierten Haushaltsplanung, welche die Zinsausgaben über die gesamte Laufzeit der Anleihen berücksichtigt, wäre die Höhe der Agien und Disagien nur eine buchhalterische Randnotiz.

Abbildung 4 zeigt, dass es seit dem Jahr 2015 zu Agien von mehr 30 Mrd. Euro gekommen ist. Das Volumen von Agien wie Disagien kann sehr hoch sein.

Abbildung 4
Agio-Einnahmen im Bundeshaushalt seit dem Jahr 2009

in Mrd. Euro



Quelle: Kreditaufnahmebericht des Bundes, verschiedene Jahre

Neutralisierung der Agien und Disagien

Vor diesem Hintergrund schlägt der Beirat vor, die Verbuchung von Agien und Disagien im Haushalt zu ändern. Eine Möglichkeit wäre die periodengerechnete Zuordnung der Agien/Disagien, also eine Anpassung der Buchungsregeln. Dabei werden die bei der Neuemission/Aufstockung entstehenden Agien und Disagien gleichmäßig über die gesamte Laufzeit der jeweiligen Anleihe verteilt. Überschüsse oder Abschläge werden also nicht wie derzeit gängig sofort verbucht, sondern über die Zeit geglättet. Dieser Vorschlag wurde bereits vom Bundesrechnungshof und der Deutschen Bundesbank gemacht. Dies hätte zusätzlich den Vorteil, dass die Verbuchung im Haushalt so erfolgt, wie es bei der europäischen Haushaltsüberwachung vorgesehen ist.

Ein alternativer, einfacherer und mit dem Jährlichkeitsprinzip der Kameralistik besser kompatibler

Ansatz wäre eine „Neutralisierungsregel“ für Agien und Disagien. Nach einer solchen Regel würde die Kreditaufnahme automatisch im Haushaltsvollzug um die im Haushaltsjahr angefallenen Agio-Einnahmen beziehungsweise Disagio-Ausgaben angepasst werden. Kommt es z. B. zu Agio-Einnahmen von 5 Mrd. Euro, würden diese Mittel auf die im Haushalt festgelegte Kreditaufnahme angerechnet werden. Dann würden auch ungeplante Agio-Einnahmen automatisch „neutralisiert“ werden und könnten nicht für Mehrausgaben eingesetzt werden. Analog würden ungeplante Disagio-Ausgaben zu einem entsprechend höheren Nennwert von Emission von Anleihen im jeweiligen Haushaltsjahr führen. Führt die Aufstockung langfristiger Anleihen z. B. zu 3 Mrd. Euro an Disagio-Ausgaben, so würden entsprechend mehr Schuldentitel emittiert werden, damit keine buchhalterische Belastung des laufenden Haushalts entstünde. Es erübrigt sich dann auch, Agien oder Disagien bei der Aufstellung des Haushalts zu berücksichtigen.



Schlussfolgerungen und Empfehlungen

Während zahlreiche OECD- beziehungsweise EU-Staaten die Laufzeit der Staatsverschuldung seit der Finanzkrise vom Jahr 2008 ausgeweitet haben, hat der Bund die Laufzeitstruktur kaum verändert. Im Gegenteil, ein Großteil der aktuell neu aufgenommenen Schulden wurde kurzfristig finanziert.

Der Beirat plädiert für einen Kurswechsel und für eine maßvolle Verlängerung der Laufzeiten der Staatsschulden. Zentrale Argumente dafür sind der aktuell geringe Zinsaufschlag für langfristige Papiere und die angesichts der internationalen Gläubigerstruktur für Deutschland günstige internationale Zuordnung von Zinsänderungsrisiken. Auch

würden längere Laufzeiten die Krisenresilienz erhöhen, wenn es etwa zu Finanzproblemen im Euroraum kommt. Generell helfen längere Laufzeiten, die Steuer- und Ausgabenpolitik zu verstetigen und stärker vom Schuldendienst zu entkoppeln.

Die zweite wesentliche Empfehlung des Gutachtens ist es, das Schuldenmanagement vom Einfluss rein buchungstechnischer Aspekte zu befreien. Insbesondere der Umgang mit Agien und Disagien im Haushalt sollte geändert werden. Eine Möglichkeit wäre die periodengerechte Zuordnung der Agien/Disagien, also eine Anpassung der Buchungsregeln. Ein alternativer Vorschlag wäre eine Neutralisierungsregel, nach der die Agien oder Disagien auf die Höhe der Ermächtigung für die Kreditaufnahme angerechnet werden.