

Christian Breuer, Daniel Mannfeld und Niklas Potrafke

Die Bundesrepublik Deutschland verschuldet sich, indem sie Staatsanleihen emittiert. Die laufenden Kosten der Bundesschuld bemessen sich nahezu vollständig in Zinszahlungen für umlaufende und neu emittierte Bundeswertpapiere (vgl. Deutsche Finanzagentur 2012a). Im Zuge der europäischen Verschuldungskrise sind die Zinsen für deutsche Staatsanleihen stark gesunken, weil die EZB eine sehr expansive Geldpolitik betrieben hat und Investoren in Deutschland nun einen »sicheren Hafen« sehen.¹ Dies bedeutet ein enormes Einsparungspotenzial für den Bundeshaushalt. Modelliert man die zukünftige Zinslast des Bundes und veranschaulicht die Ersparnis für den Bundeshaushalt durch das gegenwärtig außerordentlich niedrige Zinsniveau, deuten die Ergebnisse auf weiterhin sinkende Zinsausgaben bis zum Jahr 2014 hin.

Modellierung der Zinslast

Arten von Bundeswertpapieren

Es gibt verschiedene Arten von Bundeswertpapieren. Eine Gruppe von Staatsanleihen hat feste Nominalzinssätze, liefert jährliche Zinszahlungen, wird in einem Auktionsverfahren emittiert und anschließend frei gehandelt. Zu dieser Gruppe gehören Bundesanleihen mit 10- oder 30-jähriger Laufzeit (Bund 30J, Bund 10J), Bundesobligationen mit fünfjähriger Laufzeit (Bobl 5J) sowie Bundesschatzanweisungen mit zweijähriger Laufzeit (Schatz 2J). Zehnjährige Bundesanleihen und Bundesobligationen gibt es auch als inflationsindexierte Anleihen (IL Bund 10J, IL Bobl 5J) mit festen Nominalzinssätzen plus einer variablen Ertragskomponente. Die andere wichtige Gruppe von Bundeswertpapieren umfasst Diskontpapiere ohne laufende Zinszahlungen. Diese unverzinslichen Schatzanweisungen haben eine geringe Laufzeit von sechs oder zwölf Monaten (Bubill 6M, Bubill 12M).

Ermittlung der Zinslast

Jede einzelne Serie der emittierten deutschen Staatsanleihen ist durch die International Securities Identification Number (ISIN) gekennzeichnet. Die Deutsche Finanzagentur veröffentlicht regelmäßig

eine Übersicht der aktuell umlaufenden Serien sowie jüngste Auktionsergebnisse mit zugehörigen Emissionsvolumina V und Zinssätzen i . Anhand dieser Daten errechnen wir die Zinslast b_{xt} , die in Periode t durch die Serie x entsteht, mit der Formel

$$b_{xt} = V_{xt} \cdot i_x.$$

Nach dem Ende der Laufzeit bleiben die entsprechenden Serien unberücksichtigt. Die gesamte Zinslast der umlaufenden Anleihen in Periode t ergibt sich somit aus der Summe der Zinszahlungen für die Serien x :

$$(1) \quad b_t = \sum_x (V_{xt} \cdot i_x)$$

Zinsannahmen

Da die gegenwärtig umlaufenden Serien von Bundeswertpapieren in jedem Fall bis zum Ende ihrer jeweiligen Laufzeit bedient werden müssen, stellt das damalige Zinsniveau eine auslaufende, aber feststehende Komponente der künftigen Zinslast dar. In unserer Modellierung ersetzen wir alle auslaufenden Serien durch Neuemissionen identischer Volumina, um das Gesamtvolumen der Bundesschuld in Bundeswertpapieren zunächst konstant zu halten. Die Höhe der zusätzlichen Netto neuverschuldung in Tabelle 1 basiert für die Jahre 2012 bis 2015 auf der mittelfristigen Haushaltsplanung der Bundesregierung (vgl. BMF 2011). Für die Jahre 2016 bis 2020 nehmen wir eine jährliche Netto neuverschuldung in Höhe von rund 10 Mrd. Euro an, was in etwa der durch die Schuldengrenze im Grundgesetz gedeckten Nettokreditaufnahme von 0,35% des BIP entspricht.

