

Joachim Ragnitz*

Schulden sind nicht umsonst: Mögliche Kosten einer Verlängerung der Tilgungsfristen der Corona-Schulden in Sachsen

Sachsen muss die während der Corona-Pandemie aufgenommenen Kredite bis zum Jahr 2030 zurückzahlen, was die Haushaltsspielräume stark einschränkt. Eine Verlängerung der Tilgungsdauern, wie im politischen Raum diskutiert, würde aber deutlich steigende Zinsausgaben zur Folge haben. Grund hierfür sind nicht nur die absehbar steigenden Zinssätze, sondern auch die dann höheren Restschuldbelastungen. Der vorliegende Beitrag zeigt anhand einer Szenarienrechnung auf, was eine Verlängerung der Tilgungszeiträume der Corona-Schulden kosten könnte.

EINLEITUNG: KREDITAUFNAHME DES FREISTAATS SACHSEN AUFGRUND DER CORONA-PANDEMIE

Im Zuge der Corona-Pandemie hat der Freistaat Sachsen erstmals seit Langem wieder Kredite aufnehmen müssen, um damit zusätzlich anfallende Ausgaben zu finanzieren und Steuerausfälle zu kompensieren. Bis zum 31. Dezember 2021 wurden hierfür Kredite in Höhe von 2,38 Mrd. Euro aufgenommen.¹ Ausweislich der Mittelfristigen Finanzplanung 2021 des Freistaats ist für das Jahr 2022 eine weitere Kreditaufnahme in Höhe von 0,9 Mrd. Euro vorgesehen; allerdings ist derzeit ungewiss, ob es hierzu tatsächlich noch kommt, da die Steuereinnahmen des Landes im laufenden Jahr um 0,8 Mrd. Euro höher ausfallen dürften als zunächst erwartet.² Im ungünstigsten Fall würden sich die Verbindlichkeiten des Corona-Bewältigungsfonds zum Jahresende 2022 auf 3,2 Mrd. Euro belaufen.³ Die Gesamtverschuldung des Freistaats läge damit bei 14,0 Mrd. Euro.

Rund die Hälfte der Schulden des Landes entfällt auf Kreditaufnahmen beim nicht-öffentlichen Bereich.⁴ Dabei handelt es sich um einen von Darlehen von Kreditinstituten und Versicherungen (sogenannte Schuldscheindarlehen, die nicht an der Börse gehandelt werden), zum anderen aber auch um börsengängige Anleihen. Aktuell (Stand 30. Juni 2022) werden an deutschen Börsen Anleihen des Freistaats Sachsen im Nominalwert von 4,75 Mrd. Euro gehandelt. Alle diese Anleihen wurden in den Jahren 2020 und 2021 emittiert, also in einer Zeit äußerst niedriger Zinsen. Insgesamt belaufen sich die Zinsverpflichtungen aus den bislang ausgegebenen Anleihen rechnerisch lediglich auf 2,4 Mill. Euro pro Jahr.⁵ Dieser Beitrag beschäftigt sich deshalb mit der Frage, was wieder steigende Zinssätze am Kapitalmarkt für den Haushalt des Freistaats bedeuten würden. Relevant ist dies insbesondere dann, wenn – wie derzeit diskutiert – die Tilgung der Corona-Schulden erst später erfolgt als derzeit geplant.

ENTSCHEIDENDE STELLGRÖSSE IST DIE TILGUNGS-DAUER DER CORONA-SCHULDEN

Die im Zuge der Corona-Pandemie aufgenommenen Notlagenkredite sind entsprechend der geltenden rechtlichen Vorschriften (§ 18 Abs. 6 SÄHo) innerhalb von acht Jahren zurückzahlen.⁶ Hieraus folgt, dass die Tilgung der Corona-Schulden bis spätestens 2030 vorgenommen werden muss. Da dies aber in den Haushaltsjahren 2023ff. Tilgungsleistungen in Höhe von bis zu 0,375 Mrd. Euro jährlich⁷ erforderlich machen würde, wird derzeit innerhalb der Regierungskoalition durchaus kontrovers diskutiert, diese Tilgungsfrist zu verlängern. Der Freistaat steht nämlich nicht nur vor der Herausforderung der Tilgung der Corona-Schulden, sondern muss zusätzlich auch die regulären Ausgaben insgesamt an das Niveau der zur Verfügung stehenden Einnahmen anpassen: Nach früheren Berechnungen des ifo Instituts würde bei Beibehaltung aller Ausgaben im Jahr 2030 eine Deckungslücke von rund 1 Mrd. Euro bestehen, da die Finanzierung von Ausgaben über Rücklagenentnahmen in den kommenden Jahren nicht mehr möglich sein wird.⁸ Eine Streckung der Tilgungsfristen würde insoweit den Konsolidierungsbedarf im sächsischen Staatshaushalt spürbar verringern, wenn auch nicht gänzlich beseitigen. Die sächsische CDU und das Finanzministerium haben vor diesem Hintergrund vorgeschlagen, die Tilgungsfrist für Notlagenkredite auf 15 Jahre zu verlängern; SPD und Bündnis90/Die Grünen plädieren sogar für eine Verlängerung auf 25 bis 30 Jahre.

