

UPDATE 2022

STIFTUNG  
Marktwirtschaft

# EHRBARER STAAT? POLITIK VERSUS STATISTIK: NARRATIVE IM SPIEGEL ÖKONOMISCHER FAKTEN

Argumente  
zu Marktwirtschaft  
und Politik

Nr. 166 | Dezember 2022

Bernd Raffelhüschen  
Teresa Brinkschmidt  
Philipp Toussaint  
Sebastian Will



# EHRBARER STAAT? POLITIK VERSUS STATISTIK: NARRATIVE IM SPIEGEL ÖKONOMISCHER FAKTEN

Bernd Raffelhüschen  
Teresa Brinkschmidt  
Philipp Toussaint  
Sebastian Will

Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, Nr. 166

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort 03

- 1 Einleitung 04
- 2 Die Staatsverschuldung explodiert: Die Nachhaltigkeitslücke im Status quo 05
- 3 Staatsverschuldung und Inflation 09
  - 3.1 Bestandsaufnahme der gegenwärtigen Preisentwicklung 09
  - 3.2 Die Geldpolitik der EZB und ihre Auswirkungen auf das Inflationsgeschehen 10
- 4 Eine „Niedrigzins“-Phase? Die gab es nicht 15
- 5 Die Mietkostenbelastungsquote ist konstant geblieben 17
  - 5.1 Die Mietkostenbelastung 17
  - 5.2 Die Mietpreisentwicklung und ihre Determinanten 18
- 6 Fazit 21
- 7 Methodische Grundlagen der Generationenbilanzierung 22
  - 7.1 Die Methode der Generationenbilanzierung 22
  - 7.2 Berücksichtigte Rahmenbedingungen 24
  - 7.3 Verwendete Nachhaltigkeitsindikatoren 24

Literatur 26

Executive Summary 28

© 2022

Stiftung Marktwirtschaft (Hrsg.)  
Charlottenstraße 60  
10117 Berlin  
Telefon: +49 (0)30 206057-0  
info@stiftung-marktwirtschaft.de  
www.stiftung-marktwirtschaft.de



Die Publikation ist auch über den QR-Code  
kostenlos abrufbar.

ISSN: 1612 – 7072

Titelfoto: © Sergej Khackimullin – Fotolia.com

Diese Studie wurde am Forschungszentrum Generationenverträge der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg erstellt. Für wertvolle Hinweise und Hilfestellungen danken die Autoren Tobias Kohlstruck, Guido Raddatz und Ann Zimmermann. Für alle verbleibenden Fehler zeigen sich die Autoren verantwortlich.

## Vorwort

Narrative haben eine enorme Bedeutung für die gesellschaftliche, aber auch die politische Meinungsbildung – insbesondere in Krisenzeiten. Ob während der Covid-19-Pandemie, im Zusammenhang mit dem russischen Angriffskrieg oder vor dem Hintergrund der Energiekrise, letztendlich gewinnt in der Öffentlichkeit meistens die Seite mit dem stärksten Narrativ. Dabei spielt insbesondere die Interpretation von Fakten und deren Einordnung in den Gesamtkontext eine bedeutende Rolle.

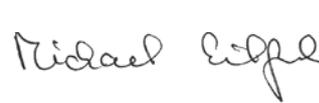
Ökonomischen Narrativen ist häufig eine normative Dimension inhärent, die sich vor allem dadurch ergibt, dass Narrativen sowohl vereinfachende Annahmen als auch bestimmte Zielvorstellungen zugrunde liegen. Sie helfen dabei, Struktur in die empirische Gemengelage zu bringen, Wissen didaktisch aufzubereiten und schlussendlich Erkenntnisse in die Welt zu tragen. Dass sich Narrative vor allem im politischen Kontext nicht ohne ein gewisses Maß an normativer Bewertung herausbilden, ist weder überraschend noch an und für sich problematisch.

Wenn Narrative jedoch auf einer Interpretation von Zahlen und Statistiken aufbauen, die weder transparent kommuniziert, noch nachvollziehbar ist, können „gefühlte“ Wahrheiten entstehen, die mit der Realität nicht unbedingt übereinstimmen oder sich gar als konstruierte Kausalitäten entpuppen. Es besteht insofern zuweilen ein Spannungsfeld zwischen ökonomischen Tatsachen und politischer Botschaft, das manchmal – wenn überhaupt – erst bei genauerem Hinsehen

deutlich wird. Von der „neuen Ehrlichkeit“, die den Wählern bereits im Bundestagswahlkampf 2013 versprochen wurde, sind wir zumindest noch ein gutes Stück weit entfernt, wie diese Studie aufzeigt.

Werden „passende“ Narrative bewusst gestrickt, indem unbequeme ökonomische Tatsachen und Zusammenhänge nur unvollständig dargestellt oder gar missverständlich interpretiert werden, ist es an der Zeit, kritische Fragen zu stellen und die Faktenlage noch einmal genauer unter die Lupe zu nehmen – insbesondere dann, wenn aus ihnen politische Handlungsoptionen abgeleitet werden. Denn eines dürfte klar sein: Für die öffentliche Meinungsbildung ist kaum etwas so unabdingbar wie Transparenz und Nachvollziehbarkeit – und das nicht nur in Krisenzeiten.

Wir danken der informedia-Stiftung für die Förderung dieser Publikation.



Prof. Dr. Michael Eilfort  
Vorstand  
der Stiftung Marktwirtschaft



Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen  
Vorstand  
der Stiftung Marktwirtschaft

## 1 Einleitung

Nach zwei langen Jahren, in denen sich die mediale Aufmerksamkeit hierzulande fast ausschließlich auf die Covid-19-Pandemie beschränkte, stehen seit Beginn des Jahres 2022 vor allem der Ukrainekrieg, die Energiekrise und die steigenden Inflationsraten im Zentrum der öffentlichen Debatte. Diese teils erschütternden und tragischen Entwicklungen prägen nicht nur das politische Tagesgeschehen, sondern sorgen darüber hinaus ökonomisch wie auch gesellschaftlich für ein hohes Maß an Unsicherheit. Insbesondere die Situation auf den Gasmärkten aufgrund des erheblichen Angebotsrückgangs durch den Wegfall der Gaslieferungen aus Russland macht der deutschen Wirtschaft wie auch den Bürgern zu schaffen. Auf Ebene der Privathaushalte spiegelt sich der Anstieg der Verbraucherpreise vor allem in Kaufkraftverlusten wider, die einen Rückgang des Konsums zur Folge haben. Die inflationsbedingt entstehenden Gewinne bleiben jedoch nicht in Deutschland, da ein Großteil der durch den Preisanstieg hervorgerufenen Mehreinnahmen ins Ausland abfließt. Wenngleich angenommen werden kann, dass sich die hohen Energie- und Lebensmittelpreise nicht dauerhaft auf ihrem aktuellen Niveau bewegen werden, ist dennoch von langfristigen Wohlstandsverlusten auszugehen. Denn selbst bei einem mittelfristigen Rückgang der Energiepreise ist es äußerst unwahrscheinlich, dass diese wieder auf

das Vorkrisenniveau absinken – die Ära der (viel zu) billigen Energiebeschaffung scheint auf absehbare Zeit vorbei zu sein.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen thematisiert die vorliegende Studie vier in der Öffentlichkeit vorherrschende „gefühlte“ Wahrheiten und unterzieht sie einer kritischen Analyse. Zu einer dieser gefühlten Wahrheiten gehört die vermeintlich höhere Wohnkostenbelastung. Durch die nominal steigenden Preise und Mieten entsteht der Eindruck, dass Wohnraum immer teurer wird. Wie hoch die Belastung durch höhere Mieten jedoch tatsächlich ist, wird erst ersichtlich, wenn sie ins Verhältnis zum Haushaltseinkommen gesetzt werden. Darüber hinaus wird in der vorliegenden Publikation die (coronabedingte) implizite Staatsverschuldung offengelegt, die deutlich größer als die ausgewiesene explizite Staatsschuld ist. Ferner wird die Zinsentwicklung der letzten Jahre sowie das aktuelle Inflationsgeschehen und die diesbezügliche Rolle der Europäischen Zentralbank (EZB) genauer unter die Lupe genommen. Der in diesem Zusammenhang oft als „Niedrigzinsphase“ bezeichnete Zeitraum kann jedoch nur als solcher bezeichnet werden, wenn ausschließlich festverzinsliche Wertpapiere betrachtet werden. Werden außerdem Immobilien und Aktien berücksichtigt, wird deutlich, dass sich Sparen trotzdem lohnt.

## 2 Die Staatsverschuldung explodiert: Die Nachhaltigkeitslücke im Status quo

**Ökonomische Tatsache Nr. 1:** Die explizite Staatsschuld liegt aktuell bei knapp 2,5 Billionen Euro bzw. 68,7 Prozent des BIP. Seit Beginn der Covid-19-Pandemie ist sie um 10 Prozentpunkte gestiegen. Den weitaus größeren Teil des Schuldenbergs machen jedoch die sogenannten impliziten Schulden aus, die Leistungsversprechen des Staates gegenüber seinen jungen und zukünftigen Bürgern darstellen, die durch das heutige Steuer- und Abgabenniveau nicht gedeckt sind.

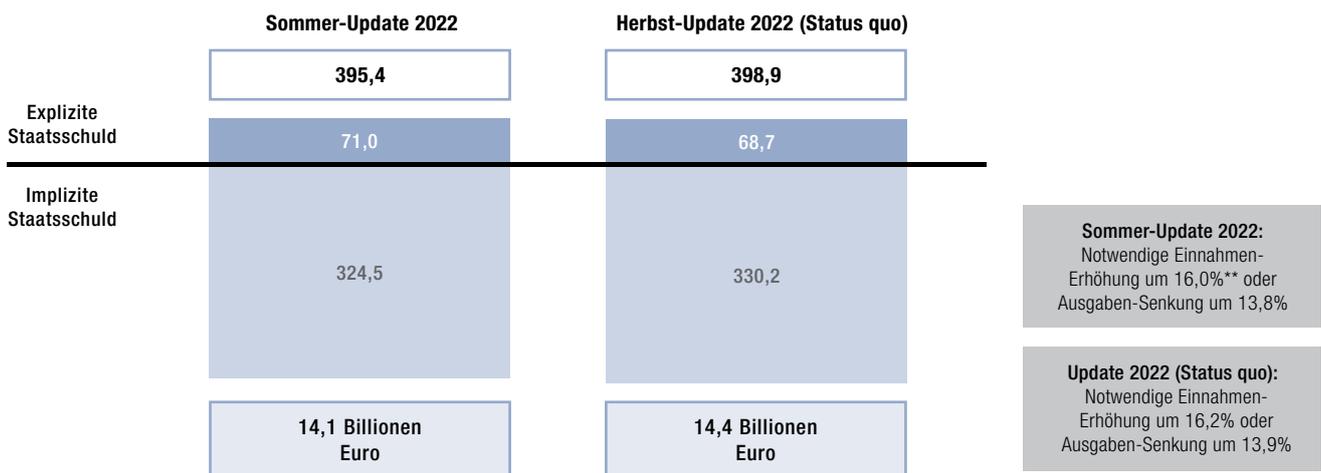
Die Analyse der fiskalischen Nachhaltigkeit und die Quantifizierung der intertemporalen und intergenerativen Auswirkungen der Fiskalpolitik erfolgt vor dem Hintergrund des Leitbildes der Generationengerechtigkeit und einer zukunftsfähigen Entwicklung der öffentlichen Finanzen. Im Sinne einer fiskalischen Nachhaltigkeit ist die dauerhafte Finanzierbarkeit der öffentlichen Haushalte das langfristige Ziel. Implizite Schulden ergeben sich dabei aus zukünftigen Haushaltsdefiziten, d.h. die zukünftigen Staatseinnahmen werden nicht ausreichen, um die zukünftigen Staatsausgaben zu decken. Der Staat verspricht mehr öffentliche Leistungen,

als er mit Steuern und Beiträgen dauerhaft finanzieren kann. Ausgangspunkt der Analyse bilden die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR), wobei den vorliegenden Zahlen – im Vergleich zum Sommer-Update 2022 – die endgültigen VGR-Jahresergebnisse zugrunde liegen. Das bestehende Missverhältnis zwischen der langfristigen Einnahmen- und Ausgabenentwicklung des Staates spiegelt sich im Status quo-Szenario des diesjährigen Herbst-Updates der Generationenbilanz in einer impliziten Schuld von 330,2 Prozent des BIP wider.

Im Vergleich zum vorangegangenen Sommer-Update ergibt sich durch die Aktualisierung der VGR-Daten<sup>1</sup> ein Anstieg der impliziten, heute noch unsichtbaren, Schulden von 5,7 Prozentpunkten. Bei den expliziten, heute bereits sichtbaren, Staatsschulden ergibt sich demgegenüber ein geringfügiger Rückgang um 2,3 Prozentpunkte von 71,0 auf 68,7 Prozentpunkte des BIP. Dies lässt sich auf das in den endgültigen VGR-Jahresergebnissen leicht nach oben korrigierte BIP bei gleichzeitig niedrigerem Schuldenstand zurückführen. Die Nachhaltigkeitslücke der öffentlichen Haushalte, definiert als

Abbildung 1:  
Leichter Anstieg der Nachhaltigkeitslücke aufgrund der aktualisierten endgültigen VGR-Jahresergebnisse (in Prozent des jeweiligen BIP\*)

Quelle: Eigene Berechnungen.



\* Referenz-BIP für das Sommer-Update 2022 (BIP 2021) = 3,57 Billionen Euro; Herbst-Update 2022 (BIP 2021) = 3,60 Billionen Euro.

\*\* Wert der notwendigen Einnahmen-Erhöhung für das Sommer-Update 2022 wurde korrigiert.

<sup>1</sup> Verwendung der endgültigen VGR-Jahresergebnisse (Statistisches Bundesamt, 2022k) im Vergleich zu den vorläufigen VGR-Ergebnissen aus dem Mai 2022 (Statistisches Bundesamt, 2022j).

die Summe aus expliziter und impliziter Verschuldung, beläuft sich demnach auf 398,9 Prozent des BIP im Vergleich zu 395,4 Prozent im Sommer-Update dieses Jahres. Umgerechnet entspricht dies einer Staatsschuld von 14,4 Billionen Euro und damit einem durch die Datenaktualisierung induzierten Schuldenanstieg von 0,3 Billionen Euro.

Die Einnahmen der Gebietskörperschaften fielen gemäß der endgültigen VGR-Jahresergebnisse für 2020 um 1,93 Milliarden Euro und im Jahr 2021 um 0,13 Milliarden Euro höher aus, als sie in den vorläufigen Ergebnissen aus dem Mai 2022 ausgewiesen wurden (vgl. Tabelle 2). Gleichzeitig wurden jedoch auch die Ausgaben der Gebietskörperschaften

für beide Jahre nach oben korrigiert. Im Jahr 2020 lagen diese schlussendlich 4,45 Milliarden Euro und im darauffolgenden Jahr 2021 3,57 Milliarden Euro über den Werten aus der vorläufigen VGR. Die Zunahme der impliziten Verschuldung lässt sich dementsprechend auf den in der endgültigen Version der VGR leicht verschlechterten Finanzierungssaldo der Gebietskörperschaften zurückführen. Auf Grundlage der endgültigen Jahresergebnisse der VGR ergibt sich für das Jahr 2021 ein Defizit der Gebietskörperschaften in Höhe von 138,5 Milliarden Euro und damit ein neues Rekordhoch. Im Krisenjahr 2020 lag das Finanzierungsdefizit der Gebietskörperschaften noch bei 112,7 Milliarden Euro.

