
Von der Corona-bedingten Schuldenaufnahme zur Wiedereinhaltung der Schuldenbremse

Lars P. Feld *)
(Universität Freiburg und Walter Eucken Institut)

Lukas Nöh **)
Wolf Heinrich Reuter **)
Mustafa Yeter **)
(Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung)

Arbeitspapier 01/2021***)
Mai 2021

*) Universität Freiburg und Walter Eucken Institut, Goethestr. 10, 79100 Freiburg, E-Mail: feld@eucken.de

**) Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Gustav-Stresemann-Ring 11, 65189 Wiesbaden, E-Mail: lukas.noeh@svr-wirtschaft.de; wolf.reuter@svr-wirtschaft.de; mustafa.yeter@svr-wirtschaft.de

***) Der Beitrag gibt die persönliche Meinung der Autoren wieder und nicht notwendigerweise die der angegebenen Institutionen.

Von der Corona-bedingten Schuldenaufnahme zur Wiedereinhaltung der Schuldenbremse

Lars P. Feld, Lukas Nöh, Wolf Heinrich Reuter und Mustafa Yeter¹

Zusammenfassung:

Die Wiedereinhaltung der Schuldenbremse auf der Bundesebene macht in den kommenden Jahren eine Reduktion der im Rahmen der Corona-Pandemie stark gestiegenen Neuverschuldung notwendig. Dieser Beitrag stellt die fiskalpolitischen Spielräume im Vergleich mit der maximal zulässigen Nettokreditaufnahme unter der Schuldenbremse dar. Diese Spielräume erhöhen sich insbesondere durch den Abbau der Rücklagen sowie sinkende Zinsausgaben. Zudem erhöht die Konjunkturkomponente den fiskalischen Spielraum. Dabei können Verbesserungen der Verfahren, die zu weniger revisionsanfälligen Schätzungen des Produktionspotenzials führen, helfen, die Spielräume durch die Konjunkturkomponente der Schuldenbremse verlässlicher zu bestimmen. Einschränkend wirken unter anderem die noch unspezifischen zusätzlichen haushaltspolitischen Handlungsbedarfe sowie die Tilgungszahlungen, die sich durch die Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung ergeben. Wir zeigen alternative Möglichkeiten für die Tilgungszahlungen auf, mit denen die Tilgungen zusammengefasst und konjunkturgerecht gestaltet werden können.

JEL-Klassifikationen: H62, H63

Schlüsselwörter: Schuldenbremse, Handlungsspielräume, öffentliche Verschuldung

¹ Lars P. Feld: Universität Freiburg und Walter Eucken, Goethestr. 10, 79100 Freiburg, E-Mail: feld@eucken.de; Lukas Nöh: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Gustav-Stresemann-Ring 11, 65189 Wiesbaden, E-Mail: lukas.noeh@svr-wirtschaft.de; Wolf Heinrich Reuter: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Gustav-Stresemann-Ring 11, 65189 Wiesbaden, E-Mail: wolf.reuter@svr-wirtschaft.de; Mustafa Yeter: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Gustav-Stresemann-Ring 11, 65189 Wiesbaden, E-Mail: mustafa.yeter@svr-wirtschaft.de. Der Beitrag gibt die persönliche Meinung der Autoren wieder und nicht notwendigerweise die der angegebenen Institutionen.

1. Einleitung

Die Wiedereinhaltung der Schuldenbremse auf der Bundesebene macht in den kommenden Jahren eine Reduktion des durch die Corona-Pandemie außergewöhnlich hohen Defizits notwendig. Teilweise wird dies durch das Auslaufen unterschiedlicher Unterstützungsmaßnahmen automatisch geschehen. Dennoch dürften die öffentlichen Finanzen in den Jahren direkt nach der Krise noch angespannt bleiben.

Bei Einführung der Schuldenbremse wurde eine Übergangsphase in Artikel 143d GG festgelegt, die über einen vorab definierten Zeitraum von 2011 bis 2016 höhere Werte für die Nettokreditaufnahme zuließ. Eine ähnliche Übergangsphase nach der Corona-Pandemie könnte das Problem zwar abmildern, würde jedoch eine Änderung des Grundgesetzes notwendig machen. Ein solcher Schritt könnte die für ihre Effekte wichtige Glaubwürdigkeit der Schuldenbremse in Frage stellen, insbesondere wenn diese Änderung in ein Wahljahr fiel.

Dieser Beitrag stellt die aktuelle fiskalpolitische Situation und die fiskalpolitischen Spielräume in den kommenden Jahren dar (Abschnitt 2). Dazu zählen nicht nur die Grenzen der Schuldenbremse und der europäischen Fiskalregeln (Abschnitt 7). Denn die maximal zulässige Nettokreditaufnahme unter der Schuldenbremse muss sich nicht mit dem tatsächlichen fiskalischen Spielraum decken. So dürften Tilgungszahlungen den fiskalpolitischen Spielraum reduzieren (Abschnitt 4), während sinkende Zinsausgaben diesem Effekt entgegenwirken (Abschnitt 5). Zudem ermöglicht die Konjunkturkomponente der Schuldenbremse in wirtschaftlich schlechteren Zeiten eine höhere zulässige Nettokreditaufnahme (Abschnitt 3). Schließlich kann der Umgang mit Rücklagen und Sondervermögen zusätzlichen fiskalpolitischen Spielraum schaffen und eine Glättung des Übergangs von den Corona-bedingten höheren Defiziten zu den Grenzen der Schuldenbremse erreichen (Abschnitt 6).

2. Fiskalpolitische Bestandsaufnahme

Die für den Bund maximal zulässige Nettokreditaufnahme unter der Schuldenbremse wird im Wesentlichen von vier Elementen bestimmt: der Strukturkomponente, der Konjunkturkomponente, dem Saldo der finanziellen Transaktionen sowie einer möglichen Abbauverpflichtung aus dem Kontrollkonto. Ein weiteres Element kommt hinzu, wenn infolge der Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung eine Tilgungsverpflichtung besteht, wie es in den Folgejahren nach der Corona-Pandemie der Fall sein wird. Während die Strukturkomponente eine Verschuldung unabhängig von der erwarteten konjunkturellen Lage einräumt, berücksichtigt die Konjunkturkomponente diese Lage explizit und erweitert oder beschränkt den fiskalischen Spielraum in Abhängigkeit von der konjunkturellen Entwicklung. Die Saldierung der finanziellen Transaktionen hingegen verfolgt das Ziel, Fehlanreize zur Einhaltung der Schuldenbremse beispielweise durch den Verkauf öffentlicher Vermögensgegenstände zu vermeiden sowie eine Annäherung an die europäischen Buchungsregeln zur Berechnung des Maastricht-Finanzierungssaldos zu erreichen. Da sich der Haushaltsvollzug von der Haushaltsplanung unter Umständen teils deutlich unterscheiden kann, werden Abweichungen des Haushaltsvollzugs von der Planung im Kontrollkonto erfasst.

Die maximal zulässige Nettokreditaufnahme hängt letztlich noch von der Aktivierung der Ausnahmeregelung der Schuldenbremse sowie den in den Folgejahren daraus resultierenden Til-

gungsverpflichtung ab. Die Ausnahmeregelung ermöglicht eine Kreditaufnahme über die Grenzen der Schuldenbremse hinaus. Die Ausnahmeregelung gemäß Artikel 115 Absatz 2 Satz 6 GG erlaubt eine Abweichung von der Regelgrenze im Fall von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Notsituationen, die sich der Kontrolle des Staates entziehen. Formal bedarf es hierfür eines Beschlusses der Mehrheit der Mitglieder des Deutschen Bundestages, wie er am 25. März 2020 für den Haushalt des Jahres 2020 und am 8. Dezember 2020 für den Haushalt des Jahres 2021 getroffen wurde. Ohne einen weiteren Beschluss des Bundestages würde die zulässige Nettokreditaufnahme im Jahr 2022 wieder von der Regelgrenze beschränkt sein. Die Bundesregierung hat jedoch bereits angekündigt, die Ausnahmeregelung für das Jahr 2022 erneut in Anspruch zu nehmen (BMF, 2021a).

Der Bund hat die beschlossene Ausnahmeregelung für das Jahr 2020 genutzt und mit zwei Nachtragshaushalten im März 2020 und Juli 2020 die eingeplante Nettokreditaufnahme zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie auf bis zu 217,8 Mrd Euro erhöht. Unter Berücksichtigung der Finanzierungssalden der relevanten Sondervermögen² belief sich die für die Schuldenbremse relevante Nettokreditaufnahme noch auf 198,7 Mrd Euro. Im März 2021 hat die Bundesregierung einen Gesetzentwurf für einen Nachtragshaushalt für das Haushaltsjahr 2021 vorgelegt, der die eingeplante Nettokreditaufnahme auf 257,8 Mrd Euro, beziehungsweise 240,2 Mrd Euro unter Berücksichtigung der Sondervermögen, erhöht.

Die Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung der Schuldenbremse muss mit der Verabschiedung eines Tilgungsplans für die über die Regelgrenze hinausgehende mögliche Nettokreditaufnahme verbunden sein. Diese zusätzliche Verschuldung muss zudem nach Art. 115 Absatz 2 Satz 8 GG in einem angemessenen Zeitraum abgetragen werden. Die Tilgungsverpflichtung schränkt die maximal zulässige Nettokreditaufnahme in den Jahren ein, in denen die Tilgung erfolgen muss. Grundsätzlich besteht jedoch bei der Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung keine regulatorische Beschränkung für die Höhe der möglichen Nettokreditaufnahme. Darüber hinaus besteht keine ausdrückliche zeitliche Beschränkung, sodass die Ausnahmeregelung im Grundsatz in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren vom Bundestag beschlossen werden kann.

Nach Interpretation der Kommission von Bundestag und Bundesrat zur Modernisierung der Bund-Länder-Finanzbeziehungen (2009) müssen zur Rechtfertigung der Ausnahmeregelung drei Kriterien gleichzeitig erfüllt sein. Erstens muss die Notsituation außergewöhnlich sein. Zur Interpretation kann dazu die Rechtslage zur Amtshilfe nach Art. 35 GG herangezogen werden, wonach die Notsituation bei unmittelbar drohenden Gefahrenzuständen oder Schädigungen von erheblichem Ausmaß durch Naturereignisse gegeben ist. Ein zweites Kriterium besteht darin, dass sich die Notsituation der Kontrolle des Staates entziehen muss, also auf äußere Einflüsse zurückzuführen ist. Dabei kann es sich um besonders schwere Unglücksfälle oder exogene Schocks wie die vergangene Finanzkrise handeln. Das dritte Kriterium betont die mit der Notsituation einhergehende erhebliche Belastung des Haushalts. Das kann ebenso bei einem prinzipiell positiven Ereignis wie der Wiedervereinigung gegeben sein. Alle drei Kriterien dürften für die Jahre 2020 und 2021 zutreffen. Ob diese Kriterien für das Jahr 2022 noch zutreffen, dürfte entscheidend vom weiteren Verlauf der Pandemie und ihren Effekten abhängen und ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt kaum einzuschätzen.

² Die eine relevante Kreditaufnahme unter der Schuldenbremse beeinflussenden Sondervermögen sind der Energie- und Klimafonds, der Aufbauhilfefonds, der Kommunalinvestitionsfonds, das Sondervermögen für Digitale Infrastruktur sowie das Sondervermögen für Ganztagschulen.

Für die sich letztlich ergebenden Tilgungsverpflichtungen aus den drei Nachtragshaushalten sind einerseits die Ergebnisse des Haushaltsvollzugs und andererseits die theoretischen Regelgrenzen zum Abschluss des jeweiligen Haushalts entscheidend. Die Strukturkomponente, die mit 0,35 % des BIP einen Spielraum unabhängig von der jeweils kontemporären konjunkturellen Lage einräumt, beläuft sich für den Haushalt des Jahres 2020 auf 11,71 Mrd Euro und für den Haushalt 2021 auf etwa 12,07 Mrd Euro. In konjunkturell wechselvollen Zeiten, wie aktuell im Kontext der Corona-Pandemie, ist aber für den finanzpolitischen Spielraum die Konjunkturkomponente entscheidend. Diese hängt symmetrisch von der geschätzten Produktionslücke ab und gewährt somit einen Spielraum, der die kontemporäre konjunkturelle Lage berücksichtigt. Im Jahr 2020 betrug die zusätzlich zulässige Nettokreditaufnahme durch die Konjunkturkomponente laut dem vorläufigen Haushaltsabschluss vom Januar 2021 45,32 Mrd Euro. Für das Jahr 2021 wird im Haushaltsgesetz vom Dezember 2020 eine Konjunkturkomponente von 12,84 Mrd Euro angegeben, die im Entwurf für den Nachtragshaushalt auf 23,95 Mrd Euro steigt. Hierbei ist zu beachten, dass zum Zeitpunkt des Haushaltsabschlusses im Herbst des jeweiligen Folgejahres die Konjunkturkomponente erneut auf Basis der tatsächlich beobachteten Konjunkturentwicklung korrigiert wird und somit nicht den ursprünglichen Plangrößen oder den angepassten Werten in Nachtragshaushalten entsprechen muss.

Insgesamt betrug die nach dem vorläufigen Haushaltsabschluss maximal zulässige Nettokreditaufnahme für das Jahr 2020 unter der Schuldenbremse 63,6 Mrd Euro. Für das Jahr 2021 wird die maximal zulässige Nettokreditaufnahme im Haushaltsgesetz vom Dezember 2020 mit 33,4 Mrd Euro angegeben, im Entwurf für den Nachtragshaushalt aufgrund der höheren Konjunkturkomponente mit 44,5 Mrd Euro. Der Stand des Kontrollkontos beträgt zum vorläufigen Abschluss des Haushaltsjahres 2020 unverändert 52 Mrd Euro und sollte sich aufgrund der Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung im Jahr 2021 ebenfalls nicht ändern.