¹ Im Frühjahr 2012 konnte die Bundesrepublik Deutschland zum Nulltarif Schulden aufnehmen. Am 23. Mai 2012 emittierte die Deutsche Finanzagentur Bundesschatzanweisungen mit zweijähriger Laufzeit (Schatz 2J) zu einem Zinskupon von 0,0% (vgl. Deutsche Finanzagentur 2012b). Zur Rolle Deutschlands als »sicherer Hafen« vgl. z.B. Schuhknecht, von Hagen und Wolswijk (2010).

Tab. 1**Jährliche Nettoneuverschuldung und Gesamtverschuldung (in Mrd. Euro)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Neuverschuldung	27,2	24,9	18,7	14,7	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Gesamtverschuldung	1 123	1 148	1 167	1 182	1 192	1 202	1 212	1 222	1 232

Quelle: BMF (2011); Berechnungen des ifo Instituts.

Wir simulieren die Emission von Bundeswertpapieren mit einem Gesamtvolumen in Höhe der jeweiligen Bruttoneuverschuldung. Das Gesamtvolumen der Bruttoneuverschuldung wird dabei auf die verschiedenen Arten von Anleihen nach ihrem Anteil bei der Emission im Jahr 2012 verteilt. Die in Tabelle 2 abgebildete Laufzeitstruktur stammt aus der Emissionsplanung der Deutschen Finanzagentur (2011).

Tab. 2**Anteile der verschiedenen Bundeswertpapiere bei der Emission 2012 (in %)**

Bund 30J	4
Bund 10J	22
Bobl 5J	19
Schatz 2J	23
Bubill 12M	13
Bubill 6M	19

Quelle: Deutsche Finanzagentur (2011); Berechnungen des ifo Instituts.

Daraus ergibt sich die jährliche Nettoneuverschuldung nach Art von Bundeswertpapieren, wie in Tabelle 3 dargestellt.

Wir treffen Annahmen über den Zinssatz i_x , der für eine bestimmte Serie x im Zeitpunkt der Emission angeboten wer-

den muss. Unser Basisszenario ist in Tabelle 4 dargestellt. Wir gehen davon aus, dass das gegenwärtige Zinstief für Bundeswertpapiere im laufenden und kommenden Jahr anhalten wird. Die jeweiligen Zinssätze beruhen auf den Auktionsergebnissen der Deutschen Finanzagentur (2012b) im Frühjahr 2012. Für die Zeit ab dem Jahr 2014 nehmen wir an, dass die Zinsen schrittweise bis 2016 zum Vorkrisenniveau² zurückkehren.

Als Stabilitätstests modellieren wir zusätzlich zu unserem Basisszenario zwei weitere mögliche Szenarien. In einem optimistischen Szenario nehmen wir an, dass der Effekt des »sicheren Hafens« teilweise anhält und die Zinssätze auch nach 2016 unterhalb des Vorkrisenniveaus bleiben. In einem pessimistischen Szenario werden die Zinsen das Vorkrisenniveau ab 2016 übersteigen. Abbildung 1 veranschaulicht die jeweiligen Szenarien.³

² Dabei entspricht das Zinsniveau vor der Krise den mittleren Zinskupons aller zwischen 2005 und 2008 emittierten Bundeswertpapiere (vgl. Deutsche Finanzagentur 2012a).

³ Im optimistischen Szenario betragen die Zinssätze ab 2016 den Mittelwert zwischen dem gegenwärtigen und dem Vorkrisenniveau. Im pessimistischen Szenario übersteigen die Zinssätze das Basisszenario um die gleiche Differenz wie zwischen dem optimistischen und dem Basisszenario.

