

## **Bundesschulden: Bei Zinsausgaben Agien periodengerecht verbuchen**

*In den letzten Jahren gingen die Zinsausgaben des Bundes stark zurück. Ausschlaggebend war das gesunkene Zinsniveau. Es spielte aber auch eine Rolle, dass im Bundeshaushalt die Zinsausgaben nicht periodengerecht erfasst werden. Das gilt vor allem für Aufschläge (Agien) zum Zeitpunkt der Ausgabe neuer Wertpapiere.*

*Agien fallen an, wenn der Zinskupon eines Wertpapiers höher liegt als der Marktzins. Beim Kauf des Wertpapiers wird dann ein Aufschlag auf den Rückzahlungspreis gezahlt. Dieser Aufschlag fällt umso höher aus, je größer die Differenz zwischen Kupon und Marktzins und je länger die Zinsbindungsdauer des Wertpapiers ist.*

*Diese Aufschläge werden im Bundeshaushalt sofort in voller Höhe als negative Zinsausgaben erfasst, und über die restliche Laufzeit werden dann allein die Kuponzahlungen verbucht. Entsprechend verteilen sich die Zinsausgaben nicht gleichmäßig (periodengerecht) über die Laufzeit. Mit dieser Verbuchung lockern Agien kurzfristig die Grenzen der Schuldenbremse zulasten künftiger Haushalte. Die Zinsausgaben und damit die Haushaltsergebnisse werden zugleich volatiler und schwieriger einzuordnen.*

*Der Umfang der im Bundeshaushalt vereinnahmten Agien ist in den letzten Jahren stark gestiegen. Im Jahrzehnt bis 2010 lagen sie bei durchschnittlich ½ Mrd €, im letzten Jahrzehnt waren es 4 Mrd €. Im Jahr 2020 wurde mit beinahe 12 Mrd € ein Höchstwert erreicht, der 2½% der Gesamtausgaben des Bundeshaushalts entsprach. Damit reduzierten die vereinnahmten Agien die ausgewiesenen Zinsausgaben um knapp zwei Drittel.*

*Die Umstellung auf eine künftig periodengerechte Verteilung der Zinsausgaben wäre ökonomisch sachgerechter und hätte einige weitere Vorteile. Sie sollte ohne größere Schwierigkeiten umsetzbar sein. Die tatsächliche Haushaltslage ließe sich damit leichter erkennen. Die Haushaltsbelastungen durch Zinsen würden verstetigt, die Haushaltsergebnisse besser planbar und weniger erratisch. Die Umstellung würde auch der Intention der Schuldenbremse besser gerecht, und es entfielen Umgehungsmöglichkeiten. Schließlich würden mit dem geänderten Ausweis der Agien auch die europäischen Vorgaben besser abgesichert.*

## Ursachen von Agien bei der Ausgabe von Wertpapieren

*Bundeswertpapiere traditionell mit festen Kupons verzinst*

Der Bund kann Finanzierungslücken in seinem Haushalt schließen, indem er sich verschuldet. Die Fiskalregeln legen dafür Obergrenzen fest. Ende 2020 belief sich der Schuldenstand des Kernhaushalts des Bundes in der Abgrenzung des Stabilitätsrates auf 1 163 Mrd € (35 % des Bruttoinlandsprodukts). Der weit überwiegende Teil der Bundesverschuldung entfällt auf Wertpapiere, die am Kapitalmarkt emittiert werden. Darauf sind Zinsen zu zahlen, die den Marktkonditionen zum Zeitpunkt der Emission entsprechen. Jährlich fällige Beträge werden üblicherweise in Form von festen Kuponzahlungen<sup>1)</sup> geleistet. Bei den unverzinslichen Schatzanweisungen mit Laufzeiten bis zu einem Jahr (Bubills) werden die Zinsen als Differenz zwischen Ausgabepreis und Nennwert<sup>2)</sup> geleistet. Bei inflationsindexierten Wertpapieren erfolgt eine solche Zahlung ergänzend zu den Kuponzahlungen, indem der Rückzahlungsbeitrag an die Indexentwicklung angepasst wird. Teile der Zinsen können auch bei herkömmlichen Wertpapieren (mit Kupon) über Abweichungen zwischen Ausgabepreis und Nennwert gezahlt werden. Wenn der Kupon einer Neuemission über dem Marktzins liegt, übersteigt der Ausgabepreis den Nennwert. Dieser Aufschlag ist das Agio. Es fällt umso höher aus, je größer die Differenz zwischen Kupon und Marktzins und je länger die Zinsbindungsdauer des Wertpapiers ist.<sup>3)</sup>