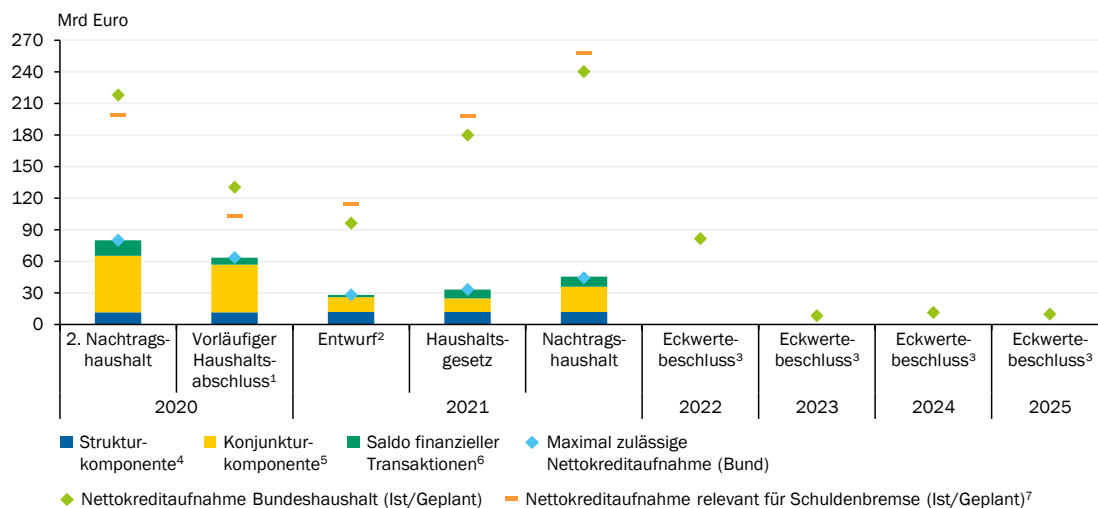
Der vorläufige Haushaltsabschluss 2020 weist eine Nettokreditaufnahme des Bundes von 102,8 Mrd Euro aus und liegt somit deutlich unter dem in den Nachtragshaushalten veranschlagten Wert (BMF, 2021b) (Abbildung 1). Hierzu haben geringere Ausgaben sowie geringere Einnahmeausfälle beigetragen. Relativ zu der im 2. Nachtragshaushalt ausgewiesenen maximal zulässigen Nettokreditaufnahme überschreitet der Bund die Regelgrenze im Jahr 2020 nach momentaner Datenlage somit noch um rund 39,1 Mrd Euro, anstatt der ursprünglich veranschlagten 118,7 Mrd Euro. Dies hat unmittelbare Rückwirkungen auf die sich ergebenden Tilgungsverpflichtungen. Bis zum formalen Abschluss des Haushalts des Jahres 2020 können sich diese Werte noch ändern, da sowohl die fiskalischen also auch die relevanten konjunkturellen Größen noch Revisionen unterliegen können.

Während die Nettokreditaufnahme für das Jahr 2020 deutlich geringer als geplant ausgefallen ist, wird für das Jahr 2021 mit einer höher als ursprünglich geplanten Neuverschuldung gerechnet (Abbildung 1). Der Ende Dezember 2020 verabschiedete Haushalt für das Jahr 2021 sieht eine Überschreitung der maximal zulässigen Nettokreditaufnahme von etwa 164,2 Mrd Euro vor. Mit dem Nachtragshaushalt steigt dieser Wert auf 213,3 Mrd Euro. Dagegen war im Haushaltsentwurf im September 2020 noch eine die maximal zulässige Grenze überschreitende Nettokreditaufnahme für das Jahr 2021 von etwa 86,2 Mrd Euro eingeplant. Die tatsächlich notwendige Nettokreditaufnahme hängt hingegen stark von der wirtschaftlichen Entwicklung und den Auswirkungen der Pandemie ab, die, wie der vorläufige Haushaltsabschluss 2020 und die Entwicklung des Haushaltsplans 2021 zeigen, starke Korrekturen in beide Richtungen nach sich ziehen können. Die niedrigere Nettokreditaufnahme aufgrund der besseren Entwicklung im Jahr 2020 und die erhöhte geplante Nettokreditaufnahme für den Haushalt 2021 ergeben in der Summe mit

370,7 Mrd Euro eine etwas geringere gesamte Tilgungsverpflichtung für beide Jahre als ursprünglich angenommen (397,6 Mrd Euro).

Abbildung 1

Nettokreditaufnahme des Bundes in der mittleren Frist



1 – Vom 19.01.2021. 2 – Vom 25.09.2020. 3 – Der Wert für die Nettokreditaufnahme des Bundeshaushalts bezieht sich auf den Eckwertebeschluss der Bundesregierung zum Regierungsentwurf des Bundeshaushalts 2022 und zum Finanzplan 2021 bis 2025. 4 – Strukturkomponenten der Jahre 2023 und 2024 berücksichtigen die Tilgungsverpflichtung aus dem Nachtragshaushalt des Jahres 2020. Auf Basis des vorläufigen Haushaltsabschlusses beläuft sich die Tilgungsverpflichtung auf rund 1,96 Mrd Euro pro Jahr. Auf Basis der Sollwerte des 2. Nachtragshaushalts für das Jahr 2020 belief sich dieser Wert ursprünglich auf rund 5,9 Mrd Euro pro Jahr. 5 – Die Konjunkturkomponente aus dem vorläufigen Haushaltsabschluss des Jahres 2020 berücksichtigt die Anpassungen an die IST-Werte. Ab dem Jahr 2022 sind die Konjunkturkomponenten auf Basis der Herbstprognose der Bundesregierung vom 30.10.2020 berechnet. 6 – Die Werte ab dem Jahr 2022 sind aus dem Finanzplan des Bundes für die Jahre 2020 bis 2024 entnommen. 7 – Die geplante Nettokreditaufnahme im Bundeshaushalt abzüglich der Finanzierungssalden der Fonds und Sondervermögen.

Quellen: BMF, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 21-068

Für die Jahre 2022 bis 2024 sah die mittelfristige Finanzplanung der Bundesregierung eine Rückkehr zur Regelgrenze der Schuldenbremse vor. Mit den neuen Eckwerten zum Finanzplan 2021 bis 2025 plant die Bundesregierung die Rückkehr zur Schuldenbremse erst wieder ab dem Jahr 2023. Die Nettokreditaufnahme soll bei 8,3 Mrd Euro, 11,5 Mrd Euro und 10 Mrd Euro für die Jahre 2023, 2024 beziehungsweise 2025 liegen (BMF, 2021a) (Abbildung 1). Während davon auszugehen ist, dass damit die maximal zulässige Nettokreditaufnahme ausgenutzt wird, wird noch ein zusätzlicher haushaltspolitischer Handlungsbedarf von 4,9 Mrd Euro im Jahr 2024 und von 15,2 Mrd Euro im Jahr 2025 ausgewiesen.

3. Konjunkturkomponente und Kontrollkonto

3.1 Konjunkturkomponente

Die maximal zulässige Nettokreditaufnahme unter der Schuldenbremse variiert unter Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung: „Zusätzlich sind bei einer von der Normallage abweichenden konjunkturellen Entwicklung die Auswirkungen auf den Haushalt im Auf- und Abschwung symmetrisch zu berücksichtigen.“ (Art. 115 GG). Je nach konjunktureller Lage erlaubt die Schuldenbremse daher eine höhere oder niedrigere Nettokreditaufnahme. Wie dies aktuell

umgesetzt wird, wurde in §5 des Ausführungsgesetzes zu Art. 115 GG festgelegt. Die Konjunkturkomponente ergibt sich demnach aus dem Produkt aus Produktionslücke und Budgetsemielastizität. Das konkrete Konjunkturbereinigungsverfahren soll dabei von den Bundesministerien der Finanzen und für Wirtschaft und Energie in Übereinstimmung mit den Verfahren im Rahmen des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) per Rechtsverordnung festgelegt werden und regelmäßig überprüft und fortentwickelt werden.

Aktuell wird die Produktionslücke anhand des Produktionsfunktionsansatzes der Europäischen Kommission bestimmt. Die Methode wird von der Output Gaps Working Group des wirtschaftspolitischen Ausschusses der EU für die Berechnung der Kennzahlen im SWP vorgegeben und weiterentwickelt. Die Budgetsemielastizität für den Gesamtstaat wird ebenfalls vom EU-Verfahren bestimmt. Dort wird diese auf Basis von Schätzungen der OECD in der Output Gaps Working Group festgesetzt. Die gesamtstaatliche Budgetsemielastizität wird anhand der Anteile am Budget auf die Gebietskörperschaften aufgeteilt (BMF, 2019).

Schätzungen von Produktionslücken insbesondere in Prognosen und in Echtzeit weisen im Vergleich mit der ex-post Betrachtung große Unterschiede auf und unterliegen daher im Zeitverlauf großen Revisionen. Eyraud und Wu (2015) sowie Kempkes (2012) finden in Echtzeit einen durchschnittlichen Fehler von 1,0 bis 1,3 Prozentpunkten des BIP für die Mitgliedstaaten des Euro-Raums zwischen 2003 und 2013 beziehungsweise die EU 15 zwischen 1996 und 2011. In den Prognosen und als absoluter Betrag beläuft sich der Fehler durchschnittlich auf über zwei Prozentpunkte für die EU15 zwischen 2005 und 2015 (Reuter, 2020).

Ein Beispiel für die Revisionen der Produktionslücke und damit der Konjunkturkomponente lässt sich im Jahr 2020 finden. Während zum Zeitpunkt des Haushaltsgesetzes die Produktionslücke für das Jahr 2020 noch mit -2,5 Mrd Euro (0,08 % des potenziellen BIP) angenommen wurde und die Konjunkturkomponente daher lediglich eine zusätzliche Nettokreditaufnahme von 0,5 Mrd Euro zuließ, waren die im vorläufigen Haushaltsabschluss im Januar 2021 angegebene Produktionslücke für das Jahr 2020 etwa 223 Mrd Euro (6,68 % des BIP) und die daraus folgende Konjunkturkomponente 45,3 Mrd Euro (Abbildung 2). Bei der Abrechnung der Schuldenbremse zur Berechnung der Buchungen auf dem Kontrollkonto wird allerdings nicht auf revidierte Produktionslücken abgestellt, sondern die Produktionslücke zum Zeitpunkt der Verabschiedung des Haushaltsgesetzes konstant gehalten. Somit werden dort Änderungen des nominalen BIP vollständig als konjunkturelle Schwankungen interpretiert.

Ansätze zur Verbesserung der Verlässlichkeit von Produktionslückenschätzungen versprechen durchaus Fortschritte, etwa durch Schätzung anhand von Umfragedaten oder veränderten Modellannahmen (SVR, 2019; Göttert und Wollmershäuser, 2021). Allerdings dürfte in Zukunft insbesondere in Echtzeit eine gewisse Unsicherheit über den Auslastungsgrad der Volkswirtschaft bestehen bleiben. Verbesserte Verfahren führen selbst in schweren Krisen nicht notwendigerweise zu größeren Produktionslücken und damit höherer zulässiger Nettokreditaufnahme. So verwendet etwa der Sachverständigenrat zur Berechnung des Produktionspotenzials ein verbessertes Verfahren, das die demografische Entwicklung in Deutschland detaillierter abbildet (Breuer und Elstner, 2020). Dadurch fallen die Produktionslücke im Jahr 2020 etwas kleiner und eine darauf basierende Konjunkturkomponente niedriger aus (Abbildung 2).

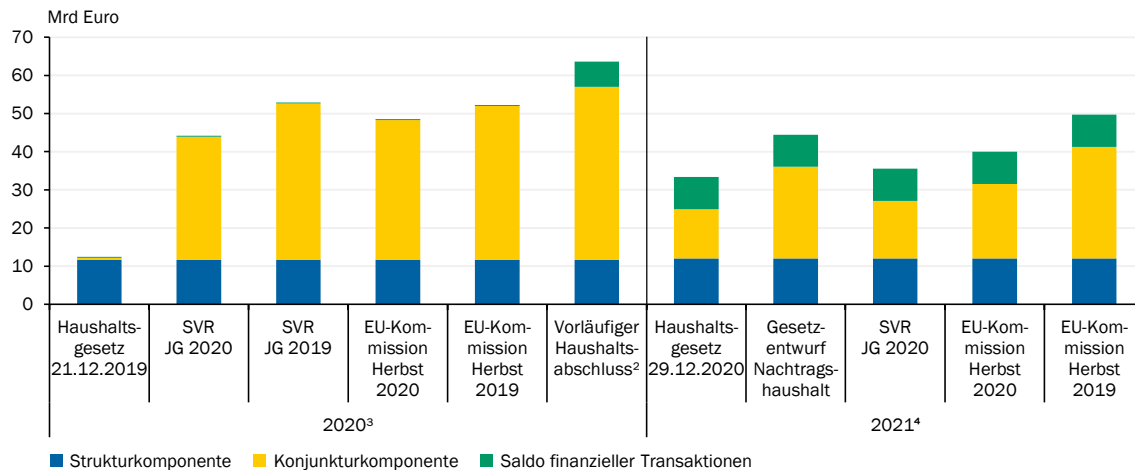
Revisionen der Produktionslücke werden von Revisionen der zwei Komponenten der Produktionslücke, dem kontemporären BIP und dem Produktionspotenzial, bestimmt. Zeigen beide Revisionen in die gleiche Richtung, so fällt die Revision der Produktionslücke kleiner aus. Durch die aktuell angewandten Verfahren kommt es oftmals zu solchen Revisionen in die gleiche Richtung

(Endwert-Problematik). So ist im Jahr 2020 das BIP stark nach unten revidiert worden, was zugleich das Produktionspotenzial nach unten zog. Wäre das Produktionspotenzial gleich gelassen und lediglich das BIP revidiert worden, so wären die Produktionslücke absolut größer und damit die zulässige Nettokreditaufnahme aufgrund der Konjunkturkomponente ebenfalls größer ausgefallen. So betrug die Konjunkturkomponente auf Basis der Schätzung des BIP und des Produktionspotenzials der EU-Kommission im Herbst 2020 etwa 36,6 Mrd. Euro. Wäre statt der revidierten Schätzung des Produktionspotenzials aus dem Herbst 2020 das im Vorjahr also im Herbst 2019 geschätzte Produktionspotenzial der EU-Kommission für das Jahr 2020 unverändert angewandt worden, so hätte die Konjunkturkomponente 40,3 Mrd. Euro betragen (Abbildung 2).