Tabelle 1:

Staatsfinanzen unter Druck: Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssalden der Gebietskörperschaften und der Sozialversicherungen gemäß endgültiger VGR (in Milliarden Euro)

Quelle: Statistisches Bundesamt (2022k).

	Einnahmen		Ausgaben		Finanzierungssaldo	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Gebietskörperschaften	1.003,8	1.116,4	1.116,6	1.255	-112,7	-138,5
Gesetzliche Rentenversicherung	339,8	352,7	344,1	352,4	-4,3	0,3
Gesetzliche Krankenversicherung	273,6	298,8	278,7	298,9	-5,1	-0,1
Soziale Pflegeversicherung	51,1	52,4	47,8	52,3	3,2	0,13
Sonstige Sozialversicherungen	55,7	82,0	84,4	78,1	-28,7	3,9

Unter der Prämisse, dass heutige und zukünftige Generationen gleichermaßen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte herangezogen werden, ergäben sich im Status quo notwendige Ausgabeneinsparungen im Umfang von 13,9 Prozent. Ebenso könnte die bestehende Nachhaltigkeitslücke – unter gleichbleibender Prämisse bezüglich der Lastenverteilung zwischen heutigen und zukünftigen Generationen – durch dauerhafte Einnahmenerhöhungen von 16,2 Prozent ausgeglichen werden.

Mit Blick auf die Schuldentransparenz der öffentlichen Haushalte ergibt sich im Status quo ein Anteil der impliziten Verschuldung an den Staatsschulden von 82,8 Prozent, während nur 17,2 Prozent der Gesamtverschuldung auf die expliziten Staatsschulden fällt. Insofern wird weiterhin weniger als ein Fünftel der Staatsschulden auch tatsächlich seitens des Staates als solche ausgewiesen, während der weitaus größere Teil der Verschuldung für die Öffentlichkeit im Verborgenen bleibt (vgl. Abbildung 2).

Tabelle 2:

Abweichungen der Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssalden der Gebietskörperschaften und der Sozialversicherungen nach endgültiger VGR 2022 im Vergleich zur vorläufigen VGR aus dem Mai 2022 (in Milliarden Euro)

Quelle: Statistisches Bundesamt (2022j, 2022k), eigene Berechnungen.

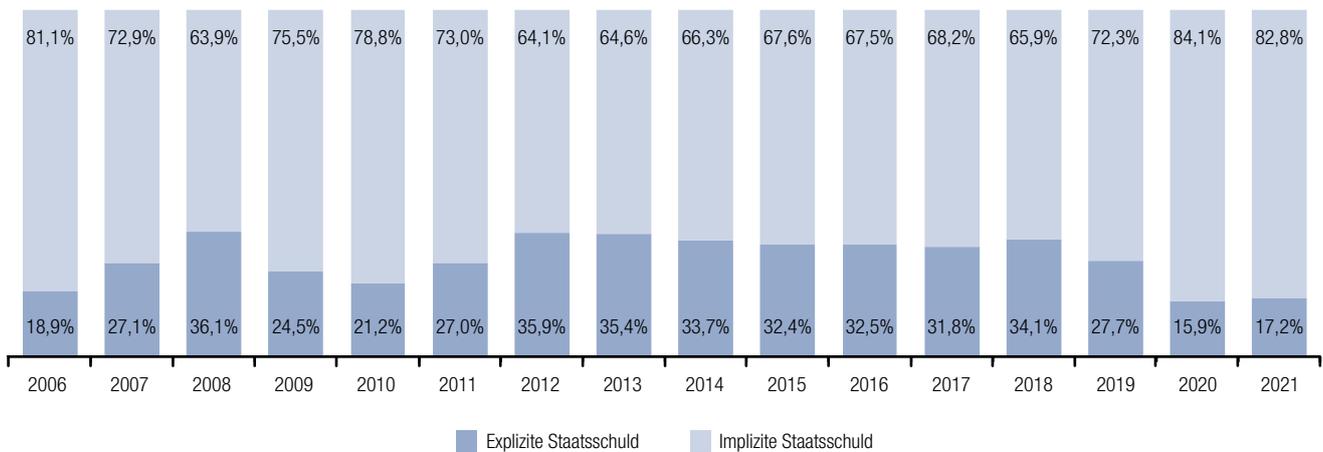
	Einnahmen		Ausgaben		Finanzierungssaldo	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Gebietskörperschaften	1,93	0,13	4,45	3,57	-2,52	-3,34
Gesetzliche Rentenversicherung	-0,04	0,11	-0,03	0,29	0,00	-0,18
Gesetzliche Krankenversicherung	0,03	0,13	0,02	0,53	0,00	-0,40
Soziale Pflegeversicherung	0,06	-0,08	0,33	-0,01	-0,16	-0,07
Sonstige Sozialversicherungen	-0,02	0,14	-0,35	-0,39	0,33	0,54

Abbildung 2:

Weiterhin werden nur ein Fünftel der Staatsschulden tatsächlich als solche ausgewiesen

Expliziter und impliziter Anteil der Staatsschulden im Zeitverlauf (in Prozent der jeweiligen Nachhaltigkeitslücke)

Quelle: Eigene Berechnungen.



Das kontrafaktische Szenario aus dem Sommer-Update 2021 stellt die konjunkturelle Entwicklung dar, die zu erwarten gewesen wäre, hätte es die Covid-19-Pandemie nicht gegeben, und illustriert somit eine hypothetische Situation. Den Berechnungen werden hierfür annahmegemäß die Konjunkturerwartungen (Gemeinschaftsdiagnose, 2019) und

Steuerschätzungen (BMF, 2019) aus dem Vorkrisenjahr 2019 zugrunde gelegt.<sup>2</sup>

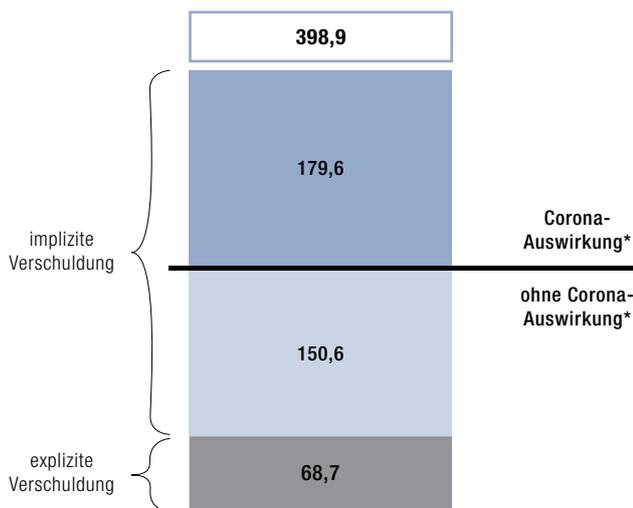
Dieses kontrafaktische Szenario kann als näherungsweise Vergleichsszenario herangezogen werden, um die Größenordnung der fiskalischen Auswirkungen der Pandemie greifbar zu machen. Übertragen auf das diesjährige Herbst-Update ergibt sich auf dieser Grundlage eine ausschließlich coronabedingte implizite Verschuldung von 179,6 Prozent des BIP. Dies entspricht umgerechnet 6,5 Billionen Euro. Die impliziten Schulden ohne Corona-Auswirkungen würden sich hingegen nur auf 150,6 Prozent des BIP oder 5,4 Billionen Euro belaufen. Insgesamt läge die Nachhaltigkeitslücke im kontrafaktischen Szenario aus dem Sommer-Update 2021 nur bei 208,6 Prozent des BIP im Vergleich zu 398,9 Prozent im Status quo-Szenario. Der starke Anstieg ist auf die deutlichen Steuermindereinnahmen infolge des Covid-19-bedingten Wachstumseinbruchs zurückzuführen.

Die bis ins Jahr 2019 durchaus erfreuliche Entwicklung der öffentlichen Finanzen wird insbesondere vor dem Hintergrund der Pandemiebekämpfung häufig angeführt, um die massive explizite Neuverschuldung zu relativieren. Fünf Jahre in Folge konnte der Staat einen Finanzierungsüberschuss erwirtschaften. Seit 2010 bis zum Ausbruch von Covid-19 war die deutsche Wirtschaft auf einem Wachstumskurs – wenn gleich bereits vor der Pandemie nur noch in abgeschwächter Form. Der Anstieg der expliziten Schulden infolge der Hilfspakete und Maßnahmen zur Konjunkturstabilisierung sei deshalb unproblematisch: Man habe ja schließlich zuvor gut gewirtschaftet und würde das auch nach Ende der Pandemie wieder tun. Ignoriert werden dabei jedoch – wie so oft – die impliziten Staatsschulden, die alle Verbindlichkeiten berücksichtigen, die der Staat gegenüber seinen Bürgern eingegangen ist und welche im Vergleich zum Vorkrisenjahr massiv angestiegen sind. Da alle impliziten Schulden irgendwann zu expliziten Schulden werden, sollten die politisch Verantwortlichen dieser Problematik durch konsolidierende Maßnahmen entgegenwirken.

Abbildung 3:  
Anstieg der impliziten Staatsschuld auch Covid-19-bedingt

Anteil der expliziten und impliziten Verschuldung an der Nachhaltigkeitslücke (in Prozent des BIP)

Quelle: Eigene Berechnungen.



\* Es handelt sich hier um Abschätzungen auf Basis des kontrafaktischen Szenarios aus dem Sommer-Update 2021, hierzu Raffelhüschen et al. (2021a).

2 Für eine detaillierte Beschreibung siehe Bahnsen et al. (2020) sowie Raffelhüschen et al. (2021a).

### 3 Staatsverschuldung und Inflation

#### 3.1 Bestandsaufnahme der gegenwärtigen Preisentwicklung

Bereits in der zweiten Hälfte des Jahres 2021 sind die Inflationsraten deutlich gestiegen. Hierfür verantwortlich war einerseits der starke Anstieg der aggregierten Nachfrage in Folge der expansiven fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen sowie des Wegfalls vieler Einschränkungen zur Pandemiebekämpfung. Andererseits ergaben sich erhebliche Lieferengpässe, insbesondere bei Rohstoffen, als Folge der globalen Überlastung der Logistik durch den wirtschaftlichen Erholungs-

prozess. Verstärkt wurde dieser Prozess zusätzlich durch die restriktive Zero-Covid-Strategie Chinas, die sich ebenfalls preiserhöhend ausgewirkt hat (Horst et al., 2022).

Seit einigen Monaten sorgen vor allem die hohen Energiepreise für steigende Inflationsraten bei den gewerblichen Erzeugerpreisen, die sich mittlerweile auf einem Rekordniveau befinden (vgl. Abbildung 4). Dabei wirken sich die enormen Preissteigerungen auf den vorgelagerten Wirtschaftsstufen wiederum preiserhöhend auf die Verbraucherpreise aus. Im Vergleich zum Vorjahresmonat fielen die gewerblichen Erzeuger- sowie die Verbraucherpreise im September 2022 um 45,8 Prozent bzw. 10 Prozent höher aus (Statistisches Bundesamt, 2022b, 2022h).

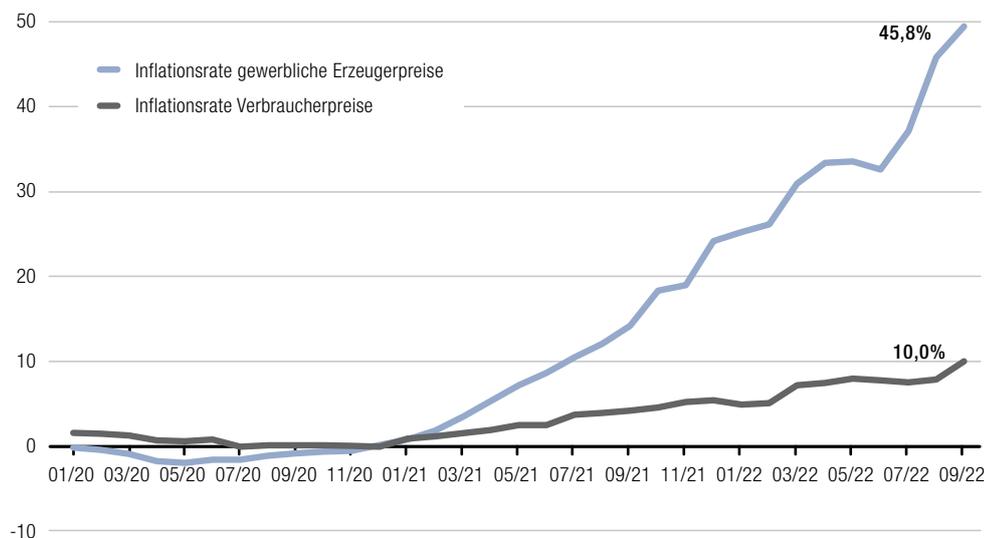


Abbildung 4:  
Die Preise steigen wie noch nie

Entwicklung der jährlichen Inflationsrate der gewerblichen Erzeugerpreise (Erzeugerpreisindex) und der Verbraucherpreise (Verbraucherpreisindex) seit Januar 2020 (in Prozent)

Quelle: Statistisches Bundesamt (2022b, 2022h).

Getrieben wird die gegenwärtige Inflationsdynamik von nach wie vor gestörten Lieferketten infolge der Covid-19-Pandemie und des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine, der insbesondere auf den Energiemärkten für eine Gasknappheit sorgt und die Preise für Energie in ungeahnte Höhen schießen lässt. So lagen die Energiepreise im Oktober 2022 um 43 Prozent höher als im Vorjahresmonat – und das, obwohl sich im Oktober die Mehrwertsteuersenkung auf Erdgaslieferungen und Fernwärme preisdämpfend ausgewirkt haben dürfte (Statistisches Bundesamt, 2022g).

Für die privaten Haushalte resultiert aus den stark gestiegenen Energiepreisen eine Doppelbelastung, da sie sich nicht nur einer Verteuerung von Gas und Elektrizität für ihren

individuellen Verbrauch gegenübersehen, sondern die Unternehmen teilweise ihre energiebedingten Mehrkosten außerdem in Form von Preiserhöhungen ihrerseits an die privaten Verbraucher weitergeben. Bei hohen Lohnabschlüssen, die wiederum die Nachfrage erhöhen, droht außerdem eine Lohn-Preis-Spirale, die die Inflation weiter anheizt.

Die Rekordinflation kann als eines der drängendsten gesellschaftspolitischen Probleme der Gegenwart verstanden werden, das seitens der Politik schnellstmöglich an der Wurzel angegangen werden sollte. Denn wie Sinn (2021) treffend feststellt: Wenn die Stabilität des Geldes infolge einer ausufernden Inflation nicht mehr gesichert ist, bricht ein Grundpfeiler unserer marktwirtschaftlichen Ordnung weg.