In Abbildung 1 ist dargestellt, wie sich die jährlichen Tilgungszahlungen in Abhängigkeit von der Tilgungsdauer der Corona-Schulden entwickeln würden, wenn im Jahr 2022 keine weiteren Notlagenkredite aufgenommen werden. Nach geltendem Recht wären diese Corona-Schulden bereits bis zum Jahr 2029 vollständig getilgt; allerdings bei hohen Tilgungsausgaben in den Jahren 2024 bis 2028.⁹ Bei einer Tilgungsdauer von

* Prof. Joachim Ragnitz ist stellvertretender Geschäftsführer der Niederlassung Dresden des ifo Instituts – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e. V.

15 Jahren würden sich die jährlichen Tilgungsleistungen in etwa halbieren; die coronabedingten Schulden wären dann aber erst im Jahr 2037 vollständig abbezahlt. Bei einer Tilgungsdauer von 25 Jahren würden sich die jährlichen Zahlungen nochmals deutlich reduzieren, die Rückzahlung der Schulden würde sich in diesem Fall sogar bis zum Jahr 2046 hinziehen. Der Vorteil geringerer jährlicher Tilgungsleistungen würde insoweit dadurch erkaufte werden, dass auch spätere Generationen noch immer hierdurch belastet werden.

Die Einschränkung gegenwärtiger Ausgabenspielräume durch Tilgungszahlungen stellt sicherlich ein Argument für eine Streckung der Tilgungsfristen dar. Zudem sind bei steigendem Bruttoinlandsprodukt und einer möglicherweise auch dauerhaft hohen Geldentwertung die effektiven Belastungen durch die Tilgungsleistungen umso leichter zu tragen, je später sie anfallen. Für eine schnelle Tilgung der Corona-Schulden spricht aber, dass es aus Gründen der Generationengerechtigkeit sinnvoll ist, die Nutznießer der schuldenfinanzierten Ausgaben während der Corona-Pandemie (also die heutige Generation) auch mit deren Kosten zu belasten. Bei einer Streckung der Tilgung auf 15 oder gar 25 Jahre würden hingegen auch diejenigen an den Pandemiekosten beteiligt, die erst in den nächsten Jahren geboren werden, obwohl sie keinen direkten Nutzen aus den Maßnahmen gezogen haben. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass mit längerer Tilgungsdauer die Höhe der insgesamt anfallenden Zinszahlungen zunimmt, weil diese über einen längeren Zeitraum und auf eine zu jedem Zeitpunkt höhere Restschuld zu leisten sind. Dies wird in der aktuellen Diskussion so gut wie gar nicht berücksichtigt.