Bei Revisionen des BIP versucht die Schätzung des Produktionspotenzials die Revision in einen zyklischen und einen strukturellen Teil aufzuspalten. Der Teil der Revision, der auf zyklische Schwankungen zurückgeht, beeinflusst das Produktionspotenzial nicht. Der Teil, der auf strukturelle Veränderungen zurückgeht, führt zu Revisionen des Produktionspotenzials. Aktuell basieren Revisionen des Produktionspotenzials im Zuge einer Revision des BIP-Verlaufs auf automatisierten Verfahren. Diese versuchen die Aufteilung in zyklische und strukturelle Veränderungen aufgrund von historischen Daten zu schätzen. Es ist leicht erkennbar, weshalb dabei größere Fehler bei der Einschätzung kaum zu vermeiden sind. Nimmt man jedoch auf der anderen Seite an, dass jede Revision des BIP rein auf zyklische Veränderungen zurückzuführen ist, das Produktionspotenzial also nicht beeinflusst wird, so führt dies in der Regel ebenfalls zu Fehlern.

Abbildung 2

Komponenten der maximal zulässigen Nettokreditaufnahme für die Jahre 2020 und 2021¹



1 - Die Strukturkomponente sowie der Saldo finanzieller Transaktionen entspricht dem Haushaltsgesetz des jeweiligen Jahres. Für die Konjunkturkomponente wird ein konstantes BIP bei variierendem Produktionspotenzial der jeweilig angegebenen Quellen unterstellt. Die Balken "Haushaltsgesetz 21.12.2019", "Vorläufiger Haushaltsabschluss", "Haushaltsgesetz 29.12.2020" sowie "Gesetzesentwurf Nachtragshaushalt" enthalten für die Konjunkturkomponente die in der Quelle angegebenen Werte. 2 - Für das nominale BIP im Jahr 2020 wird der Wert des Statistischen Bundesamtes im Januar 2021 verwendet. 3 - Für das nominale BIP im Jahr 2020 wird für beide SVR-Darstellungen die SVR BIP-Prognose aus dem JG 2020 verwendet. Für beide EU-Kommission-Darstellungen wird die Prognose der EU-Kommission aus dem Herbst 2020 verwendet. 4 - Für das nominale BIP im Jahr 2021 wird für die SVR-Darstellung die SVR BIP-Prognose aus dem JG 2020 verwendet. Für beide EU-Kommission-Darstellungen wird die Prognose der EU-Kommission aus dem Herbst 2020 verwendet.

Quellen: BMF, Deutscher Bundestag, Europäische Kommission, Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 21-088

Für das Jahr 2021 wurde im Haushaltsgesetz zum Dezember 2020 eine Konjunkturkomponente von 12,8 Mrd Euro angenommen. Diese basiert auf Schätzungen des BIP und des Produktionspotenzials aus der Herbstprognose 2020 der Bundesregierung. Würden Schätzungen für das Produktionspotenzial von der EU-Kommission von Herbst 2020 oder gar Herbst 2019 verwendet werden, so wäre die Konjunkturkomponente mit 19,5 Mrd Euro und 29,2 Mrd Euro größer (Abbildung 2). Die zugrundeliegende Annahme müsste jedoch sein, dass die Corona-Krise keinerlei strukturelle Auswirkungen auf die Volkswirtschaft hat und das Produktionspotenzial daher auf seinem ursprünglichen Pfad weitergewachsen ist. Im Nachtragshaushalt wurde die Konjunkturkomponente, wie bei Nachträgen vorgesehen, entsprechend der Einschätzung der Bundesregierung zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung vom Januar 2021 (BMW, 2021) aktualisiert und auf 23,95 Mrd Euro erhöht. Dieser Wert würde bei Verwendung früherer Schätzungen des Produktionspotenzials ebenfalls entsprechend höher ausfallen.

Insgesamt dürften zum einen Verbesserungen der Verfahren, die zu weniger revisionsanfälligen Schätzungen des Produktionspotenzials führen, zur Lösung des Problems entscheidend beitragen. Zum anderen könnte ein Mittelweg aus dem Festhalten an alten Schätzungen des Produktionspotenzials aus früheren Jahren und den neueren Schätzungen gewählt werden. Dies wird aktuell dadurch schon teilweise gemacht, dass für den Haushaltsabschluss nur Prognosefehler beim BIP und nicht beim Produktionspotenzial berücksichtigt werden. Die maximal zulässige Nettokreditaufnahme zwischen Aufstellung und Abrechnung wird lediglich durch die Differenz in den prognostizierten und beobachteten Wachstumsraten korrigiert, nicht um die Abweichung der prognostizierten von der beobachteten Produktionslücke. Analog wird ein solcher Ansatz bei der Aufstellung der Nachtragshaushalte verfolgt, bei denen lediglich auf die Veränderung des BIP abgestellt wird.

3.2 Kontrollkonto

Das Kontrollkonto hat das grundlegende Ziel, Abweichungen im Rahmen des Haushaltsvollzugs zu erfassen. Dies beinhaltet Abweichungen gegenüber den Planwerten, die durch echte Änderungen in den Ausgabenplänen hervorgerufen werden können, sowie etwaige konjunkturell bedingte Einnahmeänderungen. Zudem erfasst das Kontrollkonto indirekt ebenfalls Prognosefehler der Bestimmungsgrößen der maximal zulässigen Nettokreditaufnahme. Im Vergleich zwischen Struktur- und Konjunkturkomponente ist jedoch zu berücksichtigen, dass im Rahmen des Haushaltsabschlusses bei der Konjunkturkomponente eine Korrektur auf Basis beobachteter Wachstumsraten erfolgt, hingegen bei der Strukturkomponente keine Korrektur für etwaige Revisionen vorgesehen ist (SVR, 2019).

Eine Buchung auf dem Kontrollkonto wird unter Berücksichtigung der revidierten maximal zulässigen Nettokreditaufnahme zum Abschluss des Haushalts vorgenommen. Eine Unter- oder Überschreitung wird hierbei symmetrisch erfasst. Während eine Unterschreitung der maximal zulässigen Nettokreditaufnahme ein Guthaben auf dem Kontrollkonto nach sich zieht, führt eine Überschreitung entsprechend zu einem Defizit. Da für die Haushalte der Jahre 2020 und 2021 die Ausnahmeregelung in Anspruch genommen wurde, erfolgt für diese beiden Jahre keine Buchung auf dem Kontrollkonto. So wird der Saldo des Kontrollkontos bis zum Abschluss des Haushalts des Jahres 2022 bei einem Guthaben von 52 Mrd Euro stehen bleiben. Durch die vorgesehene Inanspruchnahme der Ausnahmereglung für das Jahr 2022 dürfte der Saldo des Kontrollkontos voraussichtlich sogar bis zum Abschluss des Haushalts 2023 unverändert bleiben.

Während die Buchungen auf dem Kontrollkonto symmetrisch vorgenommen werden, kann der Saldo nur asymmetrisch genutzt werden. So kann ein Haushaltsgesetz nicht ex ante eine Verletzung der maximal zulässigen Nettokreditaufnahme aufgrund eines vorhandenen Guthabens auf dem Kontrollkonto einplanen. Hingegen führt ein kumuliertes Defizit ab 1,5 % des BIP zu einer Abbaupflichtung. Das Gesetz zur Ausführung des Artikels 115 GG wirkt bereits bei einem kumulierten Defizit von 1 % auf eine Rückführung des Defizits hin. Eine etwaige Abbaupflichtung aus dem Kontrollkonto ist auf die jeweils kontemporäre konjunkturelle Lage bedingt und mit einer Begrenzung in absoluter Höhe versehen, sodass selbst beim Eintreten einer solchen Verpflichtung der Abbau konjunkturgerecht erfolgt. Doch das im Betrag hohe Guthaben des Kontrollkontos könnte ebenfalls einen kleinen Beitrag für einen Übergang zur Schuldenbremse leisten. Denn das Guthaben ist zwar nicht direkt nutzbar, es bietet jedoch einen sehr großen Puffer bis eine etwaige Abbaupflichtung entstehen kann.

4. Ausgestaltung der Tilgungspläne

4.1 Aktuell vorgesehenes Design

Die Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung der Schuldenbremse erfordert laut Artikel 115 Absatz 2 Satz 7 GG einen Tilgungsplan für die Nettoneuverschuldung, die den zulässigen Grenzwert übersteigt. Einzige in der Regelung vorgesehene Bedingung für den Tilgungsplan ist die Rückzahlung innerhalb eines angemessenen Zeitraums. Der Deutsche Bundestag hat für die Ausnahmeregelungen der Schuldenbremse für die Jahre 2020 und 2021 jeweils einen solchen Tilgungsplan beschlossen. Der Tilgungsplan des Haushalts des Jahres 2020 beginnt im Jahr 2023 und verteilt die Rückzahlungsbeträge zu gleichen Teilen über 20 Jahre (Deutscher Bundestag, 2020a). Gemäß dem vorläufigen Haushaltsabschluss für das Jahr 2020 müssen nach aktuellem Stand dem Tilgungsplan folgend jährlich rund 1,96 Mrd Euro bis zum Jahr 2042 getilgt werden. Nach dem zweiten Nachtragshaushalt hätte dieser Wert noch jährlich 5,9 Mrd Euro entsprochen. Diese Reduktion in der Tilgungsverpflichtung erhöht unmittelbar den fiskalischen Spielraum ab dem Jahr 2023 und reduziert den fiskalpolitischen Handlungsbedarf im Vergleich zum Finanzplan 2021.

Der Tilgungsplan für die relevante Neuverschuldung des Haushalts des Jahres 2021 beginnt im Jahr 2026 und sieht für 17 Jahre eine ebenfalls lineare Rückzahlung vor. Während im September 2020 noch von einer jährlichen Tilgung von 5,07 Mrd Euro und im Haushaltsgesetz im Dezember von 9,66 Mrd Euro ausgegangen wurde (Deutscher Bundestag, 2020b), ist dieser Wert im Gesetzentwurf für den Nachtragshaushalt durch die geplante höhere Nettokreditaufnahme auf 12,54 Mrd Euro angestiegen. Zusammen mit den Eckwerten für den Haushalt 2022 sieht die Bundesregierung ab 2026 eine jährliche Tilgung von 18,9 Mrd Euro vor (BMF, 2021a). Daraus lässt sich ableiten, dass die Tilgung für die Schulden im Jahr 2022 parallel zu denen des Jahres 2021 erfolgen soll und jährlich 4,4 Mrd Euro umfassen dürfte. Der Tilgungsplan für das Jahr 2022 muss jedoch noch genauso vom Bundestag beschlossen werden wie die Veränderung des Tilgungsplans für das Jahr 2021 aufgrund des Nachtragshaushalts.

Die Rückzahlungen beginnen also erst in zwei beziehungsweise fünf Jahren, womit in den Jahren unmittelbar nach der Corona-Krise keine Tilgungen anstehen und damit der fiskalische Spielraum nicht reduziert wird. Da die Ausgestaltung des Tilgungsplans durch einfachen Beschluss des Deutschen Bundestages festgelegt ist, besteht für den Bundestag zudem die Möglichkeit, die Gestaltung der Tilgungspläne wieder zu verändern.

Bei einer wahrscheinlichen Steigerung des BIP über die nächsten Jahrzehnte sind die Tilgungspläne im Verhältnis zum BIP regressiv ausgestaltet. Als Anteile des BIP sinkt die Höhe der Tilgungen. Im Sinne einer Betrachtung des Barwerts (Net Present Value) sinken die Tilgungszahlungen bei einem positiven rechnerischen Zinssatz. Vor diesem Hintergrund könnte es ökonomisch sinnvoll sein, die absoluten Tilgungszahlungen progressiv auszugestalten.

Zudem sind die Tilgungszahlungen bisher unabhängig von den konjunkturellen Bedingungen über die Jahre konstant festgelegt. In konjunkturell besseren Zeiten dürfte es jedoch etwa durch zyklisch bedingt höhere Steuereinnahmen leichter fallen, die Tilgungszahlungen zu leisten. Es könnte daher sinnvoll sein, einen konjunktursensiblen Faktor in die beiden Tilgungspläne zu integrieren (SVR, 2020).

Die Tilgungspläne sind aktuell mit unterschiedlichen Start- und Laufzeiten versehen. So soll der Tilgungsplan für die Jahre 2021 und 2022 einen um drei Jahre späteren Start und eine entsprechend kürzere Laufzeit aufweisen. Besser wäre eine Betrachtung der Tilgungspläne zusammen. Wären die Tilgungspläne progressiv und mit einem konjunktursensiblen Faktor ausgestaltet, gäbe es keinen ökonomischen Grund, die Tilgungspläne für den Haushalt 2020 mit drei Jahren und die für 2021 und 2022 mit fünf beziehungsweise 4 Jahren Verzögerung und damit unterschiedlichem Zeitverzug beginnen zu lassen. So könnte der sprunghafte Anstieg der Rückzahlungsverpflichtungen im Jahr 2026 von 1,96 auf 18,9 Mrd Euro vermieden werden.