*Unter anderem die Aufstockung von Anleihserien führt zu Agien ...*

Der Bund zielt grundsätzlich auf ein relativ hohes Volumen seiner einzelnen Wertpapierserien ab. Dies erhöht die Liquidität der Papiere und senkt damit die Liquiditätsprämien (Zinsaufschläge) als Teil der gesamten Finanzierungskosten. Um die angestrebten Volumina zu erreichen, werden die einzelnen Serien in der Regel in mehreren Tranchen begeben (an den Markt gebracht). Das heißt, die Erstemission einer Serie wird später durch weitere Verkäufe aufgestockt.<sup>4)</sup> Während sich bei der Erstausgabe der Kupon in der Regel am aktuellen Kapitalmarktzins orientiert, kann er bei den nachfol-

genden Aufstockungen stärker davon abweichen. Ist der Kapitalmarktzins zwischenzeitlich gesunken, steigt der Ausgabepreis, den der Bund beim Verkauf erzielt.

Bei langer Zinsbindung kann leicht ein beträchtliches Agio anfallen. Zum Beispiel wurde im Jahr 2014 eine 30-jährige Bundesanleihe eingeführt, deren Kupon marktgerecht bei 2,5 % lag. Bei der letzten Aufstockung im Sommer 2019 betrug ihre Marktrendite nur ¼ %. Daraus ergab sich ein äußerst umfangreiches Agio von 60 % des Nennwerts.

In den letzten Jahren fielen erhebliche Agien an. Bei der beschriebenen Emissionsstrategie des Bundes ist hierfür ursächlich, dass die Renditen von Bundeswertpapieren seit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 insgesamt stark rückläufig waren. Seit einiger Zeit werden sogar negative Renditen verzeichnet – auf dem Tiefpunkt bis in den Bereich der 30-jährigen Laufzeit hinein. Bei Negativzinsen entstehen bereits bei der Erstausgabe deutliche Agien, da keine Kupons mit negativem Zins eingesetzt werden. Dies betraf auch das wichtigste Instrument, die zehnjährige Bundesanleihe, wo bei einer Serie sogar gut 5 % des Nennwerts erzielt wurden. Zudem begab der Bund angesichts der günstigen Konditionen besonders umfangreich lang laufende Wertpapiere. Hier fielen die Aufschläge besonders hoch aus. Im Ergebnis stiegen die insgesamt vereinnahmten Agien des Bundes in den letzten Jahren stark an. Im Jahr 2020 verdoppelten sie sich bei krisenbedingt

*... mit teils beachtlichem Umfang*

*Auch Negativzinsen bringen deutliche Agien bei lang laufenden Anleihen*

**1** Der Kupon verbrieft den Anspruch auf die Zinszahlung und gibt die Nominalverzinsung eines Wertpapiers an. Diese weicht von der sich laufend ändernden allgemeinen Marktverzinsung ab. Diese Marktverzinsung (auch Effektivverzinsung oder Rendite) berücksichtigt neben dem Nominalzins auch die Differenz zwischen dem Marktpreis und dem Rückzahlungswert, verteilt über die Laufzeit des Wertpapiers.

**2** Der Nennwert eines Wertpapiers gibt den Betrag an, den der Emittent am Ende der Laufzeit an den Käufer zahlen muss (Rückzahlungswert).

**3** Liegt der Kupon unter dem Marktzins, fällt ein Disagio an. Die nachfolgenden Ausführungen gelten dann mit umgekehrten Vorzeichen.

**4** Zudem verkauft der Bund im Zeitablauf ebenfalls Papiere aus den Eigenbeständen. Diese werden bei Emissionen zurückgehalten, nicht zuletzt um bei Kursschwankungen glättend eingreifen zu können (Marktpflege).

sehr umfangreichen Begebungen auf beinahe 12 Mrd €.