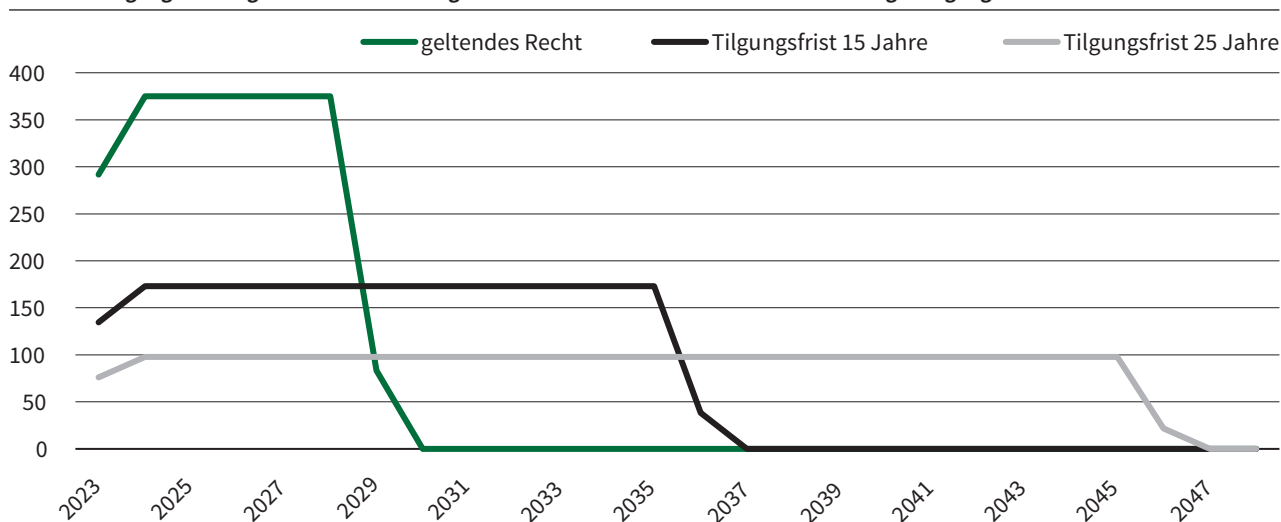
Bei einem Vergleich gegenwärtiger und künftiger Zahlungsströme ist eine Abdiskontierung auf den Gegenwartswert aller Zahlungen notwendig. Wenn der Kreditzins genau dem hierzu herangezogenen Diskontierungszinssatz entspricht, ist es gleich, wann eine Zahlung fällig wird; der Gegenwartswert künftiger Zins- und Tilgungszahlungen ist dann unabhängig von der Laufzeit der aufgenommenen Schulden immer gleich. Der hierfür anzuwendende Diskontierungszinssatz entspricht dabei der Zeitpräferenzrate der jeweiligen Akteure und kann

individuell unterschiedlich sein. Die Bereitschaft der Politik, die Tilgungszeiträume zu verlängern, lässt sich so interpretieren, dass Politiker wegen ihres Interesses an einer Wiederwahl ihren Entscheidungen einen hohen (und damit über dem Kreditzins liegenden) Diskontierungszinssatz zugrunde legen, also eher eine Präferenz für höhere Ausgaben in der Gegenwart haben. Nach dieser Sichtweise wäre eine Streckung der Tilgungsleistungen gemessen am Gegenwartswert aller zukünftigen Zahlungsströme als vorteilhaft anzusehen. Eine an intergenerationaler Nachhaltigkeit orientierte Finanzpolitik müsste hingegen aus den beschriebenen Gründen eher für kürzere Tilgungsfristen plädieren.

In dem beschriebenen Konfliktfeld ist es letzten Endes eine politische Entscheidung, wie die Tilgungsdauer der Corona-Schulden festgelegt wird: Eine schnelle Tilgung ist mit kurzfristig höheren Kosten verbunden, aber generationengerecht. Eine längere Tilgungsdauer ist für alle leichter zu stemmen, bedeutet aber eine Umverteilung zulasten künftiger Generationen. Bislang haben sich die politisch Verantwortlichen in Sachsen noch nicht auf eine Lösung für dieses Problem verständigen können. Insoweit wäre es hilfreich, auch über alternative Ansätze nachzudenken. So wäre es denkbar, nicht die Tilgungsdauer a priori festzulegen, sondern die Höhe der Tilgungsleistungen vorab zu bestimmen.¹⁰ Im einfachsten Falle könnte diese als Anteil an den öffentlichen Einnahmen fixiert werden, was insbesondere im Falle konjunktureller Mindereinnahmen sinnvoll sein könnte, da damit der Anpassungsbedarf bei den sonstigen staatlichen Ausgaben verringert würde. Gekoppelt werden könnte dies mit der Festlegung, dass unerwartete konjunkturelle Mehreinnahmen in jedem Fall für die Tilgung der Corona-Schulden aufgebracht werden müssen, um zu verhindern, dass ungeplante Mehrausgaben zur Finanzierung höherer staatlicher Ausgaben mit möglicherweise längerfristiger Bindungswirkung verwendet werden. In beiden Fällen wäre die Tilgungsfrist zumindest in Grenzen variabel; erhöht würde aber die Planungssicherheit auf der Ausgabenseite des öffentlichen Budgets.