4.2 Alternative Designmöglichkeit für den Tilgungsplan

Ein alternativ ausgestalteter Tilgungsplan könnte die bisherigen Tilgungspläne der Haushalte 2020, 2021 und 2022 zusammenfassen (Abbildung 3). Für eine rechtlich notwendige Trennung der Tilgungspläne könnten die Beträge des gesamten Tilgungspfads wieder auf zwei Pläne aufgeteilt werden. Der Beginn der Tilgungszahlungen wäre wie im Tilgungsplan 2020 auf das Jahr 2023 gesetzt. Damit die Tilgungszahlungen bei konjunktureller Normalauslastung in Prozent des BIP über den Tilgungszeitraum konstant bleiben, würden die absoluten Tilgungszahlungen mit dem durchschnittlichen nominalen Potenzialwachstum ansteigen. Im Folgenden wird dafür das durchschnittliche Potenzialwachstum der Jahre 1995-2019 zugrunde gelegt. Um den Tilgungspfad unter Normalauslastung herum könnte ein konjunktursensibler Faktor in konjunkturell schwachen Jahren eine niedrigere Tilgungszahlung und in konjunkturstarken Jahren eine entsprechend höhere Tilgungszahlung vorsehen. Sollte sich etwa nach der Corona-Krise im Jahr 2023 die Wirtschaft noch nicht vollständig erholt haben, so würde der konjunktursensible Faktor die notwendige Tilgung in diesem Jahr reduzieren. In konjunkturell besseren Jahren würde die Tilgung nachgeholt werden.

Da mit einem konjunktursensiblen Faktor die Summe der Tilgungszahlungen von der wirtschaftlichen Entwicklung über den Tilgungszeitraum abhängt, ist nicht mehr garantiert, dass die Tilgung bis zu einem festen Zeitpunkt abgeschlossen ist. Der Tilgungszeitraum müsste dementsprechend variabel sein und könnte je nach Wirtschaftsentwicklung verlängert oder verkürzt werden. Um mit einer ausreichend hohen Wahrscheinlichkeit eine maximale Laufzeit zu erhalten, könnte zusätzlich eine Mindesttilgung festgelegt werden. Der konjunktursensible Faktor könnte die Tilgungszahlungen in einem Jahr dann nur noch bis zu dieser Mindesttilgung reduzieren. Die Mindesttilgung würde sich ebenfalls am Tilgungspfad orientieren und als Anteil dessen festgelegt werden.

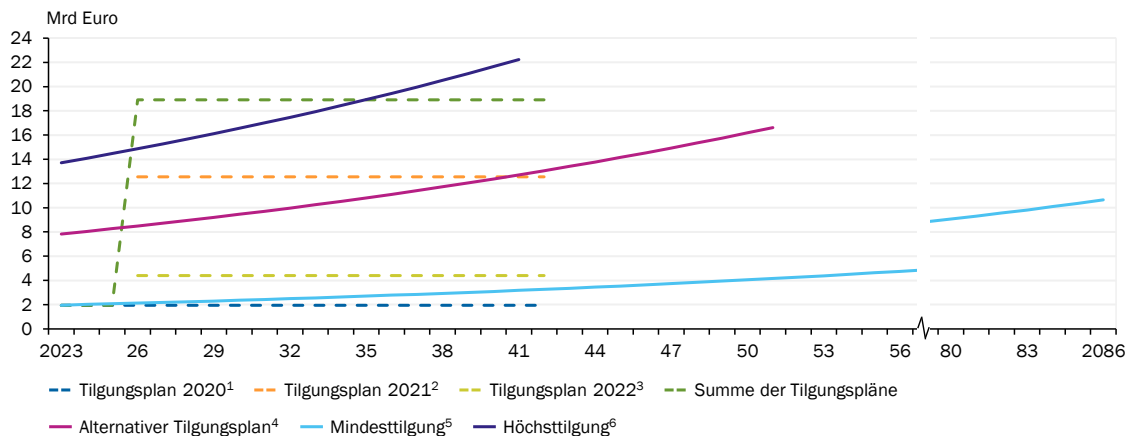
Konkret könnte die aktuelle Anfangstilgung von 1,96 Mrd Euro als Startwert für die Mindesttilgung dienen und die Mindesttilgung als ein Viertel der Tilgungszahlung unter wirtschaftlicher

Normalauslastung festgelegt werden. Daraus ergibt sich bei normaler wirtschaftlicher Lage eine anfängliche Tilgungszahlung von 7,83 Mrd Euro. Dadurch würde der fiskalische Spielraum in den Jahren bis 2026 zunächst lediglich bei einer weiterhin stark eingeschränkten wirtschaftlichen Aktivität ungefähr gleich hoch wie die aktuellen Tilgungspläne der Bundesregierung sein. Bei einer wirtschaftlichen Erholung würden die Tilgungszahlungen höher und damit der fiskalische Spielraum kleiner ausfallen.

Von diesem Startpunkt aus ergibt sich ein Tilgungspfad für die jährlichen Tilgungszahlungen ausschließlich bei Jahren mit normaler wirtschaftlicher Lage. Dieser Pfad würde bei einer Steigerung um das durchschnittliche nominale Potenzialwachstum der Jahre 1995-2019 im Jahr 2050 auf Tilgungszahlungen von 16,2 Mrd Euro ansteigen. Damit wäre der gesamte Tilgungsbetrag unter der Annahme, dass ausschließlich Jahre mit normaler wirtschaftlicher Lage zu beobachten sind, nach 29 Jahren beglichen (Abbildung 3). Im Jahr 2051 würde sich eine Restzahlung von etwa 4 Mrd Euro ergeben. Die exakte Anzahl der Jahre und der Restzahlung im letzten Jahr der Laufzeit sind jedoch zum einen abhängig von der noch endgültig festzulegenden gesamten Tilgungssumme aus den Haushaltsabschlüssen und zum anderen von der wirtschaftlichen Entwicklung, welche die jährlichen Tilgungszahlungen noch erhöhen oder reduzieren kann. Nach dem Tilgungspfad von Jahren mit ausschließlich normaler wirtschaftlicher Lage würden die jährlichen Tilgungen lediglich in den Jahren bis 2026 und in den letzten neun Jahren über dem aktuellen Plan der Bundesregierung liegen. In den Jahren dazwischen würden die Tilgungszahlungen darunter liegen.

Abbildung 3

Tilgungspläne für die die nach der Schuldenbremse maximale zulässige Nettokreditaufnahme übersteigende Verschuldung der Haushalte 2020, 2021 und 2022



1 - Die Kreditaufnahme, welche die maximal zulässige Nettokreditaufnahme im Jahr 2020 überschreitet (laut vorläufigem Haushaltsabschluss, Stand Januar 2021) soll gleichmäßig über 20 Jahre, beginnend im Jahr 2023, getilgt werden. 2 - Die Kreditaufnahme, welche die maximal zulässige Nettokreditaufnahme im Jahr 2021 überschreitet (laut Gesetzentwurf zum Nachtragshaushalt 2021 vom 25.03.2021) soll gleichmäßig über 17 Jahre, beginnend im Jahr 2026, getilgt werden. 3 - Laut dem "Eckwertebeschluss der Bundesregierung zum Regierungsentwurf des Bundeshaushalts 2022 und zum Finanzplan 2021 bis 2025" vom März 2021 sollen die Tilgungspläne für die Jahre 2021 und 2022 ab dem Jahr 2026 zusammen mit dem dann schon laufenden Tilgungsplan des Jahres 2020 insgesamt 18,9 Mrd Euro pro Jahr betragen und bis zum Jahr 2042 laufen. 4 - Anstieg mit dem durchschnittlichen nominalen Potenzialwachstum der Jahre 1995 - 2019. 5 - Die Mindesttilgung entspricht 1/4 der Tilgung unter normaler Auslastung der Wirtschaft und würde bei ausschließlicher Inanspruchnahme bis 2086 andauern. 6 - Die Höchsttilgung entspricht 7/4 der Tilgung unter normaler Auslastung der Wirtschaft und würde bei ausschließlicher Inanspruchnahme bis 2041 andauern.

Quellen: Deutscher Bundestag, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 21-087

Die Mindesttilgung würde als Anteil mit dem Tilgungspfad mitwachsen, sodass im rein theoretischen Fall ausschließlich konjunkturschwacher Jahre spätestens im Jahr 2086 alle Tilgungen abgeschlossen wären. Andererseits könnte in ausschließlich konjunkturstarke Jahren bereits nach 19 Jahren die Tilgung beendet sein (Abbildung 3). Beide stellen jedoch höchst unwahrscheinliche Szenarien dar, da die wirtschaftliche Entwicklung über einen so langen Zeitraum konjunkturellen Schwankungen unterliegen dürfte.

Als Indikatoren, an denen die konjunkturelle Minderung oder Erhöhung der Tilgung festgemacht werden könnten, bieten sich unterschiedliche direkt auf die Konjunktur reagierende Größen an. Diese haben jeweils Vor- und Nachteile, die abgewogen werden müssen. In der Berechnung des strukturellen Defizits für die Schuldenbremse und die europäischen Fiskalregeln wird die Produktionslücke verwendet (Abschnitt 2). Diese ist jedoch, wie zuvor dargelegt, sehr revisionsanfällig und weist in Echtzeit große Fehler auf (SVR, 2019). Als Alternative könnte sich die Entwicklung der Arbeitslosenquote anbieten. Diese ist weniger revisionsanfällig und kurzfristig verfügbar. Allerdings reagiert die Arbeitslosenquote in Abhängigkeit der Arbeitsmarktinstitutionen teils nur mit Verzögerung auf die konjunkturelle Entwicklung, sodass der direkte oder zeitnahe Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Entwicklung und Arbeitslosenquote aus unterschiedlichen Gründen nicht immer gegeben ist. Wenngleich dies internationale Vergleiche einschränken dürfte, sollte die Korrelation im Grundsatz ausreichend groß für den hier beschriebenen Anwendungszweck sein.

Eine praktisch einfach umzusetzende Möglichkeit der Ausgestaltung des konjunktursensiblen Faktors würde darin bestehen, diesen an die Berechnung der Konjunkturkomponente der Schuldenbremse zu knüpfen. Demnach könnte der Anteil der jährlichen Zahlung am Tilgungspfad umgekehrt proportional zum Verhältnis der Konjunktur- zur Strukturkomponente sein:

$$Tilgung = \left[\frac{3}{4}(1 - \kappa) + \frac{1}{4} \right] \cdot Tilgungspfad$$

mit $\kappa = \begin{cases} 1 & \text{wenn Konjunkturkomponente} > \text{Strukturkomponente} \\ \frac{\text{Konjunkturkomponente}}{\text{Strukturkomponente}} & \text{andernfalls} \\ -1 & \text{wenn Konjunkturkomponente} < (-1) \cdot \text{Strukturkomponente} \end{cases}$

Bei einer normalausgelasteten Wirtschaft wäre die Konjunkturkomponente gleich Null und die Tilgungszahlung würde genau auf dem Tilgungspfad liegen. Faktor κ würde bei -1 und +1 abgeschnitten werden, sodass die Mindesttilgung bei $\frac{1}{4}$ des Tilgungspfads bleibt und die Maximaltilgung $\frac{7}{4}$ des Tilgungspfads beträgt. Nachdem die Konjunkturkomponente in unterschiedlichen Versionen des Haushalts sowieso berechnet werden muss, wären keine zusätzlichen Informationen zur Festlegung der Tilgungszahlungen notwendig. Verbesserungen an der Berechnung der Konjunkturkomponente würden zudem direkt in die Berechnung der Tilgungszahlungen übertragen werden.

5. Längere Laufzeiten zur Dämpfung der fiskalischen Belastung

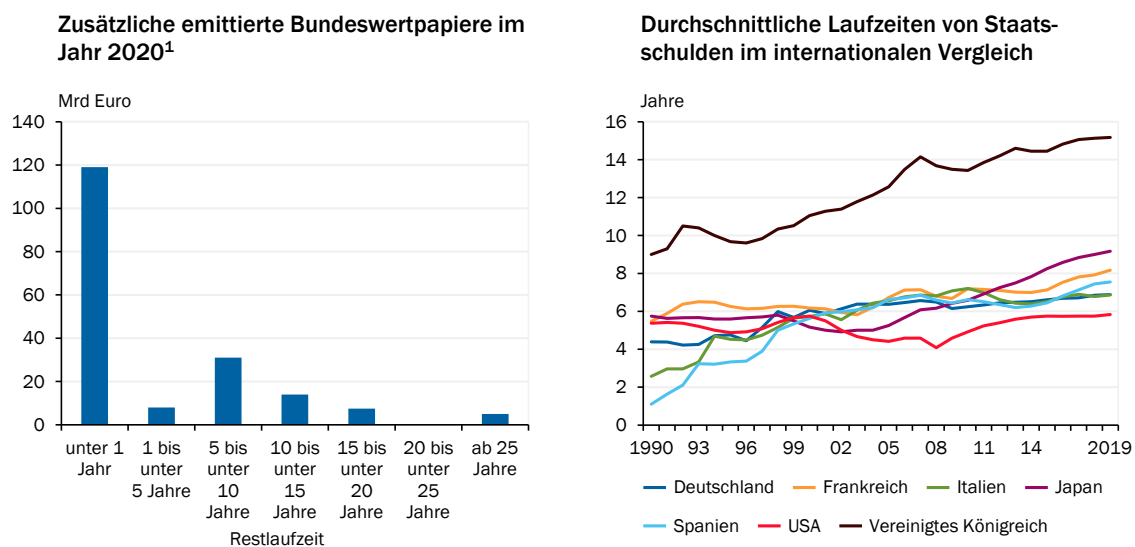
Die Corona-bedingte Neuverschuldung im Jahr 2020 basiert bislang weitestgehend auf kurzfristigen Anleihen (Abbildung 4 links). Bei kurzfristig stark steigendem Kapitalbedarf, wie in Krisen üblich, ist es für den Staat einfacher, Anleihen mit kurzen Laufzeiten sehr schnell und in großen Mengen zu emittieren. Anleihen mit langen Laufzeiten dagegen bedürfen eines längeren Vorlaufs

zur Marktvorbereitung und Nachfrageabschätzung. Die Nachfrage nach sehr lang laufenden Anleihen ist kurzfristig üblicherweise eher gering. Zudem kann mit kurzfristigen Anleihen in einem normalen Zinsumfeld mit steigender Zinsstrukturkurve eine nur vorübergehende oder noch nicht vollständig abschätzbare Verschuldung günstiger finanziert werden. Sollte sich der Finanzbedarf im Laufe der Krise als geringer als anfänglich geschätzt erweisen, so ist die erhöhte Neuverschuldung mit kurzfristigen Anleihen schneller abgebaut.