## Vorteile periodengerechter Verbuchung von Agien im Bundeshaushalt<sup>5)</sup>

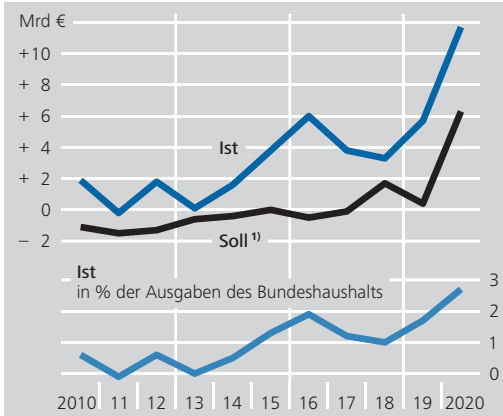
*Zinsen aus Agien über die Laufzeit verteilen*

Im Bundeshaushalt werden die Zinskuponzahlungen im Jahr ihrer Fälligkeit verbucht. Sie schlagen sich insoweit gleichmäßig verteilt über die Laufzeit nieder.<sup>6)</sup> Agien werden derzeit hingegen im Jahr des Wertpapierverkaufs vollständig ergebniswirksam als negative Zinsausgaben erfasst. Sie mindern also die Zinsausgaben nur im Jahr des Verkaufs. Aus ökonomischer Sicht sollte die zeitliche Verteilung der Zinslasten aber unabhängig davon sein, ob sie sich als Kupon oder Agio niederschlagen. Dieser Leitidee folgend gründete der Bund bereits ein Sondervermögen zur Vorsorge für die Mehrzahlungen bei Tilgung inflationsindexierter Schuldtitel. Der Bundeshaushalt führt diesem Sondervermögen jährlich die jeweils zusätzlich aufgelaufenen Verpflichtungen für den Inflationsausgleich zu. Damit wird diese Art von Zinslasten periodengerecht erfasst. Im Folgenden wird zunächst erläutert, wie auch die Agien künftig im Bundeshaushalt periodengerecht erfasst werden können – ähnlich wie dies grundsätzlich in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) angelegt ist.

*Technische Umsetzung der periodengerechten Erfassung*

Technisch würde das Agio zum Zeitpunkt des Wertpapierverkaufs wie eine Kreditaufnahme erfasst. Das heißt, die Kreditaufnahme bestünde aus dem Nennwert zuzüglich der (im Zeitablauf zu amortisierenden) Agien. Damit würde im Vergleich zum Status quo zunächst eine höhere Kreditaufnahme (und entsprechend kein negativer Einfluss auf die Zinsausgaben) ausgewiesen. Die künftigen Kuponzahlungen stellten dann teils keine Zinsausgaben mehr dar, sondern Tilgungen dieses zusätzlichen Kredits (soweit sie über dem Marktzins zum Zeitpunkt des Wertpapierverkaufs liegen).<sup>7)</sup> Im Haushalt und auch für die Schuldenbremse würden die

### Agien im Bundeshaushalt



Quelle: Bundesministerium der Finanzen. <sup>1</sup> Unter Berücksichtigung von Nachtragshaushalten.  
 Deutsche Bundesbank

Zinszahlungen damit periodengerecht auf die Jahre verteilt.<sup>8)</sup>

Wenn Agien (und Disagien) im Bundeshaushalt in diesem Sinne ökonomisch sachgerecht erfasst würden, hätte dies deutliche Vorteile. Erstens würde dem Ziel der Schuldenbremse besser entsprochen. Die Regel soll Kreditaufnahmen und damit implizierte Vorbelastungen künftiger Haushalte begrenzen. Werden Agien wie bislang im Ausgabejahr von den Zinsausgaben abgezogen, wird das Ziel der Schuldenbremse quasi unterlaufen: Die Agien schaffen kurzfristige Entlastung, während künftige Haus-

*Vorteile: Verbuchung als Kreditaufnahme mindert Vorbelastung künftiger Haushalte und erhöht die Transparenz*

<sup>5</sup> Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank (2017).

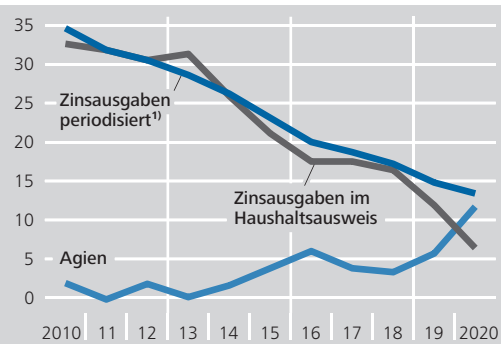
<sup>6</sup> Die erste Kuponzahlung bezieht sich mitunter auf einen etwas längeren Zeitraum, da der Zinslaufbeginn mehr als ein Jahr vor dem Kupontermin liegen kann. Werden die Papiere nach dem Zinslaufbeginn bzw. einem Kupontermin verkauft, sind beim Erwerb Stückzinsen zu entrichten. Diese werden beim nächsten Kupontermin vom Bund zurückgezahlt.

<sup>7</sup> Ein kleinerer Anteil der Abweichung zwischen Kupon und Marktzins reflektiert dabei freilich die marktkonforme Verzinsung des Agios.

