

Der kurzfristige Schuldenstaat

1,5 Mrd. Euro gespart – 56 Mrd. Euro verschenkt

Standpunkt der Stiftung Marktwirtschaft

- Die Corona-Pandemie und die damit verbundenen politischen Maßnahmen haben in Deutschland zu einem **erheblichen Anstieg der Staatsausgaben** geführt. Um den entstandenen Finanzbedarf zu decken, griffen Deutschland und andere OECD-Länder verstärkt auf die **öffentliche Verschuldung** zurück. Das **günstige Zinsniveau** in dieser Zeit machte diese Entscheidung finanziell attraktiv.
- Insgesamt zeigt sich, dass die Staatsverschuldung in Deutschland überwiegend **kurzfristig finanziert** wurde, was sich auch im internationalen Vergleich widerspiegelt. Die durchschnittliche Fristigkeit der deutschen Staatsverschuldung liegt im unteren Drittel der OECD- und Euro-Länder. Die Entscheidung für kurze Laufzeiten wurde in Deutschland vor allem mit **Zinsersparnissen** begründet. Während der Corona-Pandemie war der Zinsaufschlag jedoch gering und die langfristige Verschuldung im Vergleich relativ günstiger. Eine auf kurze Laufzeiten ausgerichtete Verschuldungsstrategie bot mit **1,5 Mrd. Euro** nur noch **begrenzte Kostenvorteile**.
- Das Versäumnis, sich in der Niedrigzinsphase nicht längerfristig zu verschulden, verursacht zusätzliche Zinskosten in Höhe von **56,2 Mrd. Euro** bis 2030. Wenn sich der Staat schon entschlossen hatte, während der Pandemie **Rekordschulden** aufzunehmen, dann hätte er dies zumindest zu **günstigen Konditionen** tun sollen. Insbesondere für die Jahre 2022 bis 2025 hätte der Steuerzahler so deutlich geringere Zinsausgaben zu tragen gehabt, als dies nun – zusätzlich zu den ohnehin knappen Kassen – der Fall ist.

Die Laufzeiten deutscher Staatsanleihen

Die **Corona-Pandemie** und die in ihrer Folge ergriffenen politischen Maßnahmen haben die Staatsausgaben in Deutschland in die Höhe getrieben. Wie auch andere OECD-Länder hat sich Deutschland dafür entschieden, den **zusätzlichen Finanzbedarf** zu einem großen Teil durch **öffentliche Verschuldung zu finanzieren**, was sich aufgrund der niedrigen Zinsen äußerst günstig bewerkstelligen ließ. Allerdings erscheint das **Schuldenmanagement** des Bundes

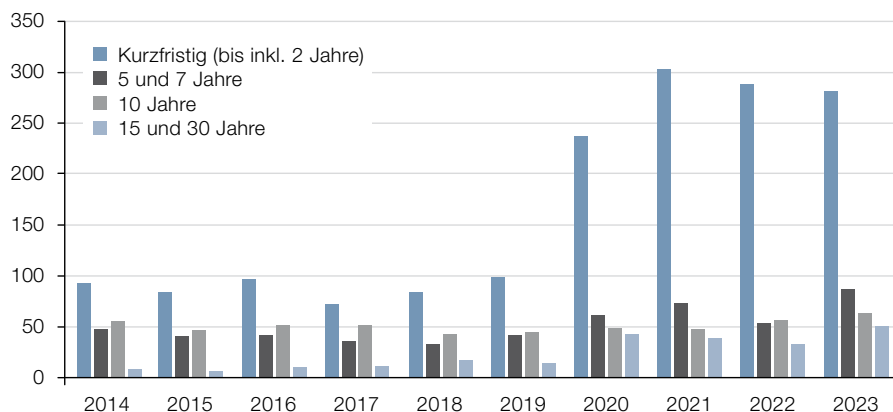


Abbildung 1:

Die Corona-Schulden wurden kurzfristig finanziert

Schuldenaufnahme des Bundes nach Laufzeiten in Mrd. Euro

Quelle: Deutsche Finanzagentur, Statistiken zum Primärmarkt Anfang 2023. Zahlen für 2023 sind Planwerte.

und der Finanzagentur bei näherer Betrachtung **fragwürdig**, insbesondere im Hinblick auf die **Fälligkeitsstruktur** der öffentlichen Verschuldung.