Mit der Konkretisierung des Finanzbedarfs zur Abfederung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie und dem Auslaufen der hierfür ausgegebenen ersten kurzfristigen Anleihen besteht die Möglichkeit zur Refinanzierung mit Anleihen längerer Laufzeiten. Dadurch könnten die aktuell niedrigen Zinsen länger festgeschrieben und die Zinsänderungsrisiken reduziert werden, sodass die Zinsausgaben für den Bundeshaushalt langfristig besser planbar sind. Die aktuell flache Zinsstrukturkurve lässt die Zusatzkosten durch längerfristige Finanzierung vergleichsweise gering bleiben. Zudem könnten Vorteile durch ein weiteres starkes Absinken der Zinsen durch Zero Lower Bound-Effekte begrenzt sein (Swanson und Williams, 2014). Für eine deutliche Verlängerung der Laufzeiten, etwa durch die bestehende längste Anleihe mit 30 Jahren oder sogar neuen 50-jährigen Anleihen, wie es sie beispielsweise in Frankreich oder im Vereinigten Königreich gibt, müsste eine entsprechende Marktnachfrage vorliegen. Der Markt für sehr langfristige Anleihen ist zwar begrenzt. Nichtsdestotrotz dürfte bei entsprechender Marktvorbereitung eine Laufzeitenerhöhung möglich sein, wie sie schon in den vergangenen Jahren stattgefunden hat (Abbildung 4 rechts).

Abbildung 4

Laufzeiten von Staatsschulden



1 – Emissionen und bis Ende des Jahres 2020 geplante Emissionen von Bundeswertpapieren gegenüber den Angaben im Emissionskalender für das Jahr 2020 aus dem Dezember 2019.

Quellen: Finanzagentur, Nationale Ämter für Schuldenmanagement, Nöh (2019), eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 20-631

Die Laufzeiten der vom Staat ausgegebenen Anleihen haben zunächst keinen direkten Effekt auf das Haushaltsdefizit und die Schuldenbremse. Zwar hat die Bundesregierung zu Beginn der Krise hauptsächlich kurzfristige Anleihen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr begeben (Abbildung 4 links), jedoch wäre die Refinanzierung dieser Anleihen beispielsweise jährlich mit einjährigen Anleihen ebenso wenig erneut defizitwirksam wie eine längerfristige, durchlaufende Anleihe. Ebenso kann ein Tilgungsplan weitestgehend unabhängig von der Laufzeit der zusätzlichen,

neuen Anleihen befolgt werden. Die alljährliche Refinanzierung auslaufender Anleihen enthält wie bereits vor der Corona-Pandemie mit etwa 192 Mrd Euro im Jahr 2019 ausreichend Spielraum, um eine sehr kurzfristige Tilgung zu ermöglichen, ohne dass die neuen Anleihen auslaufen müssten. Ebenso könnte eine langfristig angelegte Tilgung mit kurzlaufenden Anleihen erfolgen, indem sie regelmäßig refinanziert werden.

Jedoch können sich die fiskalische Belastung und die Schuldentragfähigkeit, je nach Laufzeitenstruktur, verändern. Dabei ist auf die Struktur der gesamten Staatsverschuldung und nicht lediglich auf die Neuverschuldung zu achten. Aufgrund eines Anteils von etwa 43 % des Neuemissionsvolumens (im Jahr 2020) an den gesamten ausstehenden Anleihen und der zu refinanzierenden Verschuldung von etwa 92 % der Gesamtverschuldung innerhalb der nächsten 20 Jahre ist eine deutliche Veränderung der Laufzeitenstruktur und damit der fiskalischen Belastung möglich.

Fiskalische Risiken durch die Staatsschulden ergeben sich zu einem großen Teil aus den Refinanzierungs- und Zinsänderungsrisiken. Zwar kann sich der Bund aktuell selbst bei Anleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren zu negativen Zinsen verschulden, jedoch wird bei geringeren Laufzeiten eine häufigere Refinanzierung notwendig, bei der das Risiko besteht, dass die Anschlussfinanzierung nur zu höheren Zinsen möglich sein wird. Da die Zinsentwicklung auf strukturelle Faktoren und nicht zuletzt auf die Anleihekäufe der EZB zurückzuführen ist, die insbesondere in ihrer Höhe einen temporären Charakter besitzen, sind die Zinskosten zu einem großen Anteil nicht von der Regierung bestimmbar. Längere Laufzeiten können die Zinskosten aufgrund der steigenden Zinsstrukturkurve zwar etwas erhöhen, jedoch gleichzeitig planbarer gestalten. Das Risiko steigender Zinsen wird minimiert und muss gegen die Chance sinkender Zinsen abgewogen werden. Zudem könnten weniger volatile Zinskosten aufgrund der ansonsten möglichen Zusatzlast der Besteuerung einen eigenständigen Wert haben (Weichenrieder, Kasinger und Nöh, 2020).

Die Zinsausgaben des Bundes sind seit mehreren Jahren rückläufig. Während sie im Jahr 2012 noch bei 37,6 Mrd Euro lagen, betragen sie im Jahr 2019 nur noch etwa 14,9 Mrd Euro (BMF, 2020a). Im Verhältnis zum BIP sind die Zinsausgaben noch stärker von 1,36 % auf 0,43 % zurückgegangen. Zu diesem Rückgang trugen neben dem Verzicht auf neue Schulden insbesondere die sinkenden Zinsen bei. Die weitere Entwicklung der Zinsausgaben hängt von drei Faktoren ab. Zum einen ist das die Entwicklung des Zinssatzes, die für den Staat nur in sehr geringem Maße beeinflusst werden kann. Ein Effekt könnte sich lediglich durch einen extrem stark steigenden Schuldenpfad ergeben, der die Anleger an der Zahlungsfähigkeit zweifeln lassen würde. Ein weiterer Faktor, der die Zinsausgaben unmittelbar beeinflusst, ist die Höhe emittierter Staatsanleihen. Diesen Faktor kann die Politik ebenso beeinflussen wie den dritten Faktor, die Art der Verschuldung und dabei insbesondere die Laufzeitenstruktur.

Einen jährlichen Sondereffekt auf die Zinskosten stellt ein mögliches Agio oder Disagio dar. Ein Agio kann zum einen dadurch entstehen, dass Anleihen mindestens mit einem Kupon von 0 % begeben werden. Wenn der Marktzins für eine entsprechende Anleihe negativ ist, erhält der Emittent zum Zeitpunkt der Ausgabe ein ausgleichendes Agio. Zum anderen kommt es zu einem Agio bei der Aufstockung bestehender Anleihen, die einen höheren Kupon aufweisen als es zu heutigen Marktpreisen der Fall wäre. Im umgekehrten Fall kann bei Aufstockung von Anleihen mit einem niedrigeren Kupon als zu heutigen Marktzinsen ein Disagio durch den Emittenten zu zahlen sein (BMF, 2020a). Für den Haushalt ergibt sich somit die Möglichkeit, durch Aufstockungen bestehender Anleihen, für die in der Zukunft Zinszahlungen auf einem höheren Niveau fällig werden,

schon heute eine Agio-Zahlung zu erhalten. Diese intertemporale Verschiebung kann einen merklichen Beitrag zur Reduktion der fiskalischen Belastung in einer Krise leisten, sofern die aktuellen Zinsen für Staatsanleihen niedrig sind. Im Jahr 2020 konnte der Bund etwa 13 Mrd Euro Einnahmen durch Agios erzielen. Doch selbst in den vorangegangenen Jahren entstanden auf diese Weise jeweils Milliardenereinnahmen (2017: 3,9 Mrd Euro, 2018: 3,4 Mrd Euro, 2019: 6,6 Mrd Euro) (Deutscher Bundestag, 2021).

Die Agio-Einnahmen können insbesondere dann steigen, wenn wie 2020 die Neuemissionen besonders stark steigen. Selbst in Zeiten höherer Zinsen sind Agio-Einnahmen möglich, solange die Aufstockung Anleihen betrifft, deren Kupons höher sind als der entsprechende aktuelle Marktzins. Der Nachteil liegt in den höheren Zinskosten in den Folgejahren. Für das Jahr 2021 rechnet die Bundesregierung mit steigenden Zinsausgaben aufgrund der bislang leicht gestiegenen Zinsen im Vergleich zum Jahr 2020 und aufgrund des starken Sondereffekts im Jahr 2020. Abzuwarten bleibt jedoch, wie hoch die Agio-Einnahmen durch die Neuemissionen im Jahr 2021 sein werden. Diese Einnahmen können durch die hohe, im Nachtragshaushalt nochmal erhöhte Neuverschuldung, sowie durch die Refinanzierung bestehender Anleihen entstehen. Letzteres steigt durch die hohe kurzfristige Neuverschuldung aus dem vergangenen Jahr. Im Jahr 2021 können diese Schulden durch Aufstockung bestehender langfristiger Anleihen refinanziert werden. Dagegen könnten die leicht angestiegenen Zinskosten von Anleihen im langfristigen Segment die Agio-Einnahmen reduzieren.

Abbildung 5 zeigt Simulationen für die Entwicklung der zukünftigen Zinsausgaben aufgrund verschiedener Zins- und Schuldenszenarien. Als Grundlage dienen die vom Bund ausgegebenen Anleihen und deren Renditen laut Auktionsergebnissen bis ins Jahr 2020 sowie der Emissionskalender der Finanzagentur für das Jahr 2021. Für dieses Jahr gehen wir von der Zinsstrukturkurve aus, die laut der Deutschen Bundesbank (2021) Ende 2020 nach der Svensson-Methode vorgelegen hat. Da für die meisten im Jahr 2021 zu emittierenden Anleihen die erste Zinszahlung erst im Jahr 2022 fällig wird, basieren die Zinsausgaben 2021 hauptsächlich auf den Zinsen der vergangenen Jahre. Lediglich ein geringer Teil der Geldmarktinstrumente wird im Jahr 2021 emittiert und getilgt. Für die Entwicklung des BIP unterstellen wir bis zum Jahr 2020 die Schätzungen des Statistischen Bundesamtes und für die Folgejahre einen realen jährlichen Anstieg um den Durchschnitt des realen Produktionspotenzials der Jahre 1991-2019 von 1,52 %. Die Laufzeitenstruktur der Neuemissionen halten wir zunächst an der Struktur fest, wie sie im Jahr 2018 emittiert wurde.

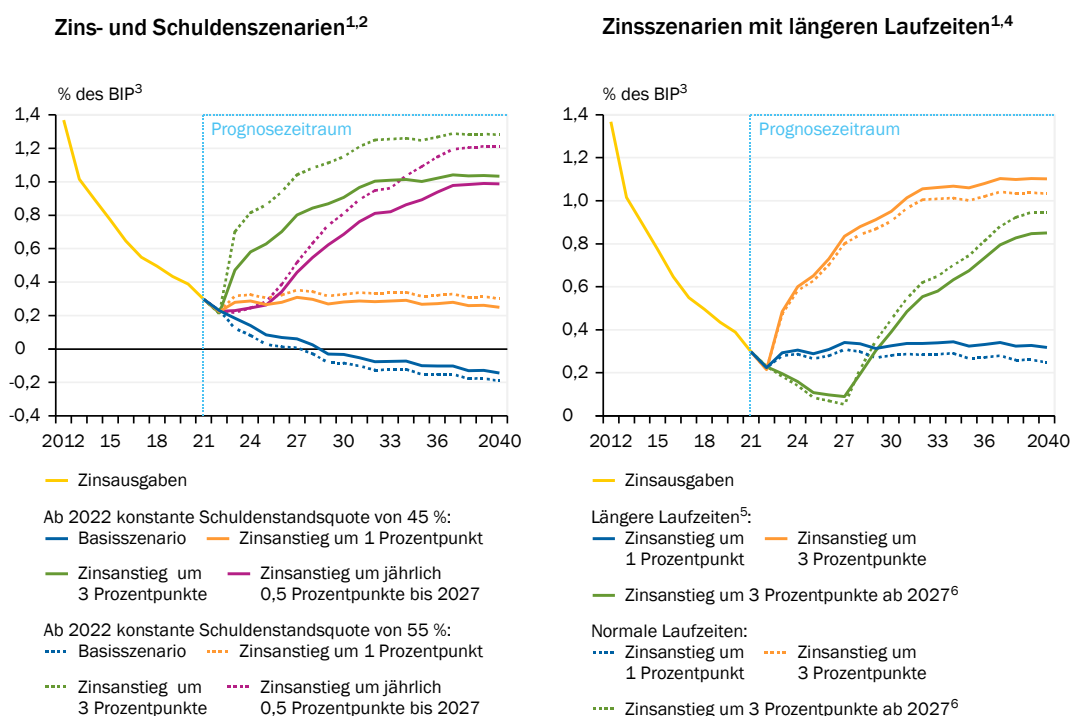
Abbildung 5 links enthält vier verschiedene Zinsszenarien. Die durchgezogenen Linien zeigen die Zinsausgabenentwicklung für eine konstante Schuldenquote des Bundes von 45 %, so wie sie ab dem Jahr 2021 nach dem Emissionsplan der Finanzagentur vorliegen wird. Zusammen mit der Verschuldung der Länder und der Gemeinden entspricht dies in etwa einer gesamtstaatlichen Schuldenquote von 70%. Die gestrichelten Linien bilden die gleichen Zinsszenarien ab, jedoch für ein Schuldenszenario, bei dem die Schuldenquote des Bundes im Jahr 2022 von 45 % auf 55 % springt und in den Folgejahren konstant bei diesem Wert bleibt. Die jährlichen Neuemissionen variieren aufgrund unterschiedlicher Refinanzierungsvolumina. Dabei lassen wir jedoch das Verhältnis der unterschiedlichen Laufzeiten konstant.