<sup>8</sup> Den Agien als Kreditaufnahme stehen im Vergleich zur derzeitigen Verbuchung zusätzliche Zinsausgaben gegenüber. Die bislang durch Agien erzielte sofortige Entlastungswirkung bei der Schuldenbremse entfällt damit. Sie wird auf die gesamte Laufzeit verteilt: Dazu wird aus den Kuponzahlungen die Tilgungskomponente (für die zusätzliche Kreditaufnahme in Höhe der Agien) herausgerechnet. Diese belastet den Haushalt dann im Rahmen der Schuldenbremse nicht. So wird durchgehend die vom Kapitalmarkt geforderte Rendite zum Zeitpunkt der Wertpapierausgabe angeordnet, statt die gesamte Entlastung durch Agien zum Emissionszeitpunkt zu erfassen.

### Zinsausgaben und Agien im Bundeshaushalt

Mrd €



Quelle: Bundesministerium der Finanzen und eigene Schätzung. <sup>1</sup> Bis 2019 überschlägig gemäß Kreditaufnahmebericht 2019, Wert für 2020 geschätzt. Neben den Agien sind weitere Teile der Zinsausgaben periodisiert (u. a. Stückzinsen).

Deutsche Bundesbank

halte durch höhere Zinsausgaben stärker belastet werden, als es dem Marktzins bei Ausgabe des Wertpapiers entspricht. Im Grunde lockert sich so kurzfristig die Schuldenbremse, ohne dass die später damit verbundenen Lasten offengelegt werden. So könnte letztlich sogar ein politischer Anreiz entstehen, Wertpapiere mit hohen Kupons zu begeben, um über die daraus entstehenden Agien zusätzliche Haushalts-spielräume zu schaffen.<sup>9)</sup> Mit der Umstellung auf periodengerechte Verbuchung wäre im Falle von Agien der Spielraum im Begebungsjahr niedriger und in den Folgejahren größer als bislang. Indem die Zinsen dann periodengerecht ausgewiesen werden, ist nicht zuletzt auch die grundlegende Ausrichtung des Bundeshaushalts transparenter zu erkennen. Sie wird nicht durch etwaige hohe Agien überlagert.

*Jetzige Verbuchung macht Bundeshaushalt unnötig schwankungsanfällig*

Zweitens wären die Zinsausgaben weniger volatil und ließen sich recht verlässlich planen. So schwankten die Agien zwischen 2010 und 2020 zwischen den einzelnen Jahren deutlich. Sie erreichten eine Spannweite von einem geringfügigen Disagio im Jahr 2011 bis zu fast 12 Mrd € im Jahr 2020. Damit verringerten die vereinnahmten Agien die ausgewiesenen Zinsausgaben zuletzt um knapp zwei Drittel (siehe oben stehendes Schaubild). Insgesamt wichen die Ergebnisse oft erheblich von den Haushaltsansätzen ab – obwohl diese zum Teil sogar be-

reits in Haushaltsnachträgen aktualisiert worden waren. Die Abweichungen überschritten dabei in der Spitze 1½ % der Gesamtausgaben des Bundeshaushalts und waren damit durchaus bedeutsam. Fallen in die Planungen eingestellte Agien aus, kann dies sogar dazu führen, dass dadurch die Grenze der Schuldenbremse gerissen wird. Im Nachtragshaushalt 2021 wurde der erhöhte Kreditbedarf unter anderem durch geringere Agien ausgelöst. So sollen die Entlastungen aus Agien um 3½ Mrd € geringer ausfallen, weil die Kapitalmarktzinsen mittlerweile höher liegen. Auch aus diesem Blickwinkel ist es somit ratsam, Zinslasten im Bundeshaushalt periodengerecht zu erfassen und die Volatilität der Agien damit auszublen-

Drittens soll die Schuldenbremse die europäischen Haushaltsregeln absichern. Für diese sind die vereinheitlichten VGR maßgeblich. Deren Regeln folgen grundsätzlich der ökonomischen Sicht und schreiben vor, Agien bei der Ausgabe von Wertpapieren über die Laufzeit verteilt entlastend zu verbuchen.