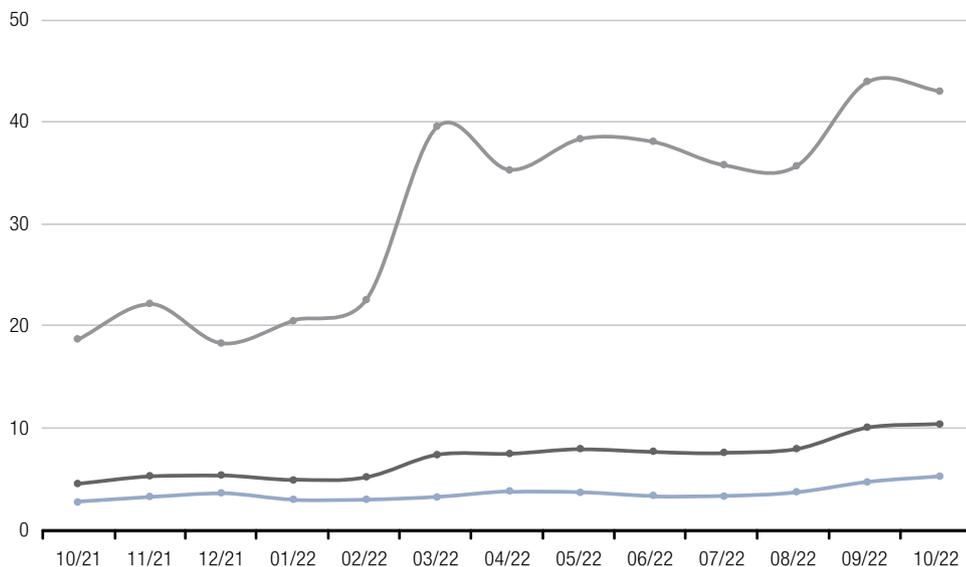


Abbildung 5:  
Hohe Inflationsdynamik  
im Energiesektor

Entwicklung der Kerninflationsrate, des Verbraucherpreisindex (Gesamtindex) und der Energiepreise (Teilindex) in den letzten 12 Monaten (in Prozent)

Quelle: Statistisches Bundesamt (2022d, 2022e, 2022f, 2022g).

— Energie (Teilindex)  
— VPI (Gesamtindex)  
— Kerninflationsrate

### 3.2 Die Geldpolitik der EZB und ihre Auswirkungen auf das Inflationsgeschehen

**Ökonomische Tatsache Nr. 2:** Der gegenwärtig zu beobachtenden Inflation hat die EZB bereits vor Jahren die Basis bereitet. Die Covid-19-Pandemie und der Ukrainekrieg sind lediglich Auslöser und Verstärker, aber keine originären Verursacher des aktuellen Inflationsgeschehens.

Zwar kann die EZB selbstverständlich weder für die Covid-19-Pandemie noch für den russischen Angriffskrieg und seine Folgen verantwortlich gemacht werden. Dennoch trägt sie in Bezug auf die steigenden Staatsschulden und das derzeitige Inflationsgeschehen im Euroraum eine Mitverantwortung. Durch ihre Niedrigzinspolitik und die großflächigen Ankaufprogramme von Staatsanleihen hat die EZB die Zentralbankgeldmenge im Euroraum massiv aufgebläht. Das Zentralbankgeld (M0) umfasst sämtliches von der Zentralbank in Umlauf gebrachtes Bargeld sowie Sichteinlagen von Dritten, insbesondere den Geschäftsbanken<sup>3</sup>, die bei der Zentralbank unterhalten werden (Deutsche Bundesbank, 2022b).

Konkret heißt das: Zwischen dem Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2008 und September 2021 stieg die Zentralbankgeldmenge im Euroraum von 880 Milliarden auf etwa 6 Billionen Euro (vgl. Abbildung 6). Das entspricht nahezu einer Versiebenfachung (EZB, 2022a). Als Begründung für diese expansive Geldpolitik der EZB wurde damals zunächst die Erhöhung der zu diesem Zeitpunkt sehr niedrigen – von manchen Beobachtern als an der Grenze zur Deflation liegend interpretierten – Inflation angeführt.

Ein erstes wichtiges Programm, mit dem die EZB den Ankauf von Staatsanleihen forcierte, war das Securities Markets Programme (SMP), welches im Mai 2010 von der EZB eingeführt wurde und unter dessen Namen die Notenbanken des Eurosystems Staatsanleihen der Euro-Länder im Wert von insgesamt 223 Milliarden Euro erwarben. Dabei wurden großflächig die Staatspapiere jener Länder gekauft, die sich aufgrund ihrer finanziellen Situation am Kapitalmarkt mit hohen Risikoaufschlägen konfrontiert sahen, wie Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien. So kam es ab Mitte des Jahres 2011 bis Mitte des Jahres 2012 – also während drohender Staatspleiten und dem griechischen Schuldenschnitt – zu einem rapiden Anstieg der Zentralbankgeldmenge.

<sup>3</sup> Die Sichteinlagen der Geschäftsbanken dienen dabei nicht nur der Abwicklung des Zahlungsverkehrs, sondern sind auch Ausdruck der bindenden Mindestreserve, die die Geschäftsbanken bei der Zentralbank halten müssen.

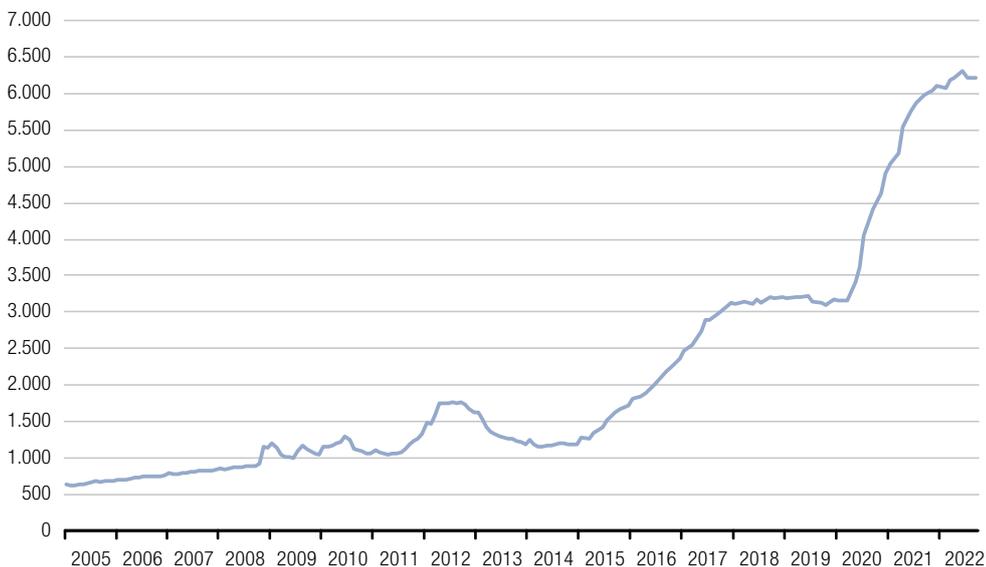


Abbildung 6:  
Starker Anstieg der  
Zentralbankgeldmenge  
seit 2015

Die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge M0 (in Milliarden Euro)

Quelle: EZB (2022a).

Anschließend entfalteten die großflächigen EZB-Rettungsschirme EFSF und ESM, deren Gesamtvolumen sich auf 990 Milliarden Euro belief, ihre Wirkung (Sinn, 2021). Ferner erklärte die EZB im Rahmen ihrer sogenannten Outright Monetary Transactions (OMT), dass sie im Falle drohender Staatsschuldenkrisen nahezu unbegrenzt die Staatsanleihen des betroffenen Mitgliedstaates aufkaufen würde, sodass eine Phase der Entspannung auf den Kapitalmärkten einsetzte (Kronberger Kreis, 2021).

Mit dem Beschluss der Quantitative Easing-Strategie im Januar 2015 begann der erneute – nahezu explosionsartige – Anstieg der Zentralbankgeldmenge. Die quantitative Lockerung dient als geldpolitisches Instrument, wenn die Zinsuntergrenze erreicht ist. Durch den Ankauf von Wertpapieren kommt es zu einer beträchtlichen Ausweitung der Notenbankbilanz, ohne dass der Notenbankzinssatz verändert wird (Wieland, 2020). Die quantitative Lockerung führt dabei insbesondere zu einer erhöhten Risikobereitschaft bei Banken und Anlegern und hat darüber hinaus steigende Vermögenspreise zur Folge (Kronberger Kreis, 2021). Der Löwenanteil des Programms entfiel auf das Public Sector Purchase Programme (PSPP): Allein zwischen März 2015 und Dezember 2018 wurden Staatsanleihen in Höhe von 2,17 Billionen Euro (Nennwert) erworben (Afflatet, 2019).

Mit dem PSPP weitete die EZB ihre Staatspapierkäufe massiv aus und begab sich in neues geldpolitisches Fahrwasser, da kurzfristige Kredite an Bedeutung verloren, wäh-

rend der Wertpapierkauf immer weiter ausgeweitet wurde. Eingeführt wurden die Wertpapierkäufe 2015 in erster Linie, da zu diesem Zeitpunkt die Zinsuntergrenze von Null erreicht worden war und insofern die Absenkung des Zinssatzes für die EZB als geldpolitisches Instrument ausschied (Horst et al., 2022). Das monatliche Volumen der Staatspapierkäufe belief sich auf 60 bis zeitweise 80 Milliarden Euro (Deutsche Bundesbank, 2022a) – eine Größenordnung, die das Volumen des SMP bei weitem in den Schatten stellte. Die Käufe der nationalen Notenbanken waren dabei an den EZB-Kapitalschlüssel gebunden, der sich hälftig aus BIP- und Bevölkerungsanteil errechnet. Durch diese Art der Berechnung resultiert eine Begünstigung im Rahmen des PSPP der weniger wohlhabenden Euroländer, deren Bevölkerungsgewicht größer als ihr BIP-Gewicht ist (Hansen und Meyer, 2020). Jedoch wurde dieser Verteilungsschlüssel in der Praxis nur begrenzt eingehalten. Stattdessen erwarben die nationalen Notenbanken vermehrt Staatspapiere der finanziell geschwächten Euro-Länder (Heinemann, 2017). Problematisch ist dies vor allem deswegen, weil die EZB damit im Grunde eine indirekte Staats- bzw. Schuldenfinanzierung der Mitgliedstaaten des Euroraums betreibt und ihr Mandat der Preisniveaustabilität zugunsten (unerlaubter) fiskalpolitischer Eingriffe vernachlässigt. Auch das Bundesverfassungsgericht stufte die Errichtung und Durchführung des PSPP durch die EZB zunächst als Überschreitung ihrer „primärrechtlich eingeräumten Kompetenzen“ ein (BVerfG, 2020).

Durch das PSPP verbesserten sich die Refinanzierungsbedingungen für die Mitgliedstaaten, da sie sich nun zu deutlich günstigeren Konditionen am Kapitalmarkt mit Krediten versorgen konnten (BVerfG, 2020). Indem die EZB mehr Anleihen kaufte als von den Staaten neu ausgegeben wurden, finanzierte sie indirekt die Neuverschuldung (Fuest, 2022). Während der Krisenjahre seit 2008 wurden 75 Prozent des Schuldenzuwachses der Euro-Länder indirekt über die EZB und die nationalen Notenbanken finanziert – wenngleich die Abwicklung über die zwischengeschalteten Geschäftsbanken stattfand (Sinn, 2021). Vor diesem Hintergrund erstaunt es wenig, dass Sinn (2021, S. 110) das Eurosystem als „fiskalische Rettungsinstitution, ja fast schon eine Bad Bank“ bezeichnet.

Die quantitative Lockerung wurde zum Jahresende 2018 bei einem Stand von circa 40 Prozent des BIP des Euroraums (4500 Milliarden Euro) vorerst beendet, bevor im September des darauffolgenden Jahres erneut mit monatlichen Netto-Anleihekäufen in Höhe von 20 Milliarden Euro begonnen wurde (Kronberger Kreis, 2021).

Mit dem als Reaktion auf die Covid-19-Pandemie ins Leben gerufenen Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) führte die EZB den Kurs der massiven Bilanzausweitung weiter fort. Das ursprüngliche Volumen von 750 Milliarden Euro wurde im Juni 2020 um 600 Milliarden Euro und im November 2020 erneut um 500 Milliarden Euro erweitert (EZB, 2022d).

Die jahrelange expansive Geldpolitik der EZB führte zu einer Entkopplung des Wachstums von Zentralbankgeldmenge und BIP und verursachte damit inflationäre Tendenzen (vgl. Box 1). Vergleicht man die Zentralbankgeldmenge im September 2021 (6 Billionen Euro) mit jener Geldmenge, die sich im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung der Eurozone vor 2008 als ausreichend bewährt hatte (1,1 Billionen Euro), ergibt sich ein Überhang von 4,9 Billionen Euro. Dieser Geldüberhang lässt sich zu etwa 80 Prozent durch die diversen Ankaufprogramme von Staatspapieren erklären (Sinn, 2021).

Aus ökonomischer Perspektive zunächst erstaunlich ist im Hinblick auf die genannten Entwicklungen, dass die Infla-

### Infobox zur Quantitätsgleichung

### Box 1

Die Quantitätsgleichung (Einkommensversion) lautet:  $M \cdot V_Y = Y \cdot P$

- M** Geldmenge: Diese kann über die Geldmengenaggregate (M0-M3) genau definiert und gemessen werden.
- $V_Y$**  Einkommensgeschwindigkeit des Geldes: Diese bemisst ausschließlich die Zahlungshäufigkeit („Umlaufgeschwindigkeit“) der Transaktionen, die im realen BIP gemessen werden.
- P** Preisniveau: Es bezeichnet den durchschnittlichen Preis aller Transaktionen, die mittels der als Geld definierten Größe durchgeführt wurden.
- Y** Reales BIP

Bei der obigen Quantitätsgleichung handelt es sich um eine Identität, sie ist also per Definition und Konstruktion immer wahr und somit einer kausalen Interpretation der Variablen nicht zugänglich.

Zur Quantitätstheorie wird die Quantitätsgleichung durch zusätzliche Annahmen über einzelne Variablen und eine unterstellte Wirkungsrichtung von der Geldmenge zum Preisniveau: Es wird dabei angenommen, dass

- (1) die Einkommensgeschwindigkeit („Umlaufgeschwindigkeit“) relativ konstant bleibt und
- (2) sich eine Preisniveauänderung als Folge einer Geldmengenveränderung ergibt.

Die Menge des Geldes bestimmt somit das Preisniveau, wenn Y und  $V_Y$  konstant sind (bzw. sich nur geringfügig ändern).

Quelle: Issing (2011).

tionsrate in der Eurozone trotz der jahrelangen expansiven Geldpolitik lange unter dem Zielwert von 2 Prozent lag. Eine Erklärung hierfür ist die Tatsache, dass das von der Zentralbank neu in Umlauf gebrachte Geld zu großen Teilen von den Banken (und anderen Marktteilnehmern) gehortet wurde (Sinn, 2021). Zu steigenden Inflationsraten kam es erst, als es im Zuge von Covid-19 und den damit einhergehenden massiven Einschränkungen der wirtschaftlichen Aktivität infolge von Lieferengpässen nicht nur zu einem drastischen

Angebotsrückgang kam, sondern gleichzeitig die gesamtwirtschaftliche Nachfrage seitens der Politik massiv von den schuldenfinanzierten Maßnahmen zur Bekämpfung der ökonomischen Auswirkungen der Pandemie gestützt wurde. Die Pandemie kann insofern nicht als originärer Verursacher angeführt werden, sondern ist vielmehr als ein Auslöser der gegenwärtigen Inflationsdynamik zu begreifen.