Das Basisszenario entspricht einer Fortsetzung der negativen Zinsen für Neuemissionen wie sie Ende 2020 für Bundesanleihen vorgelegen haben. Entsprechend sinken in diesem Szenario die Zinsausgaben ab dem Jahr 2029 in den negativen Bereich, sodass die Zinsen auf die Bundesver-

schuldung positiv zum Haushalt beitragen würden. Bei einer Erhöhung der Zinsen für alle Laufzeiten um 1 Prozentpunkt würden die Zinsausgaben langfristig konstant bei etwa knapp unter 0,3 % des BIP liegen. Damit würden langfristig die Zinsausgaben mit etwa 9 bis 10 Mrd Euro geringfügig unter den aktuellen Zinsausgaben liegen. Szenarien mit Zinssteigerungen um 3 Prozentpunkte, entweder sprunghaft oder mit einem jährlichen Anstieg von 0,5 Prozentpunkten, können zu jährlichen Zinsausgaben bis zu 1 % des BIP führen. Bei einem direkten Sprung um 3 Prozentpunkte im Jahr 2022 würden die Zinszahlungen bereits im Jahr 2027 mit etwa 27 Mrd Euro mehr als doppelt so hoch ausfallen wie im Jahr 2020. Dieser Zinssprung würde eine Rückkehr der Zinsen auf das Niveau von Mitte 2011 bedeuten. Im Szenario eines langsamen Anstiegs um 3 Prozentpunkte ist die Verdoppelung der heutigen Zinsausgaben im Jahr 2031 überschritten und im Jahr 2037 bei über 35 Mrd Euro.

Abbildung 5

Szenarien für Zinsausgaben im Haushalt des Bundes



1 – Für die Zinsen auf Anleiheemissionen im Jahr 2021 wird die Zinsstrukturkurve im Dezember 2020 nach der Svensson Methode laut Deutsche Bundesbank (2021) herangezogen. Die Laufzeiten entsprechen denjenigen Ende des Jahres 2020. Die Zinsen ab dem Jahr 2022 werden in verschiedenen Szenarien simuliert. 2 – Die Laufzeitenstruktur entspricht derjenigen des Jahres 2018. 3 – Für 2021: Schätzungen des IWF, danach wird eine Steigerung von jährlich 1 % angenommen. 4 – Ab dem Jahr 2022 konstante Schuldenstandsquote von 45 %. 5 – Für die Szenarien mit längeren Laufzeiten wurde gegenüber der Laufzeitenstruktur aus dem Jahr 2018 eine Verdopplung der durchschnittlichen Laufzeit angenommen, indem entsprechend 1-jährige Schuldtitel als 30-jährige ausgegeben werden. 6 – Vor 2027 entsprechen die Zinsen den Werten von Ende 2020.

Quellen: Finanzagentur, Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 21-048

Eine zusätzliche Erhöhung der Bundesverschuldung auf 55 % führt bei höheren Zinsen zu steigenden zusätzlichen Zinsausgaben bis etwas über 1,2 % des BIP. Bei einem sprunghaften Zinsanstieg um 3 Prozentpunkte wäre bei dieser Schuldenerhöhung bereits im Jahr 2024 mit gut 26 Mrd Euro eine Verdoppelung der heutigen Zinsausgaben erreicht und im Jahr 2031 42 Mrd Euro überschritten. Im Szenario des langsameren Zinsanstiegs würde dieser Verlauf entsprechend langsamer stattfinden, und im Jahr 2029 würden mehr als doppelt so hohe Zinszahlungen wie heute anfallen. Bei einer Zinserhöhung um einen Prozentpunkt hat dieser Zinsanstieg einen vergleichsweise geringen Effekt und würde relativ konstant zwischen ein und 2 Mrd Euro höhere

Zinszahlungen verursachen im Vergleich zu der niedrigeren Bundesschuldenquote von 45 %. Sollten die Zinsen auf dem heutigen Niveau bleiben, würde die Erhöhung der Schuldenquote die Zinsausgaben stärker reduzieren als eine niedrigere Schuldenquote und bereits ab dem Jahr 2028 für Nettozinseinnahmen sorgen.

Eine Veränderung der Laufzeitenstruktur, die weniger kurzfristige Anleihen und mehr langfristige Anleihen enthält, kann die aktuell niedrigen Zinsen für eine längere Zeit festschreiben. Für Zinsschocks bereits im Jahr 2022 zeigt die Abbildung 5 rechts höhere Zinsausgaben für eine längere Laufzeitenstruktur im Vergleich zur Laufzeitenstruktur des Jahres 2018, denn längere Laufzeiten beinhalten bei steigender Zinsstrukturkurve höhere Zinsen. Im Fall einer Änderung der Laufzeitenstruktur im Jahr 2022 und einem Zinsschock im Jahr 2027 fallen bis zum Zinsschock zwar etwas höhere Zinsausgaben an, dafür sind nach einem Zinsschock langfristig deutlich niedrigere Zinsausgaben zu zahlen.

Je mehr langfristige Anleihen vor einem Zinsanstieg im Niedrigzinsumfeld am Markt platziert werden können, desto besser ist die Absicherung gegen mögliche Zinssteigerungen. Diese Form der Versicherung geht jedoch zunächst mit etwas höheren Zinsausgaben einher. Unberührt davon ist die Frage, ob die Staatsverschuldung über das für den Haushalt notwendige Maß hinaus erhöht werden sollte, um mit negativen Zinsen einen Gewinn zu erzielen. Neben vielen anderen Problemen mit dieser Zielsetzung erscheint die ohnehin vorgesehene Verschuldung nur teilweise auf eine entsprechende Marktnachfrage für (sehr) langfristigen Anleihen zu treffen, sodass eine zusätzliche Platzierung langfristiger Anleihen zu niedrigen Zinsen nur schwer möglich sein dürfte (U.S. Department of the Treasury, 2017).

6. Abbau von Rücklagen zur Glättung des Übergangs

Die deutsche Schuldenbremse fokussiert sich ausschließlich auf die Nettokreditaufnahme. Im Gegensatz zu den europäischen Fiskalregeln (Abschnitt 7) steht somit die Deckung des Finanzierungssaldos im Mittelpunkt und nicht die Höhe des Saldos selbst. Durch den Aufbau und die Rückführung von Rücklagen kann eine zeitliche Verschiebung im Bedarf für Nettokreditaufnahme erwirkt werden. Der Abbau von bestehenden Rücklagen kann so größere fiskalische Finanzierungsspielräume als durch die in der Schuldenbremse festgelegte maximal zulässige Nettokreditaufnahme ermöglichen. Dies kann insbesondere in den Jahren direkt nach der Corona-Krise genutzt werden, um den Übergang von den Jahren, in denen die Ausnahmeregelung der Schuldenbremse in Anspruch genommen wurde, zur regulären Regelgrenze zu glätten. Ähnlich argumentiert die Bundesregierung (BMWi, 2021) im Jahreswirtschaftsbericht, die eine Übergangsphase der Schuldenbremse durch eine Entnahme von Rücklagen als vergleichbar zu einer formalen Übergangsphase durch Grundgesetzänderung ansieht.

Vor der Corona-Krise plante die Bundesregierung in der mittelfristigen Haushaltsplanung des Bundes mit einem vollständigen Abbau der Rücklage zur Finanzierung von Belastungen im Zusammenhang mit der Aufnahme und Unterbringung von Flüchtlingen (Asyl-Rücklage) bis zum Jahr 2022. Mit Ausbruch der Corona-Pandemie haben sich diese Planungen jedoch grundlegend verändert. Zwar wurde im ersten Nachtragshaushalt weiterhin geplant, eine Entnahme von 10,6 Mrd Euro aus der Asyl-Rücklage vorzunehmen, um den Bedarf an Nettoneuverschuldung zur Finanzierung der zusätzlichen Ausgaben zu verringern. Jedoch wurde diese ursprünglich geplante Entnahme mit dem zweiten Nachtragshaushalt gestrichen. Die notwendige Nettokreditaufnahme zur Finanzierung der zusätzlichen Ausgaben des Nachtragshaushalts hat sich dadurch

entsprechend erhöht und die Rücklage bleibt weiterhin bestehen. Dies wird kritisch diskutiert, so sollte etwa nach Ansicht des Bundesrechnungshofs (2020) die volle Rücklage zur Finanzierung des zweiten Nachtragshaushalts herangezogen werden, um die notwendige Nettokreditaufnahme zu reduzieren.

Die Asyl-Rücklage wurde vom Jahr 2015 bis zum Jahr 2019 kontinuierlich gefüllt. So hat die Bundesregierung in diesem Zeitraum, statt netto Schulden abzubauen oder einen höheren Überschuss auszuweisen, die Differenz zum ausgeglichenen Haushalt genutzt, um die Rücklage zu füllen. Mit Abschluss des Haushalts 2019 standen insgesamt 48,2 Mrd Euro in der Rücklage zur Verfügung. Nachdem im Jahr 2020 keine weiteren Rücklagen aufgebaut wurden, zudem aber keine Entnahmen stattfanden, ist der Betrag für den Haushalt 2021 unverändert. Im verabschiedeten Haushalt 2021 sowie in den Eckwerten für den Haushalt 2022 wird die Rücklage ebenfalls nicht verwendet. Damit stünde der Betrag in den Jahren ab 2023 zur Glättung eines Übergangs zur regulären Grenze der Schuldenbremse voll zur Verfügung.

Für die Nutzung von Rücklagen zur Reduktion der notwendigen Nettokreditaufnahme muss deren Zweckbindung beachtet werden. Ursprünglich war die Asyl-Rücklage zweckbestimmt für Belastungen im Zusammenhang mit der Aufnahme und Unterbringung von Asylbewerbern und Flüchtlingen. Im Zusammenhang mit dem ersten Nachtragshaushalt 2020 wurde diese Zweckbestimmung jedoch aufgehoben. Die Bundesregierung plant in den Eckwerten für den Finanzplan 2021 bis 2025 vom März 2021 bereits die Asyl-Rücklage in den Jahren 2023 und 2024 vollständig abzubauen (32,2 Mrd Euro in 2023 und 16 Mrd Euro in 2024).

Ob weitere Rücklagen zur Erhöhung der finanziellen Spielräume genutzt werden können, muss grundsätzlich nach den Typen der Rücklagen, Reserven und Vermögen differenziert werden, da je nach Typ die Zuführungen und Auflösungen dieser Mittel unterschiedliche Wirkung im Zusammenhang mit der Schuldenbremse entfalten (Snelting, 2019). Der Bund besitzt zwar weitere Rücklagen und Sondervermögen, diese lassen sich jedoch nur bedingt zu einer weiteren Glättung des fiskalischen Spielraums nutzen. Dies liegt an der derzeitigen Praxis bei sogenannten unechten Sondervermögen ohne eigene Kreditemächtigung den finanzstatistischen Finanzierungssaldo analog zur Nettokreditaufnahme zu behandeln.

Unabhängig von der möglichen Nutzung der Vermögen und Rücklagen könnte eine Änderung der Zuweisungen aus dem Bundeshaushalt an diese Vermögen zusätzliche Spielräume schaffen. So sind etwa laut Eckwertebeschluss für die Jahre 2022 bis 2025 Zuweisungen aus dem Bundeshaushalt in Höhe von jeweils rund 3,6 Mrd, 3,1 Mrd, 2,7 Mrd und 2,4 Mrd Euro an den Energie- und Klimafonds (EKF) vorgesehen. Der EKF hat zudem im Jahr 2020 Rücklagen von 26 Mrd Euro aufgebaut, die in der mittelfristigen Finanzplanung über die Zeit abgebaut werden sollen. An den verfügbaren Mitteln für den EKF würde sich durch eine Verschiebung der Zuweisungen nichts ändern. Weitere Sondervermögen werden durch Zuweisungen aus dem Bundeshaushalt finanziert. Da der Mittelabruf bei einigen Fonds jedoch hinter den Planungen zurückbleibt, könnten hier ebenfalls Zuweisungen in spätere Jahre verschoben werden, ohne die jährlichen Ausgaben zu beeinträchtigen, um fiskalischen Spielraum für den Übergang zur regulären Grenze der Nettokreditaufnahme zu schaffen.