Tab. 3**Nettoneuverschuldung nach Anleihen (in Mill. Euro)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bund 30J	1 088	996	748	588	400	400	400	400	400
Bund 10J	5 984	5 478	4 114	3 234	2 200	2 200	2 200	2 200	2 200
Bobl 5J	5 168	4 731	3 553	2 793	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900
Schatz 2J	6 256	5 727	4 301	3 381	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300
Bubill	8 704	7 968	5 984	4 704	3 200	3 200	3 200	3 200	3 200

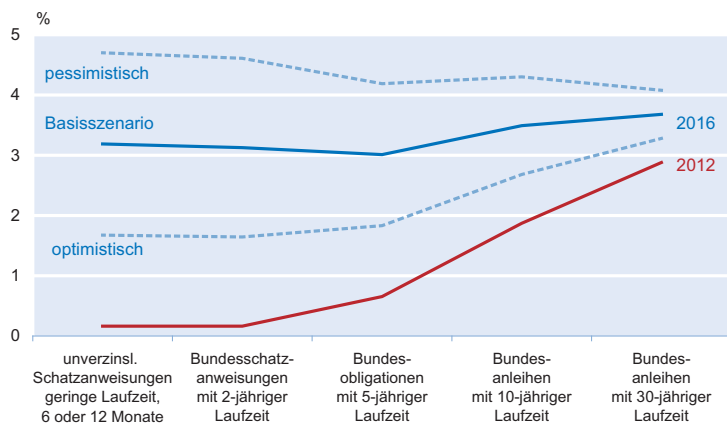
Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

Tab. 4**Basisszenario der Zinskupons nach Jahr der Emission (in %)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bund 30J	2,879	2,879	3,146	3,412	3,679	3,679	3,679	3,679	3,679
Bund 10J	1,872	1,872	2,412	2,952	3,492	3,492	3,492	3,492	3,492
Bobl 5J	0,655	0,655	1,440	2,225	3,010	3,010	3,010	3,010	3,010
Schatz 2J	0,163	0,163	1,151	2,139	3,127	3,127	3,127	3,127	3,127
Bubill 12M	0,163	0,163	1,171	2,180	3,188	3,188	3,188	3,188	3,188
Bubill 6M	0,250	0,250	1,229	2,209	3,188	3,188	3,188	3,188	3,188
IL Bund 10J	0,100	0,100	0,567	1,033	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
IL Bobl 5J	0,750	0,750	1,250	1,750	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250

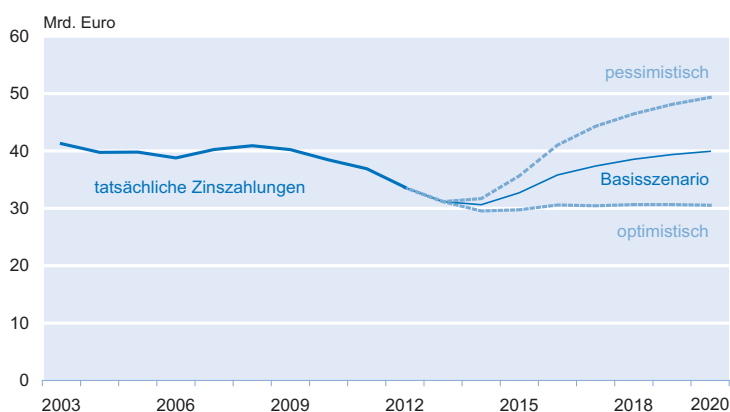
Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

Abb. 1
Zinsannahmen für Anleihen mit unterschiedlicher Laufzeit



Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

Abb. 2
Entwicklung der Zinslast des Bundes



Quelle: BMF (2011); Deutsche Finanzagentur (2012c); ab 2012 Berechnungen des ifo Instituts.

Ergebnis

Abbildung 2 zeigt, dass die nach Gleichung (1) ermittelte Gesamtzinslast des Basisszenarios in den nächsten Jahren weiter absinkt und erst ab 2015 wieder ansteigt. Im Vergleich mit den tatsächlichen Zinszahlungen zwischen 2003 und 2011 wird deutlich, dass wir uns im Augenblick in einer Phase besonders günstiger Refinanzierungskosten befinden und dass diese Entwicklung noch anhalten

dürfte. Zwischen 2008 und 2011 sind die Zinsausgaben um rund 3 Mrd. Euro gesunken. Bis zum Jahr 2014 dürften diese dann in unserem Basisszenario um weitere knapp 7 Mrd. Euro sinken.