*Umgestellte Verbuchung würde europäische Anforderungen besser absichern*

Soweit die Haushaltsbücher bereits geschlossen sind, lässt sich die Verbuchung rückwirkend nicht ändern. Um den beschriebenen ökonomischen Zusammenhang auch für vergangene Jahre abzubilden, kommt aber das bestehende Kontrollkonto der Schuldenbremse des Bundes in Betracht: Es erfasst positive und negative Abweichungen der Haushaltsergebnisse von den Regelgrenzen.<sup>10)</sup> In den Jahren vor der Coronakrise steigerten die hohen Agien,

*Schnelle Umstellung über Kontrollkonto möglich und durch gezogene Ausnahme Klausel erleichtert*

<sup>9</sup> Der Bundesrechnungshof weist in seinen Bemerkungen 2020 darauf hin, es könne „der Eindruck von Gestaltungsspielräumen entstehen“ (S. 21). Die Gründe, warum die Agien im Jahrzehnt nach Einführung der Schuldenbremse deutlich höher ausfielen als im Jahrzehnt davor, lassen sich nicht zweifelsfrei feststellen. Allerdings dürften rückläufige Zinsentwicklungen bzw. Negativzinsen hier letztlich ausschlaggebend gewesen sein. Das Schaffen von zusätzlichen Haushaltsspielräumen dürfte hingegen in diesem Zeitraum nicht entscheidend gewesen sein.

<sup>10</sup> Soweit diese Abweichungen zu Überschüssen im Kernhaushalt führten, wurden sie allerdings in die vom Kontrollkonto abgetrennte Rücklage eingestellt. Durch die Überschüsse der Jahre 2015 bis 2019 umfasst diese derzeit 48 Mrd €.

die nicht periodengerecht verteilt wurden, die Gutschriften auf diesem Konto. Bei der beschriebenen Verbuchungsumstellung würden die früheren Agien auf die künftigen Haushalte periodengerecht entlastend verteilt (zinsausgabenmindernd). Im Gegenzug wäre das Guthaben auf dem Kontrollkonto um die dazugehörigen – damals nicht periodengerecht verbuchten – Agien zu mindern. Es ginge dadurch von aktuell 52 Mrd € auf etwas über 30 Mrd € zurück.<sup>11)</sup> Im laufenden Jahr fielen die Zinsausgaben mit der Umstellung einerseits um etwa 3 Mrd € niedriger aus. Denn die Agien aus der Vergangenheit würden nunmehr zinsmindernd verteilt. Andererseits würden die Agien des laufenden Jahres weitestgehend auf die Folgejahre umgelegt. Dies ließe die Zinsausgaben für 2021 gegenüber dem Planansatz um etwa 4 Mrd € höher ausfallen. Per saldo würde durch die Umstellung im laufenden Haushaltsplan eine Belastung von etwa 1 Mrd € zu Buche schlagen.<sup>12)</sup>

*Zumindest transparente Nebenrechnung angezeigt*

Falls die Haushaltsverbuchung nicht geändert werden soll, wäre zumindest eine transparente Nebenrechnung in Haushaltsplan und -rechnung angezeigt.<sup>13)</sup> Diese sollte die Effekte der Agien ausweisen, die sich bei einer periodengerechten Verteilung der Entlastung über die gesamte Laufzeit ergeben. Dabei wären die Agien aus Vorjahren ebenso vorzutragen wie die des jeweiligen Haushalts. Insgesamt sollte die Nebenrechnung die strukturelle Belastung durch Zinsausgaben im Haushalt leicht nachvollziehbar abbilden.<sup>14)</sup>

Alles in allem spricht viel dafür, die Verbuchung der Zinsausgaben insbesondere im Bundeshaushalt umzustellen. Der aktuelle Verbuchungsansatz ist mit etlichen Problemen verbunden. Eine periodengerechte Verteilung der Zinsausgaben wäre ökonomisch sachgerechter, die tatsächliche Haushaltslage ließe sich damit besser bewerten, und die Reform sollte ohne größere Schwierigkeiten umsetzbar sein. Die Haushaltsbelastungen durch Zinsen würden verstetigt, die Haushaltsergebnisse besser planbar und weniger erratisch. Die Umstellung würde auch der Intention der Schuldenbremse besser gerecht, und es entfielen Umgehungsmöglichkeiten. Schließlich würden mit dem geänderten Ausweis der Agien auch die europäischen Vorgaben besser abgesichert.

*Periodengerechte Verbuchung der Zinsen wäre vorteilhaft und gut umsetzbar*

---

**11** Die geschätzten Effekte für 2020 sind vereinfachungshalber einbezogen, statt die ausstehende Tilgung aus der Ausnahmeklausel anzupassen. Für die Vorjahre flossen Daten aus dem Kreditaufnahmebericht des Bundes 2019 ein. Umgesetzte Agien aus der Zeit vor 2016 belasten das Guthaben auf dem