Abb. 1

Jährliche Tilgungsleistungen der Corona-Notlagenkredite in Mill. Euro bei unterschiedlich langer Tilgungsfrist



Quelle: Berechnungen und Darstellung des ifo Instituts.

© ifo Institut

STEIGENDE ZINSEN FÜHREN ZU ERHÖHTER BELASTUNG DES HAUSHALTS

In den Jahren 2020 und 2021 konnte sich der Freistaat Sachsen an den Kapitalmärkten zu äußerst günstigen Konditionen refinanzieren. Hiervon profitierte der Freistaat gleich in mehrfacher Hinsicht: Zum einen wurden bislang höher verzinsliche Schuldaufnahmen in Höhe von 2,75 Mrd. Euro durch langlaufende Anleihen mit einem niedrigen Zinssatz ersetzt, zum anderen konnten auch die kurzfristig (bis maximal 2029) laufenden coronabedingten Anleihen in Höhe von 2 Mrd. Euro¹¹ zu niedrigeren Zinsen emittiert werden. Da sich der Freistaat dazu entschied, diese Anleihen mit einem leicht über dem Marktzinssatz liegenden Kupon zu versehen (in den meisten Fällen: 0,01%), konnten die Anleihen zu einem über dem Rückzahlungsbetrag liegenden Kurs platziert werden – was im Jahr 2020 einen Kursgewinn („Agio“) in Höhe von 61,8 Mill. Euro bedeutete.¹² Diesen Mehreinnahmen stehen allerdings höhere Zinsausgaben während der Laufzeit der Anleihen gegenüber. Die damit gewonnenen höheren Ausgabenspielräume in der Gegenwart gehen insoweit auch in diesem Fall zulasten künftiger Haushaltsjahre.

Inzwischen steigen die langfristigen Zinsen allerdings auf breiter Front. Mitte Juni 2022 lag die Rendite börsennotierter Bundesanleihen zwischen 0,54% (1 Jahr Restlaufzeit) und 1,76% (10 Jahre Restlaufzeit). Ein weiterer Anstieg ist nicht zuletzt wegen der angekündigten Straffung der Geldpolitik wahrscheinlich. Die Refinanzierung der in den Jahren 2020 und 2021 emittierten kurzlaufenden Anleihen des Freistaats wird deswegen mit steigenden Zinsausgaben verbunden sein.¹³

Bleibt es bei der Tilgungsfrist von acht Jahren für die coronabedingten Schuldaufnahmen der Jahre 2020 und 2021, ist dies weniger problematisch, da die entsprechenden Anleihen in den Jahren 2023 bis 2029 ohnehin sukzessive auslaufen. Zwar entsprechen die Laufzeit der Anleihen und damit die fälligen Rückzahlungsverpflichtungen nicht ganz der Maßgabe des § 4 Abs. 2 Coronabewältigungsfondsgesetz, wonach die Tilgung in sechs gleichen Raten zu erfolgen habe. Dadurch sind im ungünstigsten Fall Zwischenfinanzierungen erforderlich, die aber nur temporär zu höheren Zinsbelastungen des sächsischen Staatshaushalts führen würden. Anders stellt sich die Situation dar, wenn die Tilgungsfristen für die coronabedingten Schuldaufnahmen deutlich verlängert würden. In diesem Fall wären die höheren Zinsen für die dann deutlich längere Laufzeit der in den Jahren 2020 und 2021 aufgenommenen Kredite zu zahlen.

In Abbildung 2 (a-c) ist dargestellt, wie sich die Zinszahlungen in absoluten Werten entwickeln, wenn sich der Zinssatz für die Refinanzierung auf 2%, 3% oder 4% erhöht.¹⁴ Es zeigt sich, dass schon bei Beibehaltung der achtjährigen Tilgungsfrist mit deutlich steigenden Zinsausgaben zu rechnen ist. Gründe hierfür sind zum einen die angesprochene Inkongruenz von Anleihelaufzeit und Tilgungsverpflichtungen laut Coronabewältigungsfondsgesetz, zum anderen die notwendige Umschuldung bestehender Anleihen im Kernhaushalt des Landes. Ab der zweiten Hälfte der 2030er Jahre würden sich diese im Falle eines Zinssatzes von 3% auf rund 80 Mill. Euro jährlich belaufen.¹⁵ Bei längerer Tilgungsdauer der coronabedingten Schulden wären die jährlichen Zinszahlungen für eine Übergangszeit dann nochmals deutlich höher als bei Beibehaltung des geltenden Rechts, nämlich im Jahr 2029 um rund 35 Mill.