Im Juli 2022 entschied sich die EZB für einen Kurswechsel und hob nach 11 Jahren erstmals die Leitzinsen im Euro-

### Infobox zu Zinsspreads

### Box 2

Zinsdifferenzen zwischen den Anleihen der Euroländer sind als Risikoprämien zu verstehen, die einen Indikator für die relative Stabilität der jeweiligen Volkswirtschaften darstellen und indirekt Informationen über ihre Wirtschaftspolitik liefern. Sind diese Zinsunterschiede groß, deutet das auf sehr unterschiedliche (wirtschaftliche) Entwicklungen in den Ländern des Euroraums hin und lässt deutliche strukturelle Divergenzen vermuten (Menkhoff, 2011).

Unter anderem das OMT und PSPP der EZB sorgten dafür, dass sich die Zinsunterschiede für zehnjährige Staatsanleihen, die sich im Vergleich zum vorherigen Jahrzehnt seit 2008 bedeutend vergrößert hatten, ab dem Jahr 2012 wieder verkleinerten.

Die Nivellierung der Zinsspreads in Folge der endgültigen Entscheidung über die Euro-Einführung 1998 hatte zuvor zu einer Entlastung der hoch verschuldeten Staaten, allen voran Italiens, geführt und resultierte in einer deutlichen Verbesserung ihrer Leistungsbilanzen. Wengleich der Zinsvorteil zunächst dafür genutzt wurde, die hohe Verschuldung abzubauen, führte die Situation insgesamt dazu, dass sich die finanziell schwachen Länder des Mittelmeerraumes zu extrem günstigen Konditionen mit Krediten versorgen konnten, was letztlich in einer deutlichen Ausweitung der Staatsverschuldung resultierte (Sinn, 2021).<sup>4</sup> Welche Gefahren von ausufernden Staatsschulden ausgehen können, insbesondere in Verbindung mit weiteren ökonomischen Fehlentwicklungen, hat uns die Eurokrise schmerzlich vor Augen geführt (Raffelhüschen et al., 2021b).

Mittlerweile dienen die Zinsaufschläge für die Staatsanleihen der hoch verschuldeten Mitgliedstaaten offiziell als Legitimationsgrundlage für das Eingreifen der EZB, da diese die Wirksamkeit der Geldpolitik einschränken oder gar verhindern würden. Schlussendlich resultiert diese Argumentationslogik in der Zusicherung der EZB, jedes noch so hohe Staatsdefizit der Mitgliedstaaten zu finanzieren (Fuest, 2022).

raum um 0,75 Prozentpunkte an, im September und Oktober erfolgten weitere Zinserhöhungen. Damit liegt der Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit Wirkung zum 2. November 2022 bei 2,0 Prozent (Stand: Oktober 2022).<sup>5</sup> Das zögerliche Verhalten der EZB ist dabei kritisch zu beurteilen,

da die Kosten der Rückführung hoher Inflationsraten umso kostspieliger sind, je länger man diese hinauszögert.

Die US-Notenbank hat im Vergleich dazu deutlich früher und stärker reagiert. Der Leitzins wurde im Oktober bereits zum vierten Mal um 0,75 Prozentpunkte erhöht. Gegenwärtig

<sup>4</sup> Für eine detaillierte Auseinandersetzung mit dem europäischen Schuldenproblem siehe König (2022).

<sup>5</sup> Die beiden anderen Leitzinsen der EZB, der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität sowie der Zinssatz für die Einlagefazilität, wurden mit Wirkung zum 2. November 2022 auf 2,25 Prozent bzw. 1,50 Prozent erhöht.

liegt er damit bei einer Spanne von 3,75 bis 4 Prozent (Federal Reserve Bank of New York, 2022). Durch die kontraktiven Maßnahmen der US-Notenbank besteht hierzulande grundsätzlich die Gefahr von zusätzlichen importierten Preissteigerungen, denn durch die stärkeren Erhöhungen des amerikanischen Zinses kommt es zu einer Abwertung des Euro im Vergleich zum amerikanischen Dollar, was wiederum die Nachfrage nach Produkten in der Eurozone ankurbelt (Horst et al., 2022). Ferner steigen die Kosten für Importe, was zusätzlich für einen preistreibenden Effekt sorgt.

Zeitgleich mit der Anhebung des Leitzinses führte die EZB außerdem ein neues geldpolitisches Rettungsinstrument ein, das sogenannte Transmission Protection Instrument (TPI). Aktiviert werden kann das TPI „[...] um ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euroraum darstellen“ (EZB, 2022b).

Ziel des TPI ist es, Zinsdifferenzen (vgl. Box 2) zwischen den Mitgliedstaaten zu begrenzen, indem die EZB gezielt

Staatsanleihen einzelner Mitglieder des Eurosystems aufkauft, also beim Kauf von Anleihen von ihrem in der Regel angewandten Kapitalschlüssel abweicht. Die EZB begründet ihr Vorgehen dabei mit einem möglichen – auf Grundlage der makroökonomischen Fundamentaldaten ungerechtfertigten – Anstieg der Risikoprämien einiger Euro-Länder in Folge der Zinserhöhungen. Dies könnte dazu führen, dass aufgrund der pessimistischen Erwartungshaltung unter Investoren die Zinsen massiv ansteigen, sodass letztendlich die Zahlungsfähigkeit der betroffenen Staaten gefährdet sein könnte. Dabei handelt es sich weniger um eine geldpolitische als vielmehr um eine fiskalpolitische Maßnahme, hat sie doch letztendlich das Ziel, die Solvenz der Mitgliedstaaten zu sichern (Fuest, 2022). Anstatt ein Instrument zur zielgerichteten Inflationsbekämpfung zu sein, lässt das TPI vielmehr unerwünschte fiskalische Umverteilungseffekte befürchten. Darüber hinaus werden durch die anhaltende Krisenpolitik der EZB kaum Anreize für die Euro-Länder geschaffen, die so dringend notwendige Konsolidierung ihrer Haushaltspolitik anzugehen.

## 4 Eine „Niedrigzins“-Phase? Die gab es nicht

**Ökonomische Tatsache Nr. 3:** Obwohl in der Öffentlichkeit oft von der sogenannten Niedrigzinsphase der letzten Jahre gesprochen wird, lässt sich die durchschnittliche Rendite über ein breites Spektrum an Assetklassen nicht mit dem Attribut „Niedrigzins“ beschreiben.

Als Reaktion auf die globale Finanzkrise in den Jahren 2007/2008 senkte die EZB den wichtigsten Leitzins, den der Hauptrefinanzierungsfazilität, auf ein Prozent. Dieses Niveau wurde nach einer 5-jährigen Nullzinsphase seitdem erstmals wieder mit der Erhöhung der Leitzinsen auf 1,25 Prozent am 14. September 2022 überschritten (EZB, 2022c). Der dauerhaft niedrige Leitzins betrifft hauptsächlich die Anlageklas-

se der festverzinslichen Finanzprodukte und stellt deutsche „Sparer“ vor eine große Herausforderung. Der „Studie zur wirtschaftlichen Lage privater Haushalte“ der Deutschen Bundesbank zufolge, sind rund 80 Prozent des Geldvermögens privater Haushalte in Deutschland in Anlageformen investiert, welche maßgeblich durch festverzinsliche Anleihen geprägt sind – hauptsächlich Versicherungen, Termin- und Spareinlagen, Bargeld sowie Sichteinlagen (Deutsche Bundesbank, 2022d). Die tatsächliche jährliche Verzinsung dieser Anlageprodukte ist direkt von der Niedrigzinspolitik der EZB betroffen und lag im Durchschnitt der letzten 10 Jahre bei lediglich 0,43 Prozent nominal.

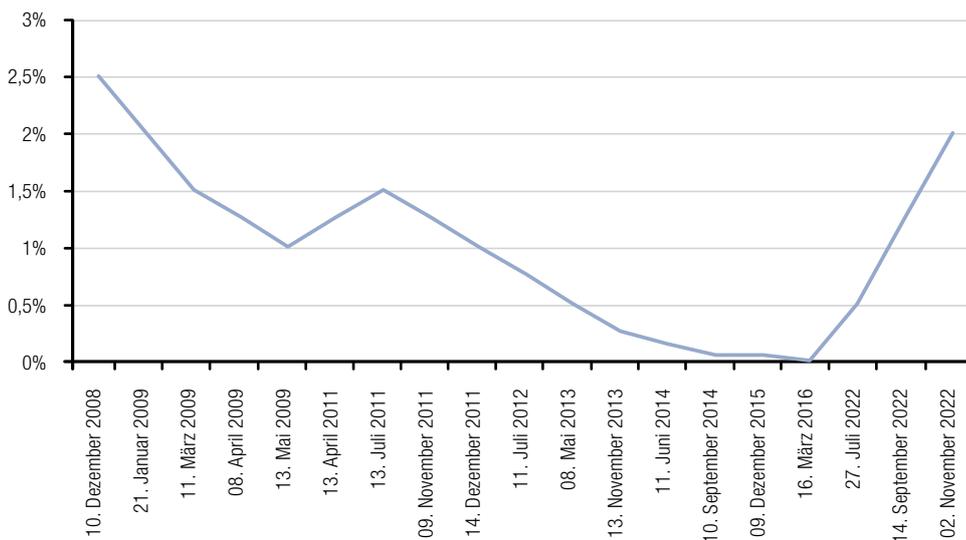


Abbildung 7:  
Geldpolitischer  
Kurswechsel

Höhe des Zinssatzes für das Hauptrefinanzierungsgeschäft der EZB im Zeitverlauf (in Prozent)

Quelle: EZB (2022c), eigene Darstellung.

Nur 17 Prozent der in Deutschland lebenden Bevölkerung besitzt Aktien und nur ca. 15 Prozent des Geldvermögens sind in Investmentfonds oder Aktien angelegt. Insgesamt stellte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ein sehr konservatives Anlagebild auch während der Niedrigzinsphase fest (BaFin, 2020). Betrachtet man die Wohneigentumsquote im Jahr 2021 lässt sich feststellen, dass rund 50 Prozent der in Deutschland lebenden Bevölkerung Wohneigentum besitzt – im Europäischen Vergleich weist nur die Schweiz mit 41 Prozent Eigentümern eine nied-

rigere Quote auf (Eurostat, 2022). Die Rendite des Realkapitals (Immobilien und Aktien) wird nicht unmittelbar von der (Niedrig-)Zinspolitik der EZB beeinflusst, woraus die Frage resultiert, auf welchem Niveau die Rendite im Jahr 2022 liegt. Die betrachtete Kennziffer, die durationsgewichtete Rendite, setzt Zahlungsströme eines Jahres ins Verhältnis zu Anschaffungskosten unter Berücksichtigung der Dauer (Duration) der Kapitalstockbildung. Zur Berechnung werden die im Jahre 2022 erhaltenen Kupons in Relation zu den durchschnittlichen Anschaffungskosten der letzten 10 bzw. 25 Jahre ge-

setzt. Die Renditen sind jeweils in nominalen sowie in realen Werten<sup>6</sup> angegeben.

**Anleihen:**

Die Renditekennzahl der Anleihen wird aus den durchschnittlichen Umlaufrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen der letzten 10 Jahre gebildet (Deutsche Bundesbank, 2022e). Für diesen Zeitraum ergibt sich eine nominale Rendite von 0,43 Prozent und eine reale Rendite von 0,27 Prozent.

**Aktien:**

Die Rentabilität von Aktien wird aus dem Verhältnis der durchschnittlichen Dividende 2022 pro Aktie zum durchschnittlichen Anschaffungspreis pro Aktie der letzten 25 Jahre hergeleitet. Hierbei werden alle dividendenausschüttenden Titel aus dem deutschen Aktienindex (DAX) sowie dem Mid-Cap-DAX (MDAX) berücksichtigt (Deutsche Börse, 2022). Die Rendite wurde ebenfalls nach Indexierungsdauer tagesgenau gewichtet. Sollte ein Titel kürzer als 25 Jahre im Index vertreten sein, wird die maximale Laufzeit verwendet. Für die

Dividenden 2022 ergibt sich somit eine durationsgewichtete Rendite von 5,96 Prozent nominal sowie 4,96 Prozent real.

**Immobilien:**

Die Rentabilität von Wohneigentum wird aus dem Verhältnis der durchschnittlichen Nettokaltmiete pro Quadratmeter des Jahres 2022 zum durchschnittlichen Anschaffungspreis der letzten 25 Jahre gebildet, wobei sowohl Häuser als auch Wohnungen berücksichtigt werden. Als Datengrundlage diente der Scientific-Use-File „RWI-GEO-RED“ v6.1 des RWI Essen (RWI und ImmobilienScout24, 2022). Die Anschaffungskosten werden mittels Kaufpreisindex der OECD (2021) angepasst. Die Rendite der Mieteinnahmen des Jahres 2022 aus Immobilien liegt bei 5,50 Prozent nominal bzw. 4,74 Prozent real.

**Durchschnittliche durationsgewichtete Rendite aller Anlageklassen:**

Der Durchschnitt dieser drei Anlageformen liegt bei 3,96 Prozent nominal und 3,32 Prozent real. Mit einem Portfolio,

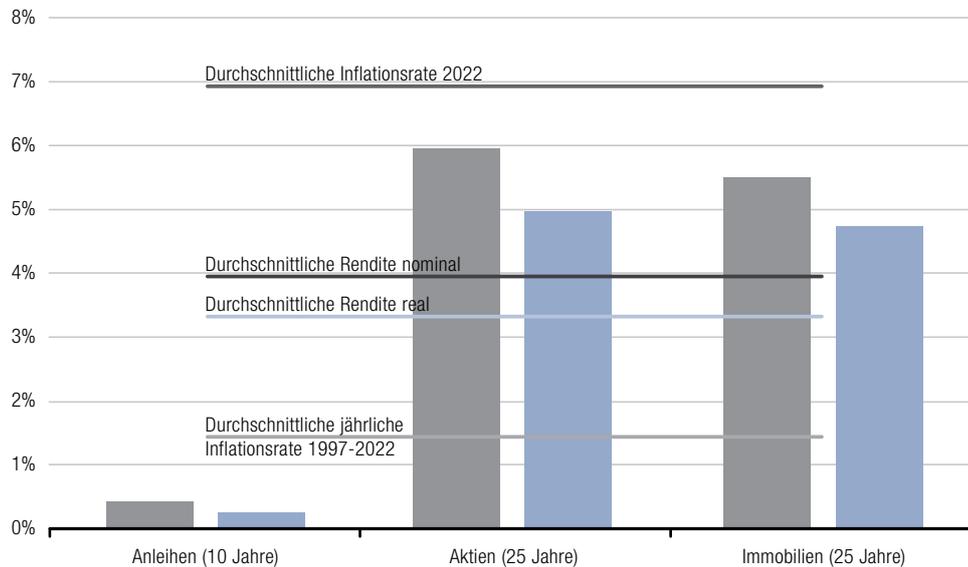


Abbildung 8:  
Die durchschnittliche durationsgewichtete Rendite 2022 liegt bei 3,3 Prozent real  
Renditen der Assetklassen Anleihen, Aktien und Immobilien (real und nominal)  
Quelle: Eigene Berechnungen.