Alle Szenarien ergeben eine deutlich niedrigere Zinslast, als sie in der Finanzplanung des Bundes unterstellt wird (vgl. BMF 2011). Tabelle 5 zeigt, dass der Unterschied in der mittleren Frist zwischen 13 und 19 Mrd. Euro beträgt. Wir gehen davon aus, dass der Unterschied im Wesentlichen darauf beruht, dass in der im August 2011 erstellten Finanzplanung des Bundes von steigenden Zinsen ausgegangen worden ist.

Schlussfolgerung

Deutschland hat in den Krisenjahren seit 2009 deutlich von sinkenden Zinsausgaben profitiert, obgleich die deutschen Staatsschulden in diesem Zeitraum stark angestiegen sind. Unsere Modellierung der Zinslast des Bundes zeigt, dass die Zinslast auch in den kommenden Jahren bis 2014 aufgrund der niedrigen Zinsen für deutsche Staatsanleihen weiter sinken dürfte. Sollte die Bundesrepublik jedoch ihre Rolle als »sicherer Hafen« verlieren und die Zinsen für deutsche Staatsanleihen steigen, dürften sich auch die Zinsausgaben des Bundes wieder erhöhen. Ähnliches gilt, sollte die deutsche Staatsschuld bei-

spielsweise durch weitere Rettungsmaßnahmen für die Finanz- und Eurokrise weiter ansteigen als in unserer Projektion unterstellt.

Wir warnen davor, die günstige Zinsentwicklung zum Anlass zu nehmen, die staatlichen Primärdefizite auszuweiten. Früher oder später werden die Zinsen auf deutsche Staatsanleihen wieder auf ihr Vorkrisenniveau zurückkehren. Spätestens wenn die Zinsen wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht haben, wird der bisher die Zinslast senkende Effekt in sein Gegenteil umschlagen und deutlich ansteigende Zinsausgaben verursachen. Es ist dringend geboten, dass Deutschland seinen Schuldenberg abbaut und nicht wie die südeuropäischen Staaten nach der Euroeinführung den Zinsvorteil für eine Ausweitung der Primärdefizite verwendet. Die südeuropäischen Staaten leiden nun unter der in Folge steigender Zinsen zunehmenden Schuldenlast.

Tab. 5
Zinslast in der mittleren Frist unter alternativen Annahmen (in Mrd. Euro)

	2012	2013	2014	2015
Basisszenario	33,6	31,2	30,6	32,7
Optimistisches Szenario	33,6	31,2	29,5	29,7
Pessimistisches Szenario	33,6	31,2	31,7	35,7
Finanzbericht 2012	38,4	42,3	45,9	49,0

Quelle: BMF (2011); Berechnungen des ifo Instituts.

Literatur

BMF (2011), *Finanzbericht 2012, Stand und voraussichtliche Entwicklung der Finanzwirtschaft im gesamtwirtschaftlichen Zusammenhang*, Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH, Köln.

Deutsche Finanzagentur (2011), *Emissionsplanung des Bundes 2012, Stand entsprechend der Jahresplanung vom Dezember 2011*, online verfügbar unter: http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Institutionelle_Investoren/Emissionsplanung_2012_dt.pdf, aufgerufen am 8. März 2012.

Deutsche Finanzagentur (2012a), *Übersicht über den Stand der Schuld zum 31. März 2012*, online verfügbar unter: http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Schuldenstand/Schuldenstand_Quartal/2012-03-31.pdf, aufgerufen am 22. Mai 2012.

Deutsche Finanzagentur (2012b), *Auktionsergebnisse*, online verfügbar unter: http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Aktuelle_Informationen/Auktionsergebnisse.pdf, aufgerufen am 20. Juni 2012.

Deutsche Finanzagentur (2012c), *Tilgungen und Zinszahlungen*, online verfügbar unter: <http://www.deutsche-finanzagentur.de/finanzagentur/informationsmaterial/tilgungen-und-zinszahlungen/>, aufgerufen am 20. Juni 2012.

Schuhknecht, L., J. von Hagen und G. Wolswijk (2010), »Government Bond Risk Premiums in the EU Revisited – The Impact of the Financial Crisis«, ECB Working Paper No. 1152.