Euro bei Tilgung über 15 Jahre und sogar beinahe 50 Mill. Euro bei einer Tilgung über 25 Jahre. Nach Tilgung aller Corona-Schulden im Jahr 2036 bzw. im Jahr 2046 wären die Zinsbelastungen dann in allen drei Szenarien wieder gleich, wenn auch höher als derzeit. Insgesamt müsste der Freistaat bei verlängerter Tilgungsdauer der Schulden des Corona-Bewältigungsfonds wegen der temporär höheren Restschuld und der damit verbundenen Zinszahlungen gegenüber dem geltenden Rechtsstand insgesamt 236 Mill. Euro (im Falle einer Tilgungsdauer von 15 Jahren) bzw. 574 Mill. Euro (bei einer Tilgungsfrist von 25 Jahren) mehr aufwenden. Noch höher wären die Kosten einer Verlängerung der Tilgungsfristen, wenn die Zinssätze – bspw. wegen zunehmender Inflationserwartungen oder einer restriktiveren Geldpolitik – mittel- bis langfristig noch stärker steigen würden als hier unterstellt.

FAZIT

Die hier vorgelegten Berechnungen zeigen zweierlei: Zum einen ist längerfristig mit steigenden Zinsausgaben zu rechnen, weil die in der Vergangenheit ausgegebenen Anleihen mit niedrigem Zinskupon teurer refinanziert werden müssen. Und zum anderen ist eine Verlängerung der Tilgungsfristen des Corona-Bewältigungsfonds nicht umsonst zu haben; die Entlastung durch niedrigere Tilgungsleistungen in der Gegenwart würde mit höheren Zinsausgaben in der Zukunft erkauft. Die gegenüber dem geltenden Rechtsstand zu erwartenden Mehraufwendungen für Zinsen sind in einer jährlichen Betrachtung (mit maximal 48 Mill. Euro im Falle eines Zinssatzes von 3% und einer Laufzeitverlängerung auf 25 Jahre) zwar deutlich niedriger als die Ersparnis bei den jährlichen Tilgungszahlungen (maximal 277 Mill. Euro). Trotzdem muss bei der anstehenden Entscheidung berücksichtigt werden, dass in Summe bis zur endgültigen Tilgung der Corona-Kredite ein deutlich höherer Betrag für Zinsen aufgebracht werden muss. Im skizzierten Spannungsfeld zwischen geringeren Tilgungsleistungen einerseits und höheren Zinszahlungen andererseits spricht insoweit viel dafür, die Tilgungsfristen bestenfalls moderat zu erhöhen.

LITERATUR

Bauer, D., Ragnitz, J. und J. Sonnenburg (2020), Tragfähigkeit des sächsischen Haushalts – Eine Projektionsrechnung bis zum Jahr 2030, ifo Dresden Studien Nr. 85, ifo Institut, München/Dresden.

Feld, L., Nöh, L., Reuter, W. und M. Yeter (2021), Von der Corona-bedingten Schuldenaufnahme zur Wiedereinhaltung der Schuldenbremse, Arbeitspapier des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 1/2021, Wiesbaden.

Nitschke, R. (2021), „Die Bürde der Corona-Schulden – Welche Belastungen erwarten die Länderhaushalte in den nächsten Jahren?“, ifo Dresden berichtet 28 (01), S. 3-9.

- 1 Vgl. Bericht des Staatsministeriums der Finanzen über den Vollzug des Sächsischen Coronabewältigungsfondsgesetzes zum 31. Dezember 2021, LT-Drs. 7/9903.
- 2 Vgl. Ergebnisse des Arbeitskreises „Steuerschätzung“ Mai 2022 im Vergleich zur Steuerschätzung November 2021; vgl. Pressemitteilung der Sächsischen Staatsregierung vom 13. Mai 2022, „Mai-Steuerschätzung 2022: steigende Einnahmeerwartungen unter schwierigen wirtschaftlichen und weltpolitischen Rahmenbedingungen“.

Abb. 2a-c

Zinszahlungen in Euro 2022-2050 in Abhängigkeit von der Tilgungsdauer der Corona-Kredite in Mill. Euro



Quelle: Berechnungen und Darstellung des ifo Instituts.