<sup>6</sup> Berechnet anhand des Verbraucherpreisindex des Statistischen Bundesamtes (2022i).

welches diese Assetklassen zu gleichen Teilen halten würde, ließe sich heute also eine zu Anleihen vergleichsweise hohe laufende Rendite erwirtschaften.

Die Rendite im Durchschnitt aller dargestellten Assetklassen lässt sich kaum als „Niedrigzins“ bewerten – hauptverantwortlich dafür ist das Realkapital. Die omnipräsente „Niedrigzinsphase“ ist lediglich im Bereich festverzinslicher Wertpapiere existent. Der deutsche „Sparer“ wird jedoch aufgrund seiner beschriebenen Anlagetätigkeit von einer niedrigen Rendite heimgesucht. Durch die EU-Richtlinie „Solven- cy II“ sind Versicherer und Rückversicherer dazu verpflichtet, zu großen Teilen in festverzinsliche Wertpapiere zu investieren. Dies bedeutet eine schlechte Rendite für private Anleger,

die in Lebensversicherungen, private Rentenversicherungen, Betriebsrenten oder ähnliche Produkte investieren. Es gibt jedoch auch einen Profiteur der niedrigen Verzinsung: den Emittenten – also den Staat. Deutschland konnte sich ausgesprochen günstig am Kapitalmarkt verschulden. Dadurch, dass viele Anleger aufgrund der EU-Richtlinie in deutsche Staatsanleihen investieren mussten, trug dies zur Vergünstigung der Konditionen bei. Was für den Staat ein gutes Geschäft war, mussten die Sparer mit niedrigen Erträgen bezahlen. Wer sich auf maßgeblich staatlich regulierte Produkte verlassen hat oder wie im Beispiel von Betriebsrenten gar keine Wahl hatte, finanziert bis heute mit seinen niedrigen Erlösen den deutschen Staat.

## 5 Die Mietkostenbelastungsquote ist konstant geblieben

### 5.1 Die Mietkostenbelastung

**Ökonomische Tatsache Nr. 4:** Die Erschwinglichkeit von Mietwohnungen hat sich nicht verringert, wenn man neben den durchschnittlichen Bestandsmieten auch die Entwicklung der Nettoeinkommen berücksichtigt. Zwar suggeriert die öffentliche Diskussion, dass für eine überwiegende Zahl der Menschen die Mietpreise nicht mehr bezahlbar seien, allerdings liegt dieser Aussage eine verkürzte Analyse zugrunde.

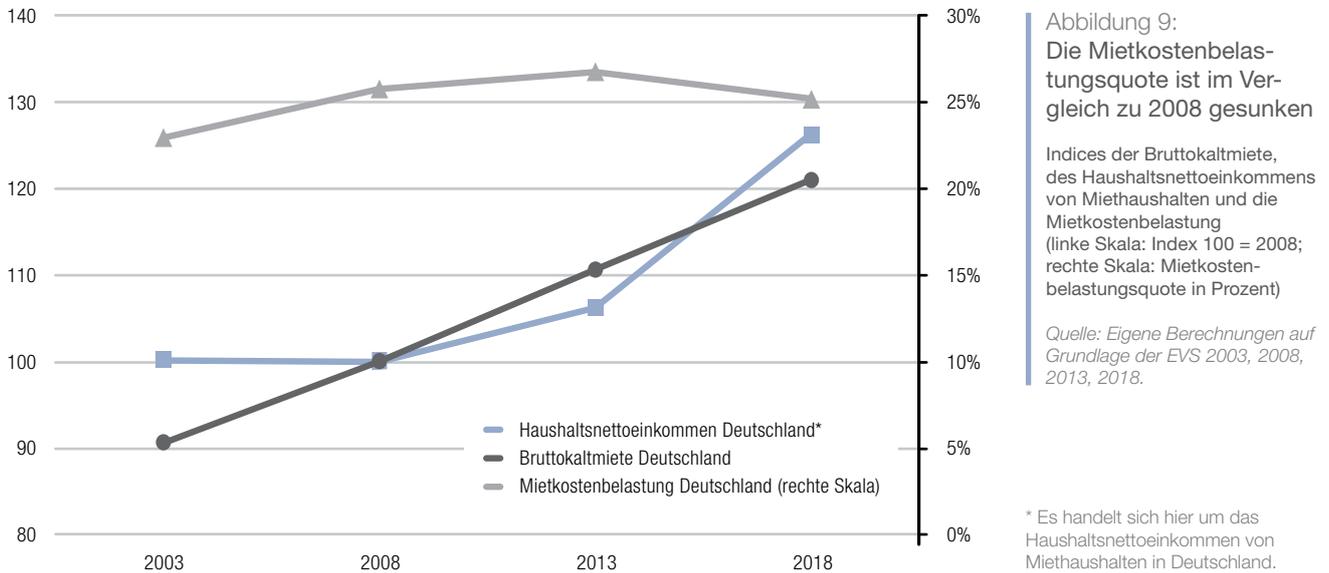
Der Fokus der Debatte um bezahlbares Wohnen liegt in erster Linie auf den als allgemein zu hoch empfundenen Mieten. Eine differenzierte Betrachtung, beispielsweise um welche Mieten es sich handelt oder was „zu hoch“ bedeutet, findet oftmals nicht statt. Die nominale Höhe der Mieten sowie deren Veränderungsrate sind nicht dazu geeignet, die Belastung durch die Mietzahlungen zu erfassen. Wie für alle anderen Güter auch, gilt es zu bestimmen, wie sich der Preis in Relation zum Einkommen entwickelt bzw. wie lange

ein Individuum oder Haushalt für seine Mietwohnung arbeiten muss. Hierfür sollte ein Erschwinglichkeitsindikator herangezogen werden, der die Bezahlbarkeit des Wohnens misst. Der meistgenutzte Indikator ist in diesem Fall die Mietkostenbelastungsquote, die als das Verhältnis der Bruttokaltmiete zum Haushaltsnettoeinkommen definiert ist.

Für die vorliegenden Berechnungen wurden die Einkommens- und Verbraucherstichproben (EVS) der Jahre 2003, 2008, 2013 sowie 2018 herangezogen. Die EVS ist eine amtliche Statistik, für die alle 5 Jahre ca. 60.000 private Haushalte zu ihrer Einkommens- und Vermögenssituation sowie ihren Konsumausgaben befragt werden. Für die nachstehenden Berechnungen erfolgte eine Gewichtung, sodass die Stichproben repräsentativ für die deutsche Bevölkerung stehen.

Zunächst wurde die durchschnittliche Bruttokaltmiete ermittelt, die sich aus der Subtraktion der Strom- und Heizkosten von der Warmmiete ergibt.<sup>7</sup> Die Steigerung der Bruttokaltmiete um rund 20 Prozent zwischen 2008 und 2018 (siehe Abbildung 9) liegt in etwa in der gleichen Größenordnung wie die Steigerung im Rahmen des Bestandsmieten-

<sup>7</sup> Der Wahl der Bruttokaltmiete liegt die Ratio zugrunde, dass diese den Anteil der Fixkosten an den Wohnkosten darstellt. Umlagekosten wie die Grundsteuer oder Hausmeisterkosten sind für den einzelnen Miethaushalt fix, sodass diese Kosten in der Bruttokaltmiete enthalten sind. Dagegen sind die Kosten für beispielsweise Elektrizität oder Heizung zumindest zu einem Teil variabel und unterliegen einer höheren Volatilität. Die Verwendung der Bruttokaltmiete zur Errechnung der Belastungsquote erleichtert daher sowohl die temporale Vergleichbarkeit als auch die zwischen Miet- und Eigentümerhaushalten, da beispielsweise freistehende Einfamilienhäuser, die höhere variable Nebenkosten pro Quadratmeter haben als Mietwohnungen in Mehrfamilienhäusern, hauptsächlich selbstgenutzt werden.



indexes des Statistischen Bundesamts (siehe Abbildung 10) und erscheint somit plausibel. Als Haushaltsnettoeinkommen werden alle Einnahmen eines Haushalts aus Erwerbstätigkeit, Vermögen, Transferzahlungen und Untervermietung nach Steuern und Sozialabgaben bezeichnet. Da sich diese Analyse nur auf Miethaushalte beschränkt, flossen die Einkommen der Eigentümer von selbstgenutztem Wohnraum nicht mit in die Berechnung ein.

Ausgehend von einer Mietkostenbelastungsquote in Höhe von rund 23 Prozent im Jahr 2003 stieg diese auf 25,8 Prozent im Jahr 2008 und weiter auf 26,8 Prozent im Jahr 2013. Im Jahr 2018, zum Zeitpunkt der letzten Erhebung der EVS, betrug die Mietbelastung hingegen nur noch 25,2 Prozent. Getrieben durch die starken Einkommenszuwächse der letzten Jahre liegt sie nun sogar unter dem Niveau des Jahres 2008. Trotz der Mietpreissteigerungen im letzten Jahrzehnt ist die relative Kostenbelastung deutscher Miethaushalte somit nicht gestiegen, sondern vielmehr gesunken.<sup>8</sup>

## 5.2 Die Mietpreisentwicklung und ihre Determinanten

Für eine differenzierte Betrachtung der Mietpreisentwicklung muss zwischen Neuvertrags- und Bestandsmieten unterschieden werden. Die Bestandsmieten werden im Rahmen der Verbraucherpreishebung mittels Umfragen des Statistischen Bundesamts erhoben, während die Neuvertragsmieten häufig durch Transaktionsdaten oder Inserate von privaten Anbietern erfasst werden. Für diese Analyse wird auf das sogenannte Indikatorensystem zum Wohnimmobilienmarkt der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen, das auf Transaktionsdaten der Bulwiengesa AG fußt. Beim Bestandsmietenindex ist zu beachten, dass dieser auch Neuvertragsmieten beinhaltet, da das Statistische Bundesamt eine vollständige Erhebung des Preisniveaus der Mieten intendiert. Der Anteil der Neu-

<sup>8</sup> Nicht berücksichtigt sind hier die gestiegenen Strom- und Heizkosten im Jahr 2022, einerseits, weil die Daten der EVS nur bis 2018 verfügbar sind, und andererseits, weil die Berechnungsgrundlage für die Belastungsquote die Bruttokaltmiete ist (siehe vorherige Fußnote).

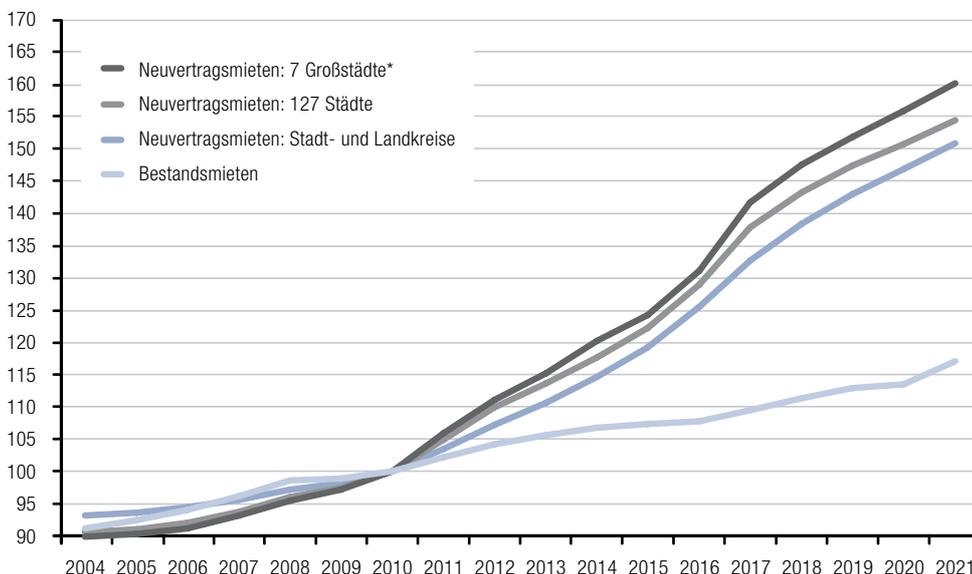


Abbildung 10:  
Die Neuvertragsmieten sind stark gestiegen – die Bestandsmieten dagegen nur moderat

Neuvertrags- und Bestandsmietenindices (Index 100 = 2010)

Quelle: Deutsche Bundesbank (2022c).

\* Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München, Stuttgart.

vertragsmieten ist jedoch so gering, dass wir – wie auch die Deutsche Bundesbank – vereinfachend vom Bestandsmietenindex sprechen. Aus Abbildung 10 wird ersichtlich, dass die Neuvertragsmieten in Deutschland seit dem Jahr 2010 durchschnittlich um über 50 Prozent gestiegen sind. Dieser Anstieg ist in den Städten, insbesondere in den sieben größten des Landes (Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt am Main, Stuttgart, Düsseldorf), überdurchschnittlich stark ausgeprägt. Demgegenüber sind die Bestandsmieten nur um etwa 17 Prozent gestiegen. Das entspricht moderaten Steigerungsraten von durchschnittlich rund 1,4 Prozent pro Jahr.

Auffällig ist, dass sich die beiden Zeitreihen vor 2010 mit einer ähnlichen Dynamik entwickelten und erst seit 2010 divergierende Trends zu erkennen sind.

Die stark steigenden Neuvertragsmieten in Ballungsräumen sind hauptsächlich auf soziodemografische Entwicklungen zurückzuführen. Einerseits kommt es dort durch wachsende Bevölkerungszahlen, insbesondere durch den

Zuzug von überwiegend jungen Menschen, zu einem steigenden Wohnraumbedarf (Gödecke-Stellmann et al., 2018). Andererseits führen Trends wie eine zunehmende Singularisierung sowie das lange Verharren von älteren Menschen in für sie zu groß gewordenen Wohnungen (Remanenzeffekt) zu einer steigenden Pro-Kopf-Quadratmeter-Nachfrage. Betrug diese im Jahr 1991 noch 34,9 Quadratmeter pro Einwohner, ist sie bis zum Jahr 2021 kontinuierlich auf 47,7 Quadratmeter pro Einwohner um ca. 37 Prozent gestiegen (Statistisches Bundesamt, 2022c).

Die Angebotsseite trägt zumindest in Ballungsgebieten nur wenig dazu bei, die Preissteigerungen zu dämpfen. Am Beispiel Berlins lässt sich dies besonders eindrucksvoll aufzeigen: Zwischen 2012 und 2020 wurden in Berlin rund 100.000 Wohnungen mehr gebaut als abgerissen (Amt für Statistik Berlin-Brandenburg, 2021). Demgegenüber steht im gleichen Zeitraum ein Zuwachs der Nachfrage um etwa 240.000 Haushalte (Amt für Statistik Berlin-Brandenburg, 2020).