In der deutschen Diskussion um die Schuldenbremse findet sich die Idee eines Investitionsfonds, mit dessen Hilfe öffentliche Investitionen in den kommenden Jahren finanziert werden sollen (zuletzt Beznoska, Hentze und Hüther, 2021). Ein solcher Fonds kann öffentlich-rechtlich als selbstständiges oder als selbstständiges Sondervermögen des Bundes organisiert sein. Sonder-

vermögen sind als unselbständige Nebenhaushalte nicht aus dem Anwendungsbereich der Schuldenbremse ausgeklammert. Über die Spielräume der Schuldenbremse hinausgehende Verschuldungsmöglichkeiten entstehen durch deren Einrichtung somit nicht. In der Diskussion wird daher ein rechtlich selbstständiges Sondervermögen vorgeschlagen, das sich verschulden und Investitionen durchführen soll. Ob rechtlich selbstständige Sondervermögen zusätzliche Verschuldungsspielräume eröffnen, ist allerdings verfassungsrechtlich umstritten (Reimer, 2020). Die alte grundgesetzliche Regelung (Art. 115 Abs. 2 GG a.F.) aus dem Jahr 1969 gestattete ausdrücklich Ausnahmen für Sondervermögen von den im Grundgesetz formulierten Grenzen der Nettokreditaufnahme. Mit der Föderalismusreform II entfiel diese Ausnahmeregelung, so dass der Gesetzgeber bei der Verabschiedung der grundgesetzlichen Schuldenbremse offenbar keine zusätzliche Verschuldung für Sondervermögen einräumen wollte. Alternativ könnte eine Lösung im Sinne der Bundesfernstraßengesellschaft gewählt werden. Bei einer solchen Konstruktion sind jedoch relativ enge beihilferechtliche Grenzen etwa für eine Haftungsübernahme des Bundes zu beachten. Zur Vermeidung verfassungsrechtlicher Probleme könnte daher eine Grundgesetzänderung nötig sein. Zu beachten ist zudem, wie die Sondervermögen in den Regelungen der europäischen Fiskalregeln behandelt werden. Unabhängig von der rechtlichen Machbarkeit sind Schattenhaushalte zur Umgehung von Fiskalregeln problematisch für deren Wirksamkeit. Insbesondere könnte es nach der einmaligen Einrichtung eines Sondervermögens politische Anreize geben, weitere Ausgaben auszulagern und so die Schuldenbremse zu umgehen.

7. Grenzen der Europäischen Fiskalregeln

Bei der Gestaltung der deutschen Finanzpolitik sind nicht nur die nationalen Fiskalregeln, sondern auch die Regeln auf europäischer Ebene miteinzubeziehen. Diese sind zum einen im Stabilitäts- und Wachstumspakt sowie in Verordnungen und Richtlinien zu dessen Konkretisierung und Veränderung enthalten. Zum anderen setzt der intergouvernementale Fiskalpakt eine Grenze für die Neuverschuldung.

Im Gegensatz zur Schuldenbremse, die für Bund und Länder eingeführt wurde, beziehen sich die europäischen Regeln auf den Gesamtstaat, der die Gemeinden und die Sozialversicherungen zusätzlich einbezieht. Während die Schuldenbremse eine Grenze für die strukturelle Neuverschuldung für den Bund bei 0,35 % des BIP und für die Länder bei 0 % setzt, legt der Fiskalpakt eine Grenze für den strukturellen Finanzierungssaldo in Höhe von 0,5 % des BIP für den Gesamtstaat (bei einem Schuldenstand, der nicht deutlich unter 60 % des BIP liegt) fest. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt enthält eine Defizitgrenze von 3 % des BIP und eine Grenze für die (Brutto-)Schuldenstandsquote von 60 % des BIP. Zudem sind im Stabilitäts- und Wachstumspakt ein „Medium-term Objective“ (MTO) für das strukturelle Defizit und ein Anpassungspfad dorthin vorgesehen, der über eine Ausgabenregel implementiert ist. Das MTO für Deutschland lag im Jahr 2019 bei -0,5 % und im Jahr 2020 bei -1,0 % und es wurde kein Anpassungspfad definiert, da das MTO erfüllt war, der strukturelle Finanzierungssaldo also über dem MTO lag.

Im März 2020 wurde aufgrund der Corona-Pandemie die generelle Ausnahmeregel („general escape clause“) im Stabilitäts- und Wachstumspakt zum ersten Mal aktiviert. Sie bleibt mindestens noch im Jahr 2021 aktiviert. Eine Verlängerung der Ausnahmeregel hat die EU-Kommission nicht ausgeschlossen. Die EU Kommission hat zudem angekündigt, die volle Flexibilität des SWP zu nutzen: “for so long as is necessary to allow Member States to implement measures to contain the coronavirus outbreak and mitigate its negative socio-economic effects” (Europäische Kommission, 2020). So sind zahlreiche Ausnahmetatbestände im SWP vorgesehen, die ein Abweichen

vom MTO rechtfertigen. Hierzu zählen beispielsweise Ausnahmen für außergewöhnliche wirtschaftliche Bedingungen, Strukturreformen oder Investitionen. Darüber hinaus können Abweichungen vom MTO als nicht signifikant oder temporär von der Kommission bewertet werden. Der Fiskalpakt übernimmt die Ausnahmeregel des SWP und erlaubt Abweichungen in „exceptional circumstances“, wie sie im SWP definiert sind.

Die Regeln des SWP sehen anders als die Schuldenbremse keine explizite Tilgung der während der Ausnahmeregel aufgenommenen Schulden vor. Stattdessen machen die geltenden Regeln die Vorgabe, den gesamtstaatlichen strukturellen Finanzierungssaldo jährlich um 0,5 % des BIP zurückzuführen, bis das MTO erneut erreicht ist. Nach dem Auslaufen der Ausnahmeregel könnte es allerdings Anpassungen durch die Europäische Kommission und den Ecofin bei den vorgeschriebenen Mindestveränderungen des strukturellen Defizits geben, etwa eine Verlängerung des Zeitraums bis zur Erreichung des MTO oder eine Änderung der vorgeschriebenen strukturellen Verbesserung. Da die strukturelle Defizitregel des SWP einen Anpassungspfad vorgibt und dabei auf die Veränderung des Defizits bis zum Erreichen des MTO fokussiert, dürfte der Übergang nach Auslaufen der Ausnahmeregel leichter sein als bei der Schuldenbremse und prinzipiell keine abrupten Anpassungen notwendig machen.

Jenseits der numerischen Grenzen und der Abdeckung der Regeln gibt es Unterschiede bei der Messung der beschränkten Größen zwischen der Schuldenbremse und den europäischen Regeln. Während sich die Schuldenbremse auf die strukturelle Nettokreditaufnahme in Abgrenzung des Artikel-115-Gesetzes bezieht, gelten die europäischen Fiskalregeln für den Finanzierungssaldo in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) (ESVG 2010). Finanzierungssalden für den Öffentlichen Gesamthaushalt nach der Finanzstatistik und für den Staat nach den VGR können sich deutlich unterscheiden. Im Jahr 2017 betrug diese Differenz beispielsweise 27 Mrd. Euro (61 Mrd. nach Finanzstatistik, 34 Mrd. nach VGR).

Insbesondere die unterschiedliche Berücksichtigung der Saldenwirksamkeit und des Buchungszeitpunkts tragen zu dieser Differenz bei (Heil und Leidel, 2018). In den Finanzstatistiken gehen kassenwirksame Vorgänge inklusive finanzielle Transaktionen in den Saldo ein, während in der VGR lediglich nicht-finanzielle Transaktionen (mit Auswirkung auf das Nettovermögen des Staates) berücksichtigt werden. Zwar wird bei der Berechnung der strukturellen Nettokreditaufnahme um die finanziellen Transaktionen bereinigt, jedoch wird dabei nicht auf die Definition in den VGR abgestellt, sondern auf die des Gruppierungsplans, in dem der Begriff der finanziellen Transaktionen deutlich formaler gefasst ist. In den VGR werden Transaktionen periodengerecht zugeordnet (also etwa der Zeitpunkt, zu dem Forderungen und Verbindlichkeiten entstehen), während in den Finanzstatistiken der Zeitpunkt der Zahlung entscheidend ist. Diese Unterscheidung ist vor dem Hintergrund der zahlreichen steuerrechtlichen Maßnahmen im Rahmen der Corona-Pandemie, wie beispielsweise die Stundung von Steuerzahlungen und die unterjährige Anpassung von Steuervorauszahlungen, besonders relevant. Hinzu kommt die Einbeziehung aller Extrahaushalte in die Berechnung des Finanzierungssaldos, während die Schuldenbremse nur die Sondervermögen des Bundes einbezieht.

Die Berechnung der relevanten Größen in den europäischen Regeln nach den VGR macht die Nutzung von Rücklagen und Sondervermögen (wie in Abschnitt 5 beschrieben) zur Veränderung des Finanzierungssaldos unmöglich. Die Rücklagenbewegungen sind lediglich Finanzierungstransaktionen zur Deckung des Saldos, die jedoch die Bewertung der Einhaltung der Regel nicht

beeinflussen. Da die europäischen Regeln lediglich einen Anpassungspfad zum MTO vorschreiben und dieser verändert werden kann, dürfte deren Einhaltung im Grundsatz aber eher möglich sein.

In der Mittelfristprojektion der öffentlichen Haushalte im Stabilitätsprogramm (2021c) des BMF ist ein Rückgang des strukturellen Finanzierungssaldos für den Gesamtstaat nach Maßgabe der europäischen Regeln von $-7\frac{3}{4}\%$ des BIP in 2021 auf -2% des BIP in 2022, $-1\frac{1}{4}\%$ des BIP im Jahr 2023 und $-1\frac{1}{2}\%$ des BIP im Jahr 2024 vorgesehen. Damit würde das MTO ab dem Jahr 2024 wieder eingehalten werden. Selbst ohne Ausnahmeregel dürfte die Verbesserung des strukturellen Saldos ausreichend sein, um die europäische strukturelle Defizitregel einzuhalten. Der Finanzierungssaldo wäre bereits spätestens im Jahr 2023 wieder unter der 3% Defizitgrenze aus dem SWP.

Unabhängig von den Fiskalregeln dürften die Gelder aus der europäischen Aufbau- und Resilienzfazilität die Wiedereinhaltung der europäischen und nationalen Fiskalregeln unterstützen und die fiskalischen Spielräume der nächsten Jahre erhöhen. Deutschland erhält aus der europäischen Aufbau- und Resilienzfazilität laut Schätzungen im deutschen Aufbau- und Resilienzplan (BMF, 2020b) insgesamt rund 23,6 Mrd Euro (in Preisen von 2018) für die Jahre 2021 bis 2026, wobei die Mittel zwischen 2021 und 2023 gebunden und bis 2026 verausgabt werden müssen. Dabei fallen 15,2 Mrd Euro auf die Jahre 2021 und 2022 und der Rest auf das Jahr 2023. Allerdings ist die genaue Höhe der letzten Zahlung noch unklar und hängt von der Entwicklung der makroökonomischen Kennzahlen ab. Die Maßnahmen des Entwurfs des DARP sind bereits im Haushalt 2021 und in der aktuellen Finanzplanung enthalten. Veränderungen des DARP, etwa die Finanzierung bestehender Ausgaben über die Aufbau- und Resilienzfazilität, könnten zu Veränderungen des fiskalischen Spielraums führen.

8. Zusammenfassung

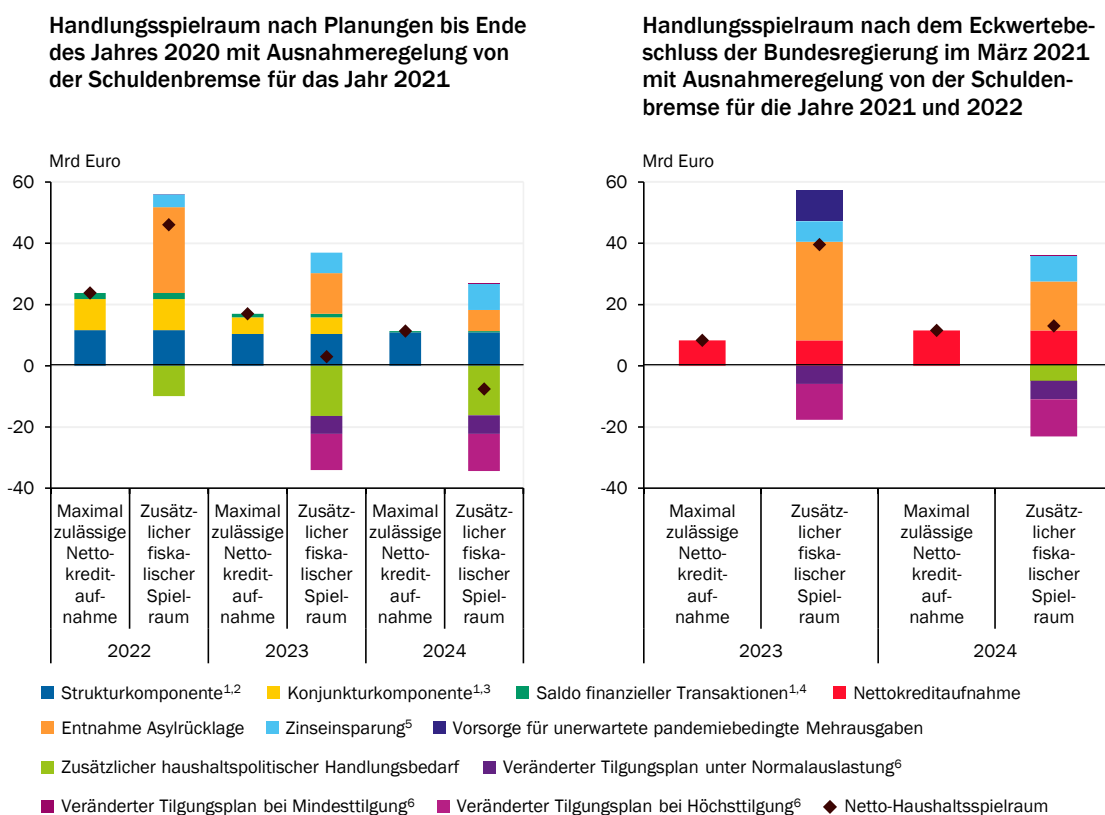
Abbildung 6 fasst die unterschiedlichen Elemente zusammen, die den fiskalischen Spielraum der nächsten Jahre beeinflussen und in diesem Papier diskutiert wurden. Die Abbildung zeigt links die Spielräume, wie sie nach den Planungen bis Ende 2020 bestanden haben, also ohne einen Nachtragshaushalt für das Jahr 2021 und ohne eine erneute Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung für das Jahr 2022. In der rechten Abbildung sind die Spielräume dargestellt, wie sie sich mit Nachtragshaushalt und Ausnahmeregelung der Schuldenbremse für 2022 ergeben. Dabei zeigt die erste Spalte jeweils den fiskalischen Spielraum, der bei Ausschöpfung der maximal zulässigen Nettokreditaufnahme im Einklang mit den Regelgrenzen der Schuldenbremse verfügbar wäre.