© ifo Institut

- 3 Die zulässige Höchstgrenze für die Verschuldung des Corona-Bewältigungsfonds von 6 Mrd. Euro (§ 4 Abs. 2 Sächsisches Coronabewältigungsfondsgesetz) wird damit voraussichtlich bei weitem nicht ausgeschöpft.
- 4 Der verbleibende Rest der Verschuldung des Freistaats (2021: 6,9 Mrd. Euro) entfällt auf „bewilligte, aber aufgeschobene Kredite“, welche bislang wegen vorhandener Liquiditätsreserven nicht in Anspruch genommen werden mussten. Falls in den kommenden Jahren auch für diese eine Refinanzierung am Kapitalmarkt erfolgen müsste, würden die Zinsbe-

lastungen nochmals deutlich steigen. Dies bleibt hier aber unberücksichtigt.

- 5 Die tatsächlichen Zinszahlungen des Freistaats sind allerdings mit Planangaben von rund 71 Mill. Euro deutlich höher, weil hierin auch höher verzinsliche Darlehensaufnahmen aus früheren Jahren enthalten sind, vgl. Doppelhaushalt 2021/22, Titel 15 10/571 01, 571 02 und 575 01 sowie Wirtschaftsplan des Corona-Bewältigungsfonds, Anlage zu Kapitel 15 10. Dem stehen in geringem Umfang Zinseinnahmen gegenüber, weil die in

- den Generationenfonds eingestellten Rücklagen zum Teil beim Freistaat Sachsen angelegt worden sind (vgl. Doppelhaushalt 2021/22, Wirtschaftsplan Generationenfonds, Anlage zu Kapitel 15 40).
- 6 Andere Länder haben demgegenüber deutlich längere Tilgungsfristen beschlossen; vgl. für einen Überblick Nitschke (2021).
 - 7 Würden die in der mittelfristigen Finanzplanung vorgesehenen Kreditaufnahmen im Jahr 2022 realisiert, betrüge die Tilgungsleistung in den Jahren 2023 bis 2030 sogar bis zu 533 Mill. Euro jährlich.
 - 8 Vgl. Bauer et al. (2020). Auch die Mittelfristige Finanzplanung des Freistaats (Tab. 13) geht von einer Unterdeckung des Budgets in ähnlicher Größenordnung aus.
 - 9 Der Sächsische Rechnungshof weist in seinem Jahresbericht 2022 (Band 1, S. 91) allerdings darauf hin, dass die Tilgungsleistungen selbst bei kurzer Tilgungsfrist mit 1,5% der bereinigten Einnahmen deutlich niedriger liegen als in den Jahren 2012-2019 (4,7%).
 - 10 Vgl. zu diesem Vorschlag genauer Feld et al. (2021).
 - 11 Darüber hinaus wurden dem Corona-Bewältigungsfonds 380 Mill. Euro durch Rückgriff auf vorhandene Liquiditätsreserven zur Verfügung gestellt („bewilligte, aber aufgeschobene Kreditaufnahme“). Diese werden hier mit einem Zinssatz von 0 angesetzt.
 - 12 Für die im Jahr 2021 emittierten Anleihen sieht der Haushaltsplan keine Einnahmen aus einem Agio vor. Nach Aussage des Landesrechnungshofs (Jahresbericht 2022, Band 1, S. 93) betrugen diese immerhin noch 8,8 Mill. Euro.
 - 13 Dies betrifft nicht nur die in Reaktion auf die Corona-Pandemie aufgenommenen Kredite, sondern auch die weiteren Anleihen des Freistaats mit einer Laufzeit bis 2023 (250 Mill. Euro) bzw. 2025 (500 Mill. Euro); die übrigen zur Umschuldung ausgegebenen Anleihen weisen hingegen eine längere Laufzeit (Fälligkeitsdatum 2029, 2031, 2035 und 2036) auf, so dass hier erst langfristig mit höheren Zinskosten zu rechnen ist.
 - 14 Auf die Abbildung möglicher Zinsstruktureffekte (höhere Zinsen für Schulden mit längerer Laufzeit) wird dabei bewusst verzichtet, um die Darstellung nicht mit zu vielen Annahmen zu überfrachten.
 - 15 Hinzu kommen Zinsverpflichtungen aus anderen Verbindlichkeiten des Freistaats (z. B. Schuldscheindarlehen). Da über deren Konditionen nichts bekannt ist, können diese hier nicht berücksichtigt werden.