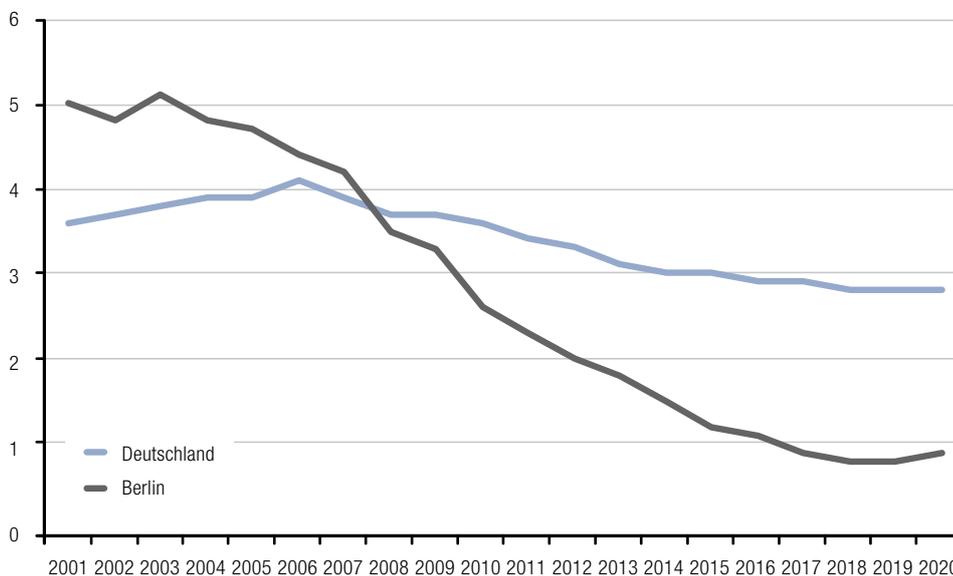


Abbildung 11:  
Die Leerstandsquote sinkt sowohl in Berlin als auch deutschlandweit

Entwicklung des marktaktiven Leerstands von Geschosswohnungen (Wohnungen, die unmittelbar vermietbar oder mittelfristig aktivierbar sind) in Berlin und deutschlandweit in Prozent des Geschosswohnungsgesamtbestands

Quelle: CBRE und empirica (2022).

Die Mietpreissteigerungen sowie die drastische Abnahme der Leerstandsquote (Abbildung 11) sind also eine Folge des Wohnraummangels, der sich aus einer gestiegenen Nachfrage und eines nur langsam wachsenden Angebots ergibt. Im gesamtdeutschen Durchschnitt lässt sich allerdings kein Wohnraummangel feststellen. Dieser konzentriert sich auf die Ballungszentren (Henger und Voigtländer, 2019).

Die Lösung eines Mangelproblems liegt grundsätzlich in der Ausweitung des Angebots. Die politische Zielvorgabe der Bundesregierung liegt bei bundesweit 400.000 neuen Wohnungen pro Jahr. Diese scheint schwer zu erreichen, liegt doch das Mittel der Fertigstellungen der letzten 5 Jahre bei nur rund 300.000 Wohnungen. Auch die Baugenehmigungen, die als Frühindikator dienen, steigen nicht im geforderten Maße, sondern sind im August 2022 – im Vergleich zum Vormonat und zum Vorjahr sowohl absolut als auch saison- und kalenderbereinigt – sogar gesunken (Statistisches Bundesamt, 2022a). Der Wohnungsmangel scheint sich zukünftig daher weiter zu verschlimmern anstatt sich zu verbessern, sodass wohl auch zukünftig steigende Mieten zu erwarten sind. Eine andere Möglichkeit, dem Wohnraummangel zu begegnen, liegt in der Dämpfung des Nachfrageanstiegs. So könnten die ländlichen Gebiete um die Ballungsräume durch

eine bessere Anbindung an den öffentlichen Nahverkehr oder die Bereitstellung anderer öffentlicher Güter attraktiver gemacht werden.

Der Keil, der zu dieser starken Divergenz zwischen den Steigerungsraten der Bestands- und der Neuvertragsmieten führt, ist unter anderem der Regulierung des Wohnungsmarktes geschuldet, welche eine ineffiziente Wohnraumallokation zur Folge hat. Beispielsweise besteht für ältere Personen, deren Kinder bereits ausgezogen sind oder deren Lebenspartner verstorben ist, ein erhöhter Anreiz, in der nun zu großen Wohnung zu bleiben, wenn die Neuvertragsmieten deutlich höher liegen. Dies erhöht den Wohnflächenbedarf pro Kopf massiv. Hingegen sehen sich beispielsweise junge Paare, die Kinder erwarten, massiven Kostensteigerungen ausgesetzt, wenn sie eine größere Wohnung suchen und nun keine Bestands-, sondern eine Neuvertragsmiete bezahlen müssen.

Wie in allen Märkten macht sich auch auf dem Immobilienmarkt bemerkbar, was passiert, wenn Markteingriffe überhandnehmen: Das essenzielle Preissignal, das Knappheiten abbildet, wird gestört und verliert seine Funktionsfähigkeit. Es bilden sich Sekundärmärkte wie beispielsweise der Markt für Tauschwohnungen. Wenn man bereits eine Wohnung in einer

Großstadt mietet, ist es oft attraktiv, diese gegen eine Wohnung in der gewünschten Größe mit jemandem zu tauschen, der eine Wohnung mit den Maßen der eigenen sucht. Das führt zu einer Insider-Outsider-Problematik. All diejenigen, die neu in die Stadt ziehen, können sich an diesem Markt nicht beteiligen. Diese Marktdiskriminierung führt ebenfalls zu einer ineffizienten Allokation. Nicht diejenigen mit der höchsten Zahlungsbereitschaft bekommen eine Wohnung, sondern diejenigen, die bereits eine haben oder abseits vom Markt über persönliche Beziehungen verfügen. Dies konterkariert einen funktionierenden Wohnungsmarkt und führt zur Diskri-

minierung über die Stadtgrenze hinweg. Aus diesem Grund sollte der Neubau massiv ausgeweitet werden. Ferner sollten die politischen Eingriffe (Mietpreisbremse, Mietendeckel) in den Wohnungsmarkt rückgängig gemacht werden. Sie verhindern einen freien Marktaustausch und schaffen Vorteile für diejenigen, die bereits in einer Stadt mieten. Was als soziale Politik verkauft wurde, entpuppte sich als interessengeleitete Klientelpolitik, die genau das Gegenteil von dem erreichte, was sie bewirken sollte. Der Wohnungsmarkt entspannte sich nicht und wurde auch nicht sozialer. Im Gegenteil: Die Wohnraummangellage hat sich sogar noch verschärft.

## 6 Fazit

Die finanzielle Situation der öffentlichen Haushalte bereitet nach wie vor Grund zur Sorge: Die Staatsverschuldung wächst weiter und statt die Schuldensituation zumindest transparent darzulegen, finden die impliziten Schulden – die gleichzeitig den mit Abstand größten Teil der Staatsschuld ausmachen – keinerlei Beachtung. Nicht zuletzt durch die Covid-19-Pandemie und die in diesem Zuge beschlossenen weitreichenden Maßnahmenpakete hat die implizite Verschuldung ein Volumen erreicht, das mehr als drei Mal so groß ist wie das BIP. Es ist also nicht nur an der Zeit für längst überfällige Konsolidierungsmaßnahmen, sondern auch für mehr Transparenz im Hinblick auf die intergenerativen Verteilungswirkungen der Staatsverschuldung.

Mit Blick auf die derzeitigen Inflationsentwicklungen ist es an der Zeit, bisherige politische Entscheidungen zu hinterfragen und die geldpolitische Strategie der EZB zu überdenken. Denn die von den Zentralbankern beschlossenen Maßnahmen haben stets auch Auswirkungen auf die Fiskalpolitik. Zwar hat die EZB durch die längst überfällige Erhöhung des Leitzinses einen Kurswechsel vollzogen, doch die gleichzeitige Einführung neuer Rettungsprogramme wie dem TPI zeichnet das Bild einer Zentralbank, deren Geldpolitik fiskalisch dominiert wird. Stattdessen sollte das Primat der Preisniveaustabilität sichergestellt werden. Denn mit ihrer geldpolitischen Strategie der stetigen Bilanzausweitung trägt auch die EZB eine wesentliche Teilverantwortung am aktuellen Inflationsgeschehen. Für den Staat als Schuldner bedeutet die Inflation hingegen tendenziell eine Verringerung der Belastung, da die Schulden

mit steigenden Inflationsraten sinken, solange die Inflation oberhalb der Nominalzinsenerwartungen liegt.

Die Niedrigzinspolitik der EZB der vergangenen 10 Jahre bescherte vielen Sparern niedrige Erträge, sorgte gleichzeitig jedoch für eine günstige Staatsfinanzierung – nicht zuletzt auch für Deutschland. Seit Juli 2022 steigt zwar der Leitzins wieder, die reale Verzinsung festverzinslicher Wertpapiere bleibt aber voraussichtlich niedrig. Der Grund hierfür liegt in der Inflation. Die strenge Regulierung institutioneller Investoren kann auch in Zeiten hoher Inflation in Zukunft für niedrige Zinserträge sorgen. Ein Blick in andere Assetklassen zeigt, dass die Erträge 2022 jedoch nicht niedrig sein müssen: Die durationsgewichteten Renditen für Aktien (4,96 Prozent real) und Immobilien (4,74 Prozent real) übertreffen die der Anleihen (0,27 Prozent real) bei Weitem – ebenso der durchschnittliche Zins über alle drei Assetklassen (3,32 Prozent real). Eine Aufweichung der Regulierung könnte an dieser Stelle Versicherungen und anderen Finanzdienstleistern die Möglichkeit bieten, höhere Erträge für ihre Anleger zu erwirtschaften. Andererseits könnten private Haushalte durch ein ausgewogeneres Portfolio mit größeren Anteilen an Realkapital selbst eine höhere Rendite erwirtschaften. Hierfür bedarf es jedoch einer ausgereifteren finanziellen Allgemeinbildung und des politischen Willens, dies in Form einer besseren finanziellen (Aus-) Bildung umzusetzen.

Entgegen der allgemeinen Wahrnehmung haben die Mietpreissteigerungen der letzten Jahre wenig Einfluss auf die Erschwinglykeit von Mietwohnungen gehabt. Das ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass seit 2008 das Einkommen von

Miethaushalten stärker gewachsen ist als die Bestandsmieten. Der Durchschnitt der deutschen Miethaushalte hat also kein Problem damit, bezahlbar zu wohnen. Eine sehr deutliche Erhöhung der Mieten lässt sich nur bei Neuverträgen erkennen. Der Keil zwischen der Entwicklung der Neuvertrags- und Bestandsmieten ist u.a. auf eine Mietpreisregulierung zurückzuführen, die Bestandsmieter vor Mieterhöhungen schützt, während neu zuziehende oder sich vergrößernde Haushalte die hohen Neuvertragsmieten bezahlen müssen. Darüber hinaus schafft sie keine Anreize, die haushaltsspezifische Wohnraumnachfrage zu verkleinern, wenn der Bedarf sich verringert. Von daher sollte die Wohnungspolitik der Bundesregierung und der Länder nicht darin liegen, den Wohnimmobilienmarkt durch immer weitere Regulierungen zu beeinträchtigen, sondern

vielmehr durch Entbürokratisierung eine Angebotsvermehrung durch ambitionierte Neubauprojekte zu ermöglichen.

Ob unzureichendes Staatsschuldenkonzept, einseitig betrachtete Inflationsursachen, die unvollständige Darstellung des Zinsumfeldes oder voreilige Schlussfolgerungen im Rahmen der Debatte um die Mietenbelastung – häufig mangelt es an einer adäquaten Darstellung der Fakten, was zu einer schlechten Wirtschaftspolitik führen kann. Stattdessen zieht sich der Mangel an Transparenz und sachlich korrekter Darstellung offenbar themenübergreifend durch die politische Landschaft und – schlimmer noch – bleibt häufig unbemerkt. Im Sinne der politischen Meinungsbildung sollte in Zukunft die tatsächliche Faktenlage den Wettstreit um die Deutungshoheit bestimmen und nicht umgekehrt.

## 7 Methodische Grundlagen der Generationenbilanzierung

### 7.1 Die Methode der Generationenbilanzierung

Die Generationenbilanzierung wurde von Auerbach et al. (1991, 1992, 1994) entwickelt, um die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sowie die Auswirkungen von Fiskal- und Sozialpolitik zu analysieren.<sup>9</sup> Im Kern handelt es sich bei der Generationenbilanzierung um eine dynamisierte fiskalische Buchhaltung und damit um ein Instrument zur Projektion der langfristigen Entwicklung der öffentlichen Finanzen sowie deren intergenerativen Verteilungswirkungen. Die Grundlage der Projektion der Staatsfinanzen in der Generationenbilanzierung bilden Annahmen zur demografischen Entwicklung sowie zu den wirtschaftlichen und fiskalpolitischen Rahmenbedingungen in der Zukunft. Auf dieser Basis lässt sich das zukünftige Missverhältnis zwischen der Einnah-

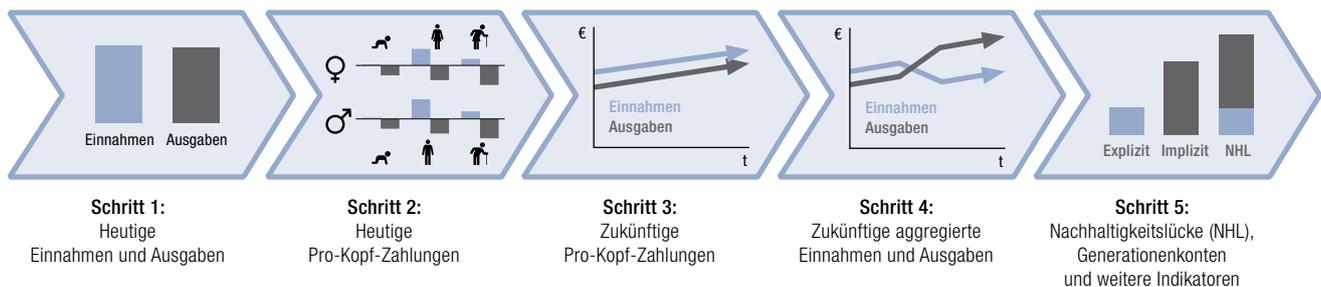
men- und Ausgabenentwicklung der öffentlichen Haushalte ermitteln. Sofern die zukünftigen Ausgaben die zukünftigen Einnahmen übersteigen, wird von einer impliziten Staatsverschuldung gesprochen. Diese spiegelt das Ausmaß wider, um das die explizite Staatsverschuldung rechnerisch zukünftig noch zunehmen wird, wenn die heutige Politik auf Dauer fortgeführt wird.

Neben der Berücksichtigung der impliziten Schuldenlast kann mittels der Generationenbilanzierung sowohl für die heute lebenden als auch für die zukünftigen Generationen der Betrag ermittelt werden, mit dem diese jeweils zu den künftigen Einnahmen und Ausgaben des Staates beitragen. Daher lassen sich nicht nur fundierte Aussagen über die finanzielle Nachhaltigkeit einer bestimmten Fiskal- und Sozialpolitik, sondern auch über deren intergenerativen Verteilungswirkungen treffen. Der methodische Ablauf der Generationenbilanzierung ist in Abbildung 12 skizziert.

<sup>9</sup> Eine detaillierte Beschreibung der Methodik wie auch der Kritik an der Generationenbilanzierung findet sich in Raffelhüschen (1999) sowie Bonin (2001).

Abbildung 12:  
Die Generationenbilanzierung in fünf Schritten

Quelle: Eigene Darstellung.