Durch die unterschiedlichen Elemente verändert sich der fiskalische Spielraum insgesamt: Er erhöht sich insbesondere durch den Abbau der Rücklagen und die sinkenden Zinsausgaben. Demgegenüber stehen der in der Haushaltsplanung lediglich pauschal genannte, aber noch nicht umgesetzte „zusätzliche haushaltspolitische Handlungsbedarf“ sowie veränderte Tilgungszahlungen. Dabei ist zu beachten, dass der Abbau der Rücklagen bereits in der Haushaltsplanung berücksichtigt ist und dennoch zusätzlicher haushaltspolitischer Handlungsbedarf besteht. Der gezeigte Vergleich eignet sich dementsprechend für die Gegenüberstellung der theoretischen maximalen Nettokreditaufnahme unter der Schuldenbremse mit den praktischen fiskalischen Spielräumen, jedoch steht die Differenz nicht zusätzlich zu den Haushaltsplänen zur Verfügung.

Die Corona-Pandemie hat gezeigt, dass die Schuldenbremse zwar in normalen Zeiten die Fiskalpolitik einschränkt, um Spielräume aufzubauen, aber in Krisenzeiten flexibel ist und mithilfe der Ausnahmeregelung fiskalisch umfangreich reagiert werden kann. Während die Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung für die Jahre 2020, 2021 und 2022 eine angemessene fiskalische Reaktion auf die Krise ermöglicht, erleichtert der Rückgriff auf die vorhandene Rücklage den Übergang zurück zur Einhaltung der Schuldenbremse im Jahr 2023. Dies gilt insbesondere dann, wenn es, wie von einigen Institutionen prognostiziert, nach der Rücknahme der pandemiebedingten Beschränkungen zu einer raschen konjunkturellen Erholung kommt. Hierdurch würden die Haushaltsbelastungen durch Einnahmeausfälle sowie krisenbedingt stark gestiegene öffentliche Ausgaben zügig reduziert werden können.

Abbildung 6

Finanzieller Haushaltsspielraum des Bundes in der mittleren Frist



1 - Mittelfristige Haushaltsplanung vom 29.10.2020. 2 - Strukturkomponenten der Jahre 2023 und 2024 berücksichtigen die Tilgungsverpflichtung aus dem Nachtragshaushalt des Jahres 2020. Auf Basis des vorläufigen Haushaltsabschlusses beläuft sich die Tilgungsverpflichtung auf rund 1,96 Mrd Euro pro Jahr. Auf Basis der Sollwerte des 2. Nachtragshaushalts für das Jahr 2020 belief sich dieser Wert ursprünglich rund 5,9 Mrd Euro pro Jahr. 3 - Berechnet auf Basis der Herbstprognose der Bundesregierung vom 30.10.2020. 4 - Die Werte sind aus dem Finanzplan des Bundes für die Jahre 2020 bis 2024 entnommen. 5 - Bei gleichbleibenden Zinsen gegenüber mittelfristiger Finanzplanung des BMF. 6 - Im Vergleich zu den Tilgungsplänen der Bundesregierung, die bis 2025 lediglich die Zahlungen des Tilgungsplans für das Jahr 2020 im Umfang von jährlich etwa 1,96 Mrd Euro vorsehen.

Quellen: BMF, Bundesregierung, eigene Berechnungen

In der aktuellen Krise ist die fiskalische Ausgangslage Deutschlands sehr günstig gewesen, sodass ohne Gefährdung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen eine umfangreiche Erweiterung der öffentlichen Verschuldung möglich gewesen ist. Hierzu haben die niedrige Schuldenstandsquote am Anfang der Krise sowie das günstige Zinsumfeld beigetragen, zu denen wiederum die Schuldenbremse in der Vergangenheit einen positiven Beitrag geleistet haben dürfte. Darüber

hinaus kann nach der Krise auf eine umfangreiche Rücklage zurückgegriffen werden. Bei zukünftigen Krisen könnten diese Gegebenheiten jedoch weniger günstig sein und hierdurch der Übergang zurück zur Einhaltung der Schuldenbremse nach einer Krise mit größeren Herausforderungen verbunden sein.

Vor diesem Hintergrund sollte für zukünftige Krisen bereits nach der Bewältigung der Corona-Pandemie Überlegungen angestellt werden, wie zukünftig nach der umfangreichen Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung wieder zur Einhaltung der Schuldenbremse zurückgekehrt werden kann. Dazu gäbe es vor allem drei Möglichkeiten:

Erstens bestünde eine Möglichkeit darin, mit einer flexibleren Anwendung der Ausnahmeregelung über die Jahre der akuten Krise hinaus eine höhere Neuverschuldung zuzulassen und damit den Übergang zu ermöglichen. Diese Flexibilisierung darf aber keine Aushebelung des Normalzustands der Schuldenbremse über viele Jahre nach sich ziehen. Insbesondere sollte bei einsetzender konjunktureller Erholung die Höhe der über die Regelgrenzen hinausgehenden Schuldenaufnahme wieder reduziert werden. Zudem geht jede Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung mit einem Tilgungsplan einher, der für höhere Belastungen in den Folgejahren sorgt und je nach Gestaltung der Tilgungspläne einen sprunghaften Anstieg der Tilgungsbelastungen nach sich ziehen könnte.

Zweitens wäre der erneute systematische Aufbau von Rücklagen möglich, die ähnlich zur jetzigen Situation in einer Übergangphase fiskalische Spielräume eröffnen. Hierzu sind haushaltsrechtliche Fragen für den Aufbau und die Nutzung solcher Rücklagen zu klären. Darüber hinaus könnten Fehlanreize hinsichtlich der Größe des Haushalts entstehen.

Drittens bestünde die Möglichkeit einer Übergangsregelung für die Strukturkomponente, wie sie bei der Einführung der Schuldenbremse zur Anwendung kam. Dies dürfte jedoch eine Anpassung der grundgesetzlichen Regelungen der Schuldenbremse verlangen und würde Begehrlichkeiten zu einer grundlegenden Aufweichung der Schuldenbremse wecken. Darüber hinaus wäre unklar auf welchen Betrag die Strukturkomponente erhöht werden und wie der Abbaupfad aussehen sollte, insbesondere nachdem jede Krise unterschiedliche Auswirkungen auf den Haushalt haben dürfte.

Die Corona-Pandemie hat gezeigt, wie wichtig der Aufbau von fiskalischen Spielräumen in normalen Zeiten ist, um dann in schweren Krisen umfangreich fiskalisch reagieren zu können. Die Schuldenbremse kann dazu beitragen diese Spielräume nach Überwindung der Corona-Krise für zukünftige Krisen wieder aufzubauen. Nach der aktuellen Krise dürften die Flexibilität der Schuldenbremse, sowie die angesammelten Rücklagen, voraussichtliche Zinersparnisse und ein angepasster Tilgungsplan einen glatten Übergang zurück zur Einhaltung der Regelgrenzen ermöglichen. Für zukünftige Krisen muss sich die Politik erneut um die Fähigkeit zu solch glatten Übergängen bemühen.

Literaturverzeichnis

Beznoska, M., T. Hentze und M. Hüther (2021), Zum Umgang mit den Corona-Schulden: Simulationsrechnungen zur Schuldenstandquote, Institut der Deutschen Wirtschaft, Köln.

BMF (2019), Aufteilung der 2018 neu berechneten Budgetsemielastizität auf Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherungen, Monatsbericht des BMF April 2019, Bundesministerium der Finanzen, Berlin, 36–40.

BMF (2020a), Kreditaufnahmebericht des Bundes 2019, Bericht über die Kreditaufnahme des Bundes im Jahr 2019, BMF50208, Bundesministerium der Finanzen, Berlin.

BMF (2020b), Deutscher Aufbau- und Resilienzplan, Entwurf Dezember 2020, Bundesministerium der Finanzen, Berlin.

BMF (2021a), Eckwertebeschluss der Bundesregierung zum Regierungsentwurf des Bundeshaushalts 2022 und zum Finanzplan 2021 bis 2025, März 2021, Bundesministerium der Finanzen, Berlin.

BMF (2021b), Mittelfristige Projektion der öffentlichen Haushalte für die Jahre 2020 bis 2024, Monatsbericht des BMF November 2020, Bundesministerium der Finanzen, Berlin, 32–40.

BMF (2021c), Deutsches Stabilitätsprogramm 2021, April 2021, Bundesministerium der Finanzen, Berlin.

BMWi (2021), Jahreswirtschaftsbericht 2021 – Corona-Krise überwinden, wirtschaftliche Erholung unterstützen, Strukturen stärken, Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Berlin.

Breuer, S. und S. Elstner (2020), Germany's growth prospects against the backdrop of demographic change, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 240 (5), 565–605.

Bundesrechnungshof (2020), Schriftliche Stellungnahme des Bundesrechnungshofes zur Öffentlichen Anhörung über das Verfahren zum Entwurf des Zweiten Nachtragshaushaltsgesetzes 2020 (BT-Drs. 19/20000) und zum Entwurf eines Gesetzes über begleitende Maßnahmen zur Umsetzung des Konjunktur- und Krisenbewältigungspakets (BT-Drs. 19/20057), Öffentliche Anhörung des Haushaltsausschusses des Deutschen Bundestages am 29. Juni 2020, Berlin.

Deutsche Bundesbank (2021), Tägliche Zinsstruktur für börsennotierte Bundeswertpapiere, <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/zinssaetze-und-renditen/taegliche-zinsstruktur-fuer-boersennotierte-bundeswertpapiere-650724>, (Abgerufen: 21.01.2021).

Deutscher Bundestag (2020a), Beschluss des Deutschen Bundestages gemäß Artikel 115 Absatz 2 Satz 6 und 7 des Grundgesetzes, Antrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD, Drucksache 19/18108, Berlin, 24. März.

Deutscher Bundestag (2020b), Beschluss des Deutschen Bundestages gemäß Artikel 115 Absatz 2 Satz 6 und 7 des Grundgesetzes, Antrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD, Drucksache 19/22887, Berlin, 28. September.

Deutscher Bundestag (2021), Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Christian Dürr, Otto Fricke, Ulla Ihnen, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP zu „Zinsänderungsrisiken für den Bund“, Drucksache 19/28424, Berlin, 13. April.

ESVG (2010), Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen, ESVG 2010, Eurostat, Europäische Kommission, 2014, Luxemburg.

Europäische Kommission (2020), Questions and answers: Commission proposes activating fiscal framework's general escape clause to respond to coronavirus pandemic, QANDA/20/500, Brüssel, 20. März.

Eyraud, L. und T. Wu (2015), Playing by the rules: Reforming fiscal governance in Europe, IMF Working Paper WP/15/67, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

Göttert, M. und T. Wollmershäuser (2021), Survey-based structural budget balances, CESifo Working Paper No. 8911, München.

Heil, N. und M. Leidel (2018), Der Finanzierungssaldo des Staates in den Finanzstatistiken und den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, WISTA – Wirtschaft und Statistik 6/2018, 85–98.

Kempkes, G. (2012), Cyclical adjustment in fiscal rules: some evidence on real-time bias for EU-15 countries, Discussion paper 15/2012, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.

Kommission von Bundestag und Bundesrat zur Modernisierung der Bund-Länder-Finanzbeziehungen (2009), Beschlüsse der Kommission von Bundestag und Bundesrat zur Modernisierung der Bund-Länder-Finanzbeziehungen, Kommissionsdrucksache 174, Berlin.

Nöh, L. (2019), Increasing public debt and the role of central bank independence for debt maturities, European Economic Review 119, 179-198.

Reimer, E. (2020), Art. 109, in: Epping, V. und C. Hillgruber (Hrsg.), *Beck Online Kommentar Grundgesetz*, Beck, München, Rn. 52a ff.

Reuter, W.H. (2020), Benefits and drawbacks of an „expenditure rule“, as well as of a „golden rule“ in the EU fiscal framework, Study requested by the ECON committee IPOL Study (2020) 645.732, Europäisches Parlament, Economic Governance Support Unit, Brüssel.

Snelting, M. (2019), „Rainy-Day-Funds“: Behandlung von Rücklagen und Finanzvermögen in nationalen und europäischen Fiskalregeln, in: Junkernheinrich, M., S. Koriath, T. Lenk, H. Scheller und M. Woisin (Hrsg.), *Jahrbuch für öffentliche Finanzen 2019*, Bd. 245, Berliner Wissenschafts-Verlag, 333–349.

SVR (2019), Die Schuldenbremse: Nachhaltig, Stabilisierend, Flexibel, in: *Jahresgutachten 2019/20: Den Strukturwandel meistern*, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden, 238–313.

SVR (2020), Corona-Krise gemeinsam bewältigen, Resilienz und Wachstum stärken, *Jahresgutachten 2020/21*, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.

Swanson, E.T. und J.C. Williams (2014), Measuring the effect of the zero lower bound on medium-and longer-term interest rates, *American Economic Review* 104 (10), 3154–3185.

U.S. Department of the Treasury (2017), Report to the Secretary of the Treasury from the Treasury Borrowing Advisory Committee of the Securities Industry and Financial Markets Association, Pressemitteilung, Washington, DC, 3. Mai.

Weichenrieder, A., J. Kasinger und L. Nöh (2020), Zinsänderungsrisiken und langfristige Zinsbindung vor dem Hintergrund der hessischen Zinsswaps, Perspektiven der Wirtschaftspolitik 21 (1), 79–89.