Die durchschnittliche Laufzeit der im Jahr 2022 umlaufenden deutschen Anleihen und sonstigen marktfähigen Schuldtitel betrug laut OECD-Statistik weniger als 7 Jahre. **Zwei Drittel der Kreditaufnahme** von 448,7 Mrd. Euro im Jahr 2022 wurden **kurzfristig finanziert**, das heißt mit Laufzeiten von bis zu zwei Jahren (Abbildung 1). Konkret wurden 220 Mrd. Euro der Neuemissionen als sogenannte BuBills (unverzinsliche Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von 6 bzw. 12 Monaten) und weitere 67 Mrd. Euro als zweijährige Anleihen emittiert. Auch 2021 hatten weniger als 20 Prozent der aufgenommenen Kredite eine Laufzeit von 10 Jahren oder länger (Abbildung 2).

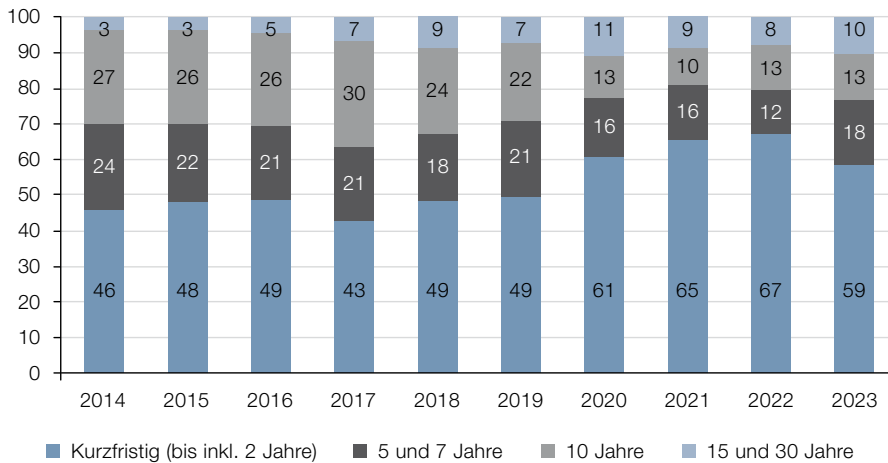


Abbildung 2:
Kurzfristige Emissionsstruktur deutscher Staatsanleihen in Prozent

Quelle: Deutsche Finanzagentur, Statistiken zum Primärmarkt Anfang 2023. Zahlen für 2023 sind Planwerte.

Staatsverschuldung im internationalen Vergleich

Ziel des **Staatsschuldenmanagements** sollte es sein, die vom Staat benötigten Mittel zu möglichst günstigen Konditionen und damit niedrigen Zinsen zu beschaffen und gleichzeitig die Risiken, insbesondere **Zinsänderungs- und Refinanzierungsrisiken, zu minimieren**. Der Zielkonflikt zwischen Zinsersparnis und Planungssicherheit bzw. Risikominimierung steht daher im Mittelpunkt der Diskussion um die Laufzeiten der Staatsverschuldung.

Kurzfristige Anleihen können aufgrund der hohen Nachfrage nach geldnahen, sicheren Finanzinstrumenten in der Regel zu **niedrigeren Zinsen** platziert werden als langfristige Anleihen. Gleichzeitig tragen Staat und Steuerzahler bei kurzfristigen Anleihen ein höheres **Zinsänderungsrisiko**, insbesondere das Risiko, dass die Zinsen am Ende der Laufzeit höher sind als zu Beginn und daher Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen notwendig werden, um