Die derzeitigen öffentlichen Finanzen, d.h. die Einnahmen und Ausgaben des Staates gemäß VGR, bilden den ersten Schritt der Generationenbilanzierung. Diese aggregierten Zahlungen werden anhand von Mikrodatensätzen als alters- und geschlechtsspezifische Pro-Kopf-Zahlungen auf die verschiedenen heute lebenden Kohorten aufgeteilt (zweiter Schritt). Im dritten Schritt werden diese Pro-Kopf-Zahlungen, unter Berücksichtigung heute bereits beschlossener Reformen, mit dem Produktivitätswachstum fortgeschrieben. Mittels einer langfristigen Bevölkerungsprojektion zur Berücksichtigung der demografischen Entwicklung werden im vierten Schritt die zukünftigen aggregierten Einnahmen und Ausgaben des Staates berechnet, indem die projizierten Pro-Kopf-Zahlungen mit der Bevölkerungsentwicklung verknüpft werden. Abschließend werden zur Barwertberechnung alle zukünftigen Einnahmen und Ausgaben diskontiert, um die Nachhaltigkeitslücke sowie weitere Indikatoren zu ermitteln.

Neben der Ermittlung von aggregierten fiskalischen Nachhaltigkeitsindikatoren lassen sich auf Basis der Generationenbilanzierung Aussagen zur intergenerativen Verteilung sowie zur Nettolast bzw. zum Nettoertrag einzelner Altersjahrgänge treffen, indem die Generationenkonto dieser Altersjahrgänge ausgewiesen werden. Generationenkonto sind in monetären Einheiten definiert und geben den Barwert wieder, den die aufsummierten durchschnittlichen Pro-Kopf-Zahlungen der jeweiligen Altersjahrgänge an den Staat über den verbleibenden

Lebenszyklus haben. Staatliche Leistungen fließen dabei mit negativem Vorzeichen ein. Ein positives Generationenkonto zeigt somit eine Nettolast für das durchschnittliche Individuum der jeweiligen Altersjahrgänge auf, während ein negatives Generationenkonto einen entsprechenden monetären Nettoertrag darstellt.

Die Ergebnisse der Generationenbilanzierung beruhen, ähnlich wie die Tragfähigkeitsberichte der Bundesregierung (BMF, 2020) sowie die Tragfähigkeitsanalysen der Europäischen Kommission (2022), auf einer langfristigen Projektion der Finanzentwicklung des öffentlichen Gesamthaushalts. Dieser umfasst neben den Gebietskörperschaften – also Bund, Ländern und Gemeinden – auch die Sozialversicherungen. Zusätzlich zu den wirtschaftlichen und fiskalpolitischen Rahmenbedingungen wird die langfristige Entwicklung der öffentlichen Finanzen zukünftig im Wesentlichen durch die demografische Alterung geprägt (siehe Abschnitt 7.2). Während die Einnahmen des Staates maßgeblich aus Steuer- und Beitragszahlungen bestehen und hauptsächlich von der erwerbstätigen Bevölkerung erbracht werden, entfällt ein bedeutender Anteil der Ausgaben in Form von Renten-, Gesundheits- und Pflegeleistungen auf die ältere Bevölkerung. Daher führt die in Abbildung 13 dargestellte Zunahme des Altenquotienten zu einem wachsenden Missverhältnis zwischen der langfristigen Einnahmen- und Ausgabenentwicklung des Staates.

## 7.2 Berücksichtigte Rahmenbedingungen

Die Ausgangsbasis für die Projektion der öffentlichen Finanzen in der vorliegenden Generationenbilanz bilden die Einnahmen und Ausgaben des öffentlichen Gesamthaushalts der Jahre 2020 und 2021 gemäß den Daten der VGR des Statistischen Bundesamtes (2022k). Die projizierte zukünftige Entwicklung wird darüber hinaus durch die wirtschaftlichen und fiskalpolitischen Rahmenbedingungen in der mittleren und langen Frist sowie die langfristigen demografischen Veränderungen geprägt:

### Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Für die Fortschreibung der alters- und geschlechtsspezifischen (Pro-Kopf-)Zahlungen unterstellt die Generationenbilanz eine einheitliche Trendwachstumsrate von 1,5 Prozent. Für die Berechnung der Gegenwartswerte der zukünftigen Einnahmen- und Ausgabenströme legt sie einen langfristigen realen Zinssatz von 3,0 Prozent zugrunde. Darüber hinaus fließen die Ergebnisse der 162. Steuerschätzung aus dem Mai 2022 für den Zeitraum 2022 bis 2026 (BMF, 2022) sowie der Gemeinschaftsdiagnose (2022) ein.

### Fiskalpolitische Rahmenbedingungen

Neben der gegenwärtigen Finanzlage der öffentlichen Hand berücksichtigt die vorliegende Generationenbilanz alle bis einschließlich Mitte Juni 2022 beschlossenen fiskalpolitischen Weichenstellungen. Diese umfassen unter anderem die CO<sub>2</sub>-Bepreisung in Verkehr und Wärme, die Anhebung der Luftverkehrsabgabe, die Senkung der EEG-Umlage als auch die Erhöhung des Beitragszuschlags für Kinderlose in der Sozialen Pflegeversicherung um 0,1 Prozentpunkt zum 01. Januar 2022. Darüber hinaus finden auch folgende zeitlich begrenzten Ausgabenprogramme Berücksichtigung: die Energiepreispauschale, das 9-Euro-Ticket, der Tankrabatt und das Sondervermögen der Bundeswehr.

## Demografische Rahmenbedingungen

In Anlehnung an die Annahmen der „mittleren“ Bevölkerung (G2-L2-W2) der 14. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamtes (2019) unterstellt das Szenario der Bevölkerungsprojektion in der Generationenbilanz 2022, dass die Fertilitätsrate auf dem heutigen Niveau von knapp 1,6 Kindern pro Frau verharret und die Lebenserwartung bei Geburt von Männern/Frauen von momentan 78,6/83,4 bis 2060 auf 84,4/88,1 Jahre ansteigt. Hinsichtlich der Außenwanderung wird eine langfristige Nettozuwanderung von jährlich 206.000 Personen unterstellt.<sup>10</sup> Auf dieser Grundlage ist bis zum Jahr 2060 mit einem Bevölkerungsrückgang von heute gut 83,2 Millionen auf 78,4 Millionen Personen zu rechnen. Dieser Bevölkerungsrückgang an sich ist nicht mit besonderen Schwierigkeiten verbunden. Vergleichsweise problematisch ist unter den heutigen Gegebenheiten jedoch die gleichzeitige Alterung der Bevölkerung. Wie Abbildung 13 zeigt, wird sich der Altenquotient, d.h. die Anzahl der über 67-jährigen Personen pro 100 Personen im Alter zwischen 20 und 66 Jahren, bis zum Jahr 2060 deutlich erhöhen. Insbesondere bis Ende der 2030er Jahre wird dieser einen starken Anstieg verzeichnen. Auch im Anschluss wird sich der Alterungsprozess der Bevölkerung weiterhin fortsetzen, allerdings mit reduzierter Geschwindigkeit. Entfallen auf eine über 67-jährige Person gegenwärtig noch etwas mehr als drei Personen im erwerbsfähigen Alter, so werden dies im Jahr 2060 nur noch zwei erwerbsfähige Personen sein.

Die in Abbildung 13 blau dargestellte Fläche zeigt die Bandbreite der Entwicklung für alternative Bevölkerungsszenarien. Als Bandbreite der möglichen Entwicklung werden die Szenarien einer „relativ jungen“ (G3-L1-W3) und einer „relativ alten“ (G1-L3-W1) Bevölkerung, ebenfalls in Anlehnung an die 14. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung, betrachtet.<sup>11</sup>

## 7.3 Verwendete Nachhaltigkeitsindikatoren

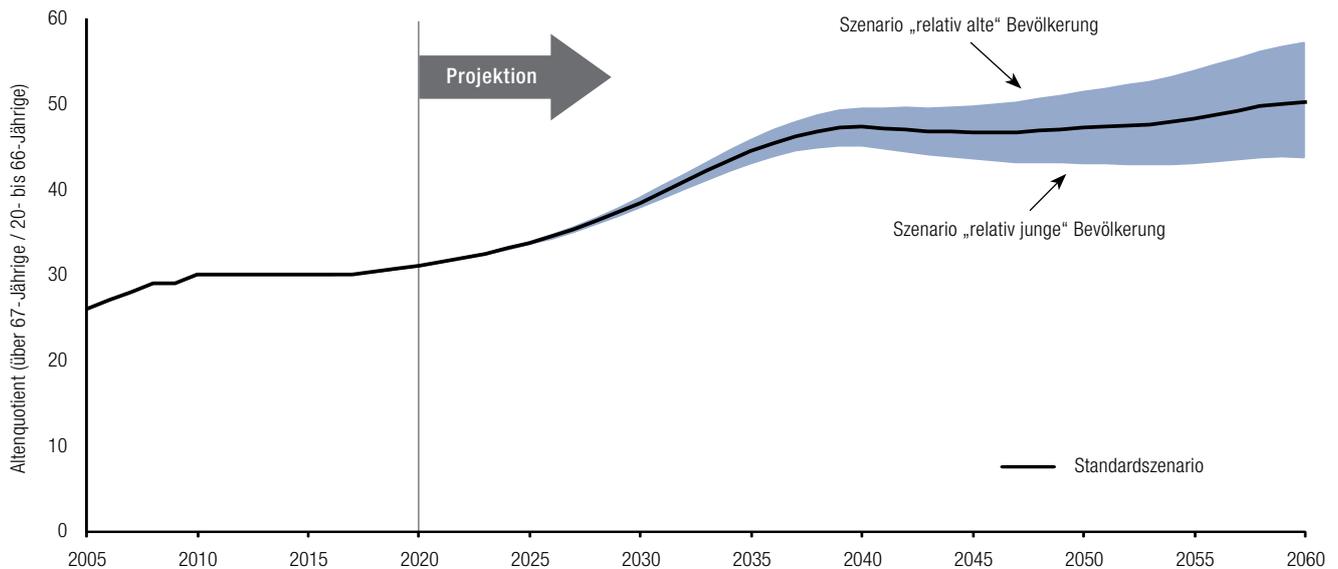
Ob fiskalpolitische Entscheidungen und Rahmenbedingungen als nachhaltig bezeichnet werden können und in

<sup>10</sup> Der Wanderungssaldo von 206.000 Personen entspricht der Annahme W2 der 14. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung und berechnet sich als Durchschnitt der Jahre 1955 bis 2018.

<sup>11</sup> Im Unterschied zum Standardszenario unterstellt das Szenario der „relativ jungen“ Bevölkerung einen Anstieg der Fertilitätsrate auf 1,7 Kinder je Frau, während sich bei der Lebenserwartung der verlangsamte Anstieg der letzten Jahre fortsetzt und somit die Lebenserwartung bei Geburt bis 2060 bei Jungen/Mädchen auf 82,5/86,4 steigt. Der jährliche Wanderungsüberschuss verbleibt ab 2030 auf einem hohen Niveau von 300.000 Personen. Hingegen geht das Szenario der „relativ alten“ Bevölkerung davon aus, dass die Fertilitätsrate auf 1,4 Kinder je Frau sinkt, die Lebenserwartung von Männern/Frauen auf 86,2/89,6 ansteigt und der Wanderungsüberschuss ab 2030 lediglich 110.500 Personen pro Jahr beträgt.

Abbildung 13:  
Anstieg des Altenquotienten bis 2060

Quelle: Eigene Berechnungen.



welchem Ausmaß durch die Fortführung einer bestimmten Politik intergenerative Lastenverschiebungen entstehen, lässt sich mit Hilfe unterschiedlicher Nachhaltigkeitsindikatoren beantworten:

#### **Nachhaltigkeitslücke:**

Im Sinne einer Schuldenquote entspricht die Nachhaltigkeitslücke der tatsächlichen Staatsverschuldung im Verhältnis zum heutigen BIP. Die tatsächliche Staatsverschuldung setzt sich dabei aus der heute bereits sichtbaren oder expliziten Staatsschuld und der heute noch unsichtbaren oder impliziten Staatsschuld zusammen. Eine positive Nachhaltigkeitslücke zeigt an, dass die aktuelle Fiskalpolitik auf Dauer nicht tragfähig ist und daher Steuer- und Abgabenerhöhungen oder Einsparungen zukünftig unumgänglich sind.

#### **Implizite Schuld:**

Im Unterschied zur expliziten Schuld, die vor allem das Ausmaß vergangener Haushaltsdefizite widerspiegelt, entspricht

die implizite Schuld der Summe aller zukünftigen (Primär-) Defizite bzw. Überschüsse. Wird in einem zukünftigen Jahr ein Überschuss erzielt, so reduziert dies die implizite Schuld, während ein Defizit diese erhöht. Die implizite Schuld spiegelt damit den Umfang wider, in dem sich zukünftige Defizite und Überschüsse (nicht) die Waage halten.

#### **Notwendige Abgabenerhöhung:**

Der Indikator notwendige Abgabenerhöhung entspricht dem Umfang, um den die Einnahmen aus Steuern und Sozialabgaben dauerhaft erhöht werden müssten, um die Nachhaltigkeitslücke langfristig zu schließen.

#### **Notwendige Ausgaben senkung:**

Im Unterschied zur notwendigen Abgabenerhöhung gibt der Indikator notwendige Ausgaben senkung an, wie stark die Staatsausgaben – mit Ausnahme der Zinsausgaben – dauerhaft verringert werden müssten, um die Nachhaltigkeitslücke langfristig zu schließen.