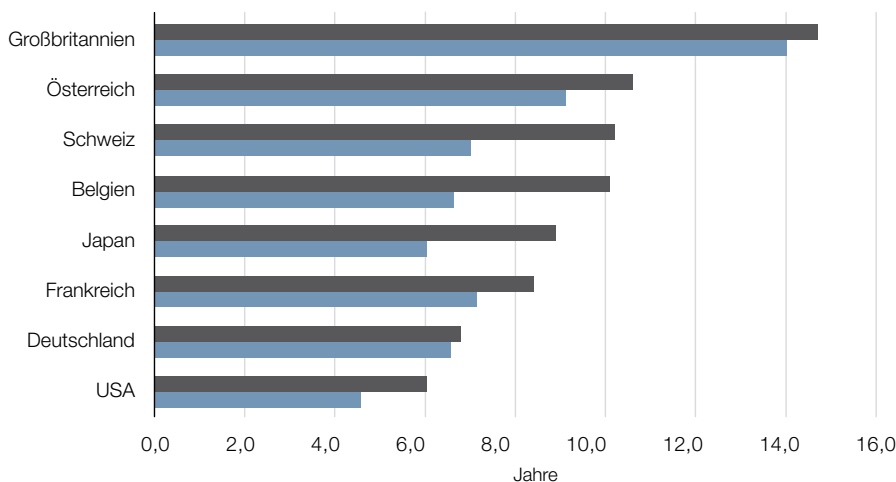


Abbildung 3:
Stillstand in Deutschland – Die durchschnittliche Laufzeit der Staatsschulden im internationalen Vergleich

■ 2022
■ 2007

Quelle: OECD Sovereign Borrowing Outlook 2023.

die gestiegenen Zinskosten zu finanzieren. Kurzfristige Anleihen bieten somit in der Regel **Kostenvorteile**, aber auch **weniger Planungssicherheit**.

Demgegenüber ermöglichen **langfristige Schulden** eine **gleichmäßige Verteilung des Schuldendienstes**. Dies bedeutet Planungssicherheit für den Staat und die Steuerzahler, da mögliche Zinssteigerungen in der Zukunft erst zeitverzögert zu höheren Zinsausgaben führen. Die Glättung der Ausgaben trägt dazu bei, **ungeplante Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen zu vermeiden**, insbesondere nach plötzlichen nominalen Zinserhöhungen wie derzeit. Eine Glättung der Steuereinnahmen geht mit niedrigeren erwarteten zusätzlichen Steuerbelastungen einher, da zusätzliche Steuerbelastungen konvex in den Steuersätzen bzw. in der Steuerquote sind. Bei langfristiger Verschuldung steht der Staat im Falle eines unerwarteten Inflationsanstiegs, wie in den letzten 18 Monaten, ebenfalls besser da, weil er die ausstehenden Schuldtitel nominal tilgt und die inflationsbedingt höheren Steuereinnahmen dies erleichtern. Langfristige Anleihen bieten daher **mehr Planungssicherheit**, allerdings zu **höheren Kosten**.

Insgesamt wurden die Corona-Schulden in Deutschland kurzfristig finanziert. Im **internationalen Vergleich** ist die **durchschnittliche Fristigkeit der deutschen Staatsverschuldung eher gering** und liegt im unteren Drittel der OECD- und Euro-Länder (Abbildung 3). Die meisten OECD-Länder haben die Laufzeiten ihrer Staatsverschuldung zwischen 2007 und 2022 deutlich verlängert. Die durchschnittliche Laufzeit stieg von 6,1 auf 8,2 Jahre. Deutschland erhöhte sie hingegen nur von 6,5 auf 6,8 Jahre.

Kurzfristige versus mittelfristige Verschuldung

In Deutschland war das **Hauptargument für kurze Laufzeiten die Zinsersparnis**. Gerade während der Corona-Pandemie war der Zinsaufschlag jedoch gering. Im ersten Quartal 2021 lag die Rendite einer 2-jährigen Anleihe bei -0,7 Prozent und die einer 10-jährigen Anleihe bei -0,5 Prozent. Damit betrug die Zinsdifferenz zwischen 2- und 10-jährigen Anleihen nur noch 0,2 Prozent. Anfang 2018 lag die Differenz noch bei rund 1 Prozent und Anfang 2010 sogar bei rund 2 Prozent.¹ Langfristige Verschuldung war somit relativ günstiger geworden. Durch die kurze Laufzeit der Verschuldung konnte der Bund zwischen den Jahren 2019 und 2021 **eine Zinsersparnis von etwa 1,5 Mrd. Euro** realisieren. Diese Verschuldungsstrategie hatte somit nur noch geringe Kostenvorteile. Am aktuellen Rand liegt die Rendite 2-jähriger Anleihen sogar über der Rendite 10-jähriger Anleihen, wie Abbildung 4 zeigt. Diese inverse Zinsstruktur ist auf die Erwartung zurückzuführen, dass die Nominalzinsen im Zuge der Inflationsbekämpfung der Europäischen Zentralbank (EZB) längerfristig wieder sinken werden.

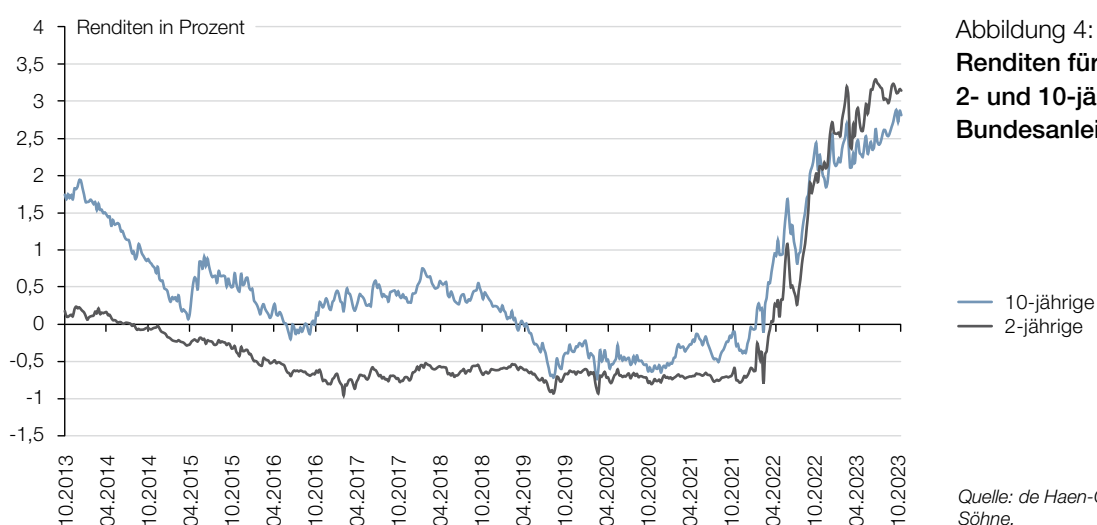


Abbildung 4:
**Renditen für
2- und 10-jährige
Bundesanleihen**

— 10-jährige
— 2-jährige

Quelle: de Haen-Carstanjen & Söhne.

¹ Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2021), Das Schuldenmanagement des Bundes: Ein Plädoyer für längere Laufzeiten und eine Reform der Agio- und Disagio-Regeln, Gutachten 04/2021.

Kosten aufgrund kurzfristiger Haushaltspolitik

Die **kurzfristige Finanzierungsstruktur** der deutschen Staatsanleihen und deren starker Anstieg – die Staatsverschuldung steigt zwischen den Jahren 2019 und 2022 um 35 Prozent – führen dazu, dass gerade in den kommenden beiden Jahren bei angespannter Haushaltslage **besonders hohe Zinsausgaben** des Bundes zu erwarten sind. Für die Jahre 2024 und 2025 rechnet der Bund mit Zinsausgaben in Höhe von jeweils knapp **37 Mrd. Euro**. Der Anstieg der Zinsausgaben ist unter anderem auf die **kurzfristige und kurzfristige Schuldenpolitik** der Jahre 2015 bis 2022 zurückzuführen. Obwohl sich die Zinsen für Staatsanleihen auf einem historisch niedrigen Niveau befanden, wurde diese Situation bis zum Zinsanstieg Anfang 2022 nicht genutzt, um sich längerfristig zu verschulden.

Zur Veranschaulichung: Hätte der Staat die in den Jahren 2022 bis 2030 zu tilgenden Anleihen nicht mit einer **Laufzeit von 5 Jahren oder kürzer**, sondern mit einer Laufzeit von 10 Jahren emittiert, ergäbe sich bei einem aktuell zu kalkulierenden Refinanzierungszinssatz von 3 Prozent eine **Zinersparnis von 56,2 Mrd. Euro** bis zum Jahr 2030. Hierfür wurde die Zinersparnis der jeweils zu revolvingierenden Anleihen des Bundes in den Jahren 2015 bis 2022 berechnet, wenn anstelle der unverzinslichen Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von 6 und 12 Monaten sowie der Bundes-schatzanweisungen mit einer Laufzeit von 2 Jahren Bundesanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren emittiert worden wären. Insbesondere für die Jahre 2022 bis 2025 hätte der Staat – und damit der Steuerzahler – angesichts knapper Haushaltskassen deutlich geringere Zinsausgaben zu tragen.

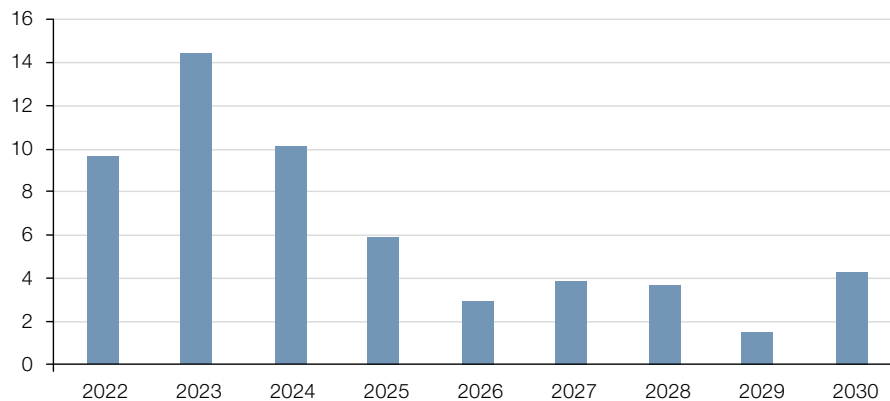


Abbildung 5:
56,2 Mrd. an Zinskosten aufgrund des kurzfristigen Staatsschuldenmanagements

Quelle: Eigene Berechnungen.

Fazit

Wie schlecht der Staat mitunter wirtschaftet und wie **kurzatmig und wenig vorausschauend seine Haushaltsführung** ist, wird besonders am Beispiel des Jahres 2021 deutlich. Damals rollte die Inflation bereits und es war klar, dass die Zeit der Niedrigzinsen bald vorbei sein würde. Das **Bundesministerium der Finanzen** vermerkte im November 2021 allerdings, dass eine „**Zinswende mit deutlich steigenden Realzinsen unwahrscheinlich**“ sei.² Der Fiskus reagierte nicht – man war mit dem **Wahlkampf** beschäftigt.

Der **historisch fast einmalige Kostenvorteil** einer besonders günstigen Verschuldung bei langen Laufzeiten verstrich somit **ungenutzt**. Wenn der Staat sich schon entschlossen hatte, während der Pandemie Rekordschulden aufzunehmen, dann hätte er dies zumindest zu günstigen Konditionen tun sollen. Diese **56 Milliarden Euro Chance für sinnvolle Ausgaben bzw. Investitionen wurde vertan**.

Ansprechpartner: Dr. Tobias Kohlstruck

Stiftung Marktwirtschaft, Charlottenstr. 60, 10117 Berlin | www.stiftung-marktwirtschaft.de

² Bundesrechnungshof (2022), Bericht nach §88 Abs. 2 BHO-Information über die Entwicklung des Einzelplans 32 für die Beratung zum Bundeshaushalt 2023, Bonn.