## Literatur

- Afflatet, N.** (2019). Staatsfinanzierung durch Geldpolitik, *Wirtschaftsdienst* 99 (8), 562–566.
- Amt für Statistik Berlin-Brandenburg** (2020). Statistischer Bericht A I 11 - j/19: Ergebnisse des Mikrozensus im Land Berlin 2019.
- Amt für Statistik Berlin-Brandenburg** (2021). Statistischer Bericht F I 1 - j/20: Fortschreibung des Wohngebäude- und Wohnbestandes in Berlin am 31. Dezember 2020.
- Auerbach, A. J., Gokhale, J. und Kotlikoff, L. J.** (1991). Generational Accounts: A Meaningful Alternative to Deficit Accounting, *Tax Policy and the Economy* 5, 55–110.
- Auerbach, A. J., Gokhale, J. und Kotlikoff, L. J.** (1992). Generational Accounting: A New Approach to Understanding the Effects of Fiscal Policy on Saving, *The Scandinavian Journal of Economics* 94 (2), 303.
- Auerbach, A. J., Gokhale, J. und Kotlikoff, L. J.** (1994). Generational Accounting: A Meaningful Way to Evaluate Fiscal Policy, *Journal of Economic Perspectives* 8 (1), 73–94.
- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** (2020). Sparen in der Niedrigzinsphase: Ergebnisse einer Verbrauchererhebung, Bonn, URL: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2020/meldung\\_2020\\_04\\_29\\_Niedrigzinsphase.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2020/meldung_2020_04_29_Niedrigzinsphase.html).
- Bahnsen, L., T., Kohlstruck, T., Manthei, G., Raffelhüschen, B., Seuffert, S. und Wimmesberger, F.** (2020). Die Generationenbilanz Update 2021: Die Nachhaltigkeit im Schatten der Corona-Pandemie, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, 152, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- BMF – Bundesministerium der Finanzen** (2019). Ergebnis der 156. Sitzung des Arbeitskreises Steuerschätzungen Berlin.
- BMF – Bundesministerium der Finanzen** (2020). Fünfter Bericht zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, Berlin.
- BMF – Bundesministerium der Finanzen** (2022). Ergebnis der 162. Sitzung des Arbeitskreises Steuerschätzungen Berlin.
- Bonin, H.** (2001). *Generational Accounting: Theory and Application*, Berlin: Springer.
- BVerfG – Bundesverfassungsgericht** (2020). Beschlüsse der EZB zum Staatsanleihenkaufprogramm kompetenzwidrig, Pressemitteilung Nr. 32 vom 05. Mai 2020, URL: <https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2020/bvg20-032.html>.
- CBRE undempirica** (2021). CBRE-empirica-Leerstandsindex 2021, URL: <https://www.empirica-institut.de/nc/nachrichten/details/nachricht/cbre-empirica-leerstandsindex-2021/>.
- Deutsche Börse** (2022). Historische Kurswerte des Dax und M-Dax im Einzelabruf, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank** (2022a). Aktive Programme: Asset Purchase Programme, URL: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe/aktive-programme-602324>.
- Deutsche Bundesbank** (2022b). Glossar: Zentralbankgeldmenge, URL: <https://www.bundesbank.de/action/de/723820/bbksearch?firstLetter=Z>.
- Deutsche Bundesbank** (2022c). Indikatorensystem zum deutschen Wohnimmobilienmarkt, URL: <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/indikatorensaetze/indikatorensystem-wohnmobilienmarkt>.
- Deutsche Bundesbank** (2022d). Eine verteilungsbasierte Vermögensbilanz der privaten Haushalte in Deutschland – Ergebnisse und Anwendungen, Monatsbericht, Juli 2022, 15–40.
- Deutsche Bundesbank** (2022e). Umlaufrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen – Monatswerte, Werteabruf: BBSIS.M.I.UMR.RD.EUR.A.B.A.A.R.A.A.\_Z.\_Z.A, URL: <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/zinssaetze-und-renditen/taegliche-umlaufrenditen-festverzinslicher-schuldverschreibungen-inlaendischer-emittenten-nachwertpapierarten-650674>.
- Europäische Kommission** (2022). Fiscal Sustainability Report 2021, Institutional Paper, 171, Brüssel.
- Eurostat** (2022). Wohneigentumsquote in ausgewählten europäischen Ländern im Jahr 2021, URL: [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ilc\\_lvho02&lang=de](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ilc_lvho02&lang=de).
- EZB** (2022a). Base Money – Euro Area (Changing Composition), Eurosystem Reporting Sector – Base Money, URL: [https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=123.ILM.M.U2.C.LT00001.Z5.EUR](https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=123.ILM.M.U2.C.LT00001.Z5.EUR).
- EZB** (2022b). Das Instrument zur Absicherung der Transmission, Pressemitteilung vom 21. Juli 2022, URL: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/894896/290cc21cf1c0b58f4a3528212bb9392d/mL/2022-07-21-tpi-download.pdf>.
- EZB** (2022c). Entwicklung des Zinssatzes der Europäischen Zentralbank für das Hauptrefinanzierungsgeschäft von 1999 bis 2022, URL: [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html).
- EZB** (2022d). Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.
- Federal Reserve Bank of New York** (2022). Effective Federal Funds Rate, URL: <https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/effr>.
- Fuest, C.** (2022). Das neue Kaufprogramm der EZB ist toxisch für die Währungsunion, ifo-Standpunkt Nr. 240.
- Gemeinschaftsdiagnose** (2019). Industrie in der Rezession – Wachstumskräfte schwinden, Dienstleistungsauftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie.
- Gemeinschaftsdiagnose** (2022). Von der Pandemie zur Energiekrise – Wirtschaft und Politik im Dauerstress, Dienstleistungsauftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie.

- Gödecke-Stellmann, J., Lauerbach, T., und Milbert, A.** (2018). Zuwanderung in die Städte. Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung im Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung.
- Hansen, A. und Meyer, D.** (2020). Das PSPP-Staatsanleihenprogramm – Empirische Daten und Regelwerk stellen das Urteil des BVerfG teilweise infrage, ifo-Schnelldienst 73 (10), 37–46.
- Heinemann, F.** (2017). Die Bedeutung der EZB-Anleihekäufe für die Schuldenfinanzierung der Euro-Staaten, Zentrum für europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim, URL: [https://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/PSPP\\_Analyse\\_Heinemann\\_2017.pdf](https://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/PSPP_Analyse_Heinemann_2017.pdf).
- Henger, R. und Voigtländer, M.** (2019). Ist der Wohnungsbau auf dem richtigen Weg? Aktuelle Ergebnisse des IW-Wohnungsbedarfsmodells, IW-Report 28.
- Horst, M., Stempel, D. und Neyer, U.** (2022). Die EZB muss die Inflation glaubwürdig bekämpfen, Wirtschaftsdienst 102 (6), 426–429.
- Issing, O.** (2011). Einführung in die Geldtheorie, München: Vahlen.
- König, J.** (2022). Europas Schuldenproblem – Wie sich der gordische Knoten lösen lässt, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, 164, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Kronberger Kreis** (2021). Die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank: Was geändert werden sollte und was nicht, Kronberger Kreis-Studie, 67, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Menkhoff, L.** (2011). Zinsspreads im Euroland: Marktsignale an die Politik, Wirtschaftsdienst 91 (11), 772–777. URL: <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2011/heft/11/beitrag/zinsspreads-im-euroland-marktsignale-an-die-politik.html>.
- OECD** (2021). Prices: Residential Property Price Indices – Headline Indicators (Edition 2020), Main Economic Indicators (Database), Paris, URL: <https://doi.org/10.1787/a7723b43-en>.
- Raffelhüschchen, B.** (1999). Generational Accounting: Method Data and Limitations, European Economy, Reports and Studies 6, 17–28.
- Raffelhüschchen, B., Brinkschmidt, T., Kohlstruck, T., Seufert, S. und Wimmesberger, F.** (2021a). Die Generationenbilanz Update 2021: Steigende Schulden, versäumte Reformen, apathische Politik. Gekommen, um zu bleiben – Die fiskalischen Lasten der Beamtenversorgung, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, 158, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Raffelhüschchen, B., Rudolph, K. und Will, S.** (2021b). Ehrbare Staaten? Update 2021: Die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in Europa, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, 160, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- RWI und ImmobilienScout24** (2022). RWI Real Estate Data. Research. Dataset: RWI-GEO-RED. Version: 1. RWI – Leibniz Institute for Economic.
- Sinn, H. W.** (2021). Die wundersame Geldvermehrung – Staatsverschuldung, Negativzinsen, Inflation, Freiburg i. Br.: Herder.
- Statistisches Bundesamt** (2019). Bevölkerung im Wandel – Annahmen und Ergebnisse der 14. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung, Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt** (2022a). Baugenehmigungen, Baufertigstellungen, URL: [https://www-genesis.destatis.de/genesis/online?sequenz=tabellen&selectionname=311\\*](https://www-genesis.destatis.de/genesis/online?sequenz=tabellen&selectionname=311*).
- Statistisches Bundesamt** (2022b). Erzeugerpreise September 2022: +45,8 % gegenüber September 2021, Pressemitteilung Nr. 449 vom 20. Oktober 2022, Wiesbaden. URL: [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/10/PD22\\_449\\_61241.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/10/PD22_449_61241.html).
- Statistisches Bundesamt** (2022c). Gebäude und Wohnungen – Bestand an Wohnungen und Wohngebäuden, Bauabgang von Wohnungen und Wohngebäuden, Lange Reihen ab 1969 - 2021, Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt** (2022d). Inflationsrate im Januar voraussichtlich +4,9%, Pressemitteilung Nr. 042 vom 31. Januar 2022, Wiesbaden. URL: [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/01/PD22\\_042\\_611.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/01/PD22_042_611.html).
- Statistisches Bundesamt** (2022e). Inflationsrate im April voraussichtlich +7,4%, Pressemitteilung Nr. 182 vom 28. April 2022, Wiesbaden. URL: [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/04/PD22\\_182\\_611.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/04/PD22_182_611.html).
- Statistisches Bundesamt** (2022f). Inflationsrate im Juli voraussichtlich +7,5 %, Pressemitteilung Nr. 319 vom 28. Juli 2022, Wiesbaden. URL: [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/07/PD22\\_319\\_611.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/07/PD22_319_611.html).
- Statistisches Bundesamt** (2022g). Inflationsrate im Oktober voraussichtlich +10,4 %, Pressemitteilung Nr. 458 vom 28. Oktober 2022, Wiesbaden. URL: [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/10/PD22\\_458\\_611.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/10/PD22_458_611.html).
- Statistisches Bundesamt** (2022h). Konjunkturindikatoren, URL: <https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Konjunkturindikatoren/Preise/kpre510.html#250156>.
- Statistisches Bundesamt** (2022i). Verbraucherpreisindex insgesamt, kalender- und saisonbereinigt nach dem Berliner Verfahren, Version 4.1. Tabelle und Diagramme (Rechenstand: August 2022), Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt** (2022j). Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen – Inlandsproduktberechnung – Detaillierte Jahresergebnisse (vorläufige Ergebnisse) 2021 (Rechenstand: Mai 2022), Fachserie 18, Reihe 1.4, Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt** (2022k). Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen – Inlandsproduktberechnung – Detaillierte Jahresergebnisse (endgültige Ergebnisse) 2021 (Rechenstand: September 2022), Fachserie 18, Reihe 1.4, Wiesbaden.
- Wieland, V.** (2020). Verfahren zum Anleihekaufprogramm der EZB, Institute for Monetary and Financial Stability, Working Paper Series No. 139.

## Executive Summary

Der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine Anfang 2022 und dessen Auswirkungen stellen Deutschland vor **enorme wirtschaftliche Herausforderungen**. Während die Bundesregierung für das Jahr 2023 mit einer Rezession rechnet, sind nicht nur die expliziten, sondern auch die impliziten Schulden weiter gestiegen und die Inflation erreicht einen Höchststand nach dem anderen. Erschwerend kommt hinzu, dass die Folgen der Covid-19-Pandemie, insbesondere durch gestörte Lieferketten, weiter Probleme verursachen und sich der demografisch bedingte Fachkräftemangel zunehmend verschärft. Umso wichtiger ist es, politische Entscheidungen nicht nur nach demoskopischer oder ideologischer Gefühlslage zu treffen, sondern faktenbasiert abzuwägen sowie auch vermeintlich unbequeme Tatsachen zu berücksichtigen. Dass dies häufig leider nicht in ausreichendem Maße der Fall ist, zeigt die vorliegende Analyse, die einige der gängigsten politischen Narrative zur **langfristigen Entwicklung der Staatsfinanzen, Inflation, Zinsentwicklung und Wohnkostenbelastung** auf den ökonomischen Prüfstand stellt:

- **Verbeitete Annahme:** „Die deutschen **Staatsschulden** sind im Vergleich zum BIP seit Beginn der Pandemie lediglich um 10 Prozentpunkte gestiegen.“

→ **Ökonomischer Fakt:** Es ist ein erheblicher coronabedingter Anstieg der heute noch **nicht** direkt sichtbaren **impliziten Schulden** um **179,6 Prozentpunkte** auf **330,2 Prozent des BIP** zu verzeichnen. Die **Nachhaltigkeitslücke** beläuft sich somit auf insgesamt **398,9 Prozent des BIP** oder **14,4 Billionen Euro**. Die Schattenhaushalte sind dabei noch nicht einmal berücksichtigt.

Die impliziten Schulden spiegeln im Wesentlichen die bereits erworbenen und bei Fortführung des Status quo noch entstehenden, aber durch das heutige Steuer- und Abgabenniveau nicht gedeckten Ansprüche heutiger und zukünftiger Generationen gegenüber dem Staat wider. Der starke Anstieg ist alleine im deutlichen Wachstum der staatlichen Ausgaben begründet. Somit weist **der Staat lediglich ein Fünftel seiner Staatsschulden aus**: Von Schuldentransparenz kann man da kaum sprechen. Um das bestehende Missverhältnis zwischen öffentlichen Ausgaben und Einnahmen zu beseitigen, müssten entweder die **Staatseinnahmen um 16,2 Prozent erhöht oder die Ausgaben um 13,9 Prozent gesenkt werden**.

Neben den zunehmenden Schulden sind die steigenden Verbraucherpreise besorgniserregend. Seit Anfang des Jahres sorgen vor allem die hohen Energiepreise für steigende Inflationsraten bei den gewerblichen Erzeugerpreisen, die

sich mittlerweile auf einem Rekordniveau befinden. Im Vergleich zum Vorjahresmonat fielen die gewerblichen **Erzeugerpreise** im September 2022 um **45,8 Prozent** sowie die **Verbraucherpreise um 10 Prozent** höher aus.

- **Verbeitete Annahme:** „Die hohen Inflationsraten sind durch den Krieg in der Ukraine und die Corona-Folgen entstanden“.

→ **Ökonomischer Fakt:** Die über Jahre hinweg anhaltende **ultralockere Geldpolitik der EZB** ist für die gestiegene Inflation ursächlich.

Die Corona-Pandemie und der Ukrainekrieg sind insofern Auslöser, aber keine Verursacher der Inflation. Zwar hat die EZB mit der längst überfälligen **Erhöhung des Leitzinses** einen Kurswechsel eingeleitet, doch die gleichzeitige Einführung **neuer Rettungsprogramme** für hochverschuldete Staaten (z. B. TPI) zeichnet das Bild einer Zentralbank, deren **Geldpolitik fiskalisch dominiert** wird. Stattdessen sollte das Primat der **Preisniveaustabilität** sichergestellt werden.

- **Verbeitete Annahme:** „Sparen hat sich aufgrund der Niedrigzinsphase der letzten Jahre nicht gelohnt.“

→ **Ökonomischer Fakt:** Das gilt lediglich für festverzinsliche Wertpapiere. Der Blick in andere Assetklassen zeigt, dass die Erträge 2022 deutlich höher sind.

Werden die realen (nach Abzug der Inflation) durchschnittlichen durationsgewichteten Renditen von **Aktien** (4,96 Prozent) und **Immobilien** (4,74 Prozent) betrachtet, wird deutlich, dass Sparen mit dem richtigen **Anlagemix** durchaus profitabel ist.

- **Verbeitete Annahme:** „Die Mietkostenbelastung hat in den letzten Jahren kontinuierlich zugenommen.“

→ **Ökonomischer Fakt:** Die Erschwinglichkeit von Mietwohnungen hat sich bei einem Vergleich der Entwicklung der durchschnittlichen Bestandsmieten mit der Nettoeinkommensentwicklung nicht verringert.

Eine sehr deutliche Erhöhung der Mieten lässt sich nur bei Neuverträgen erkennen. Der **Keil zwischen der Entwicklung der Neuvertrags- und Bestandsmieten** wird durch die aktuelle **Mietpreisregulierung** gefördert. Die Wohnungspolitik der Bundesregierung und der Länder sollte den Wohnimmobilienmarkt nicht durch immer weitere **Regulierungen belasten**, sondern vielmehr eine Angebotsausweitung ermöglichen sowie **ambitionierte Neubauprojekte** initiieren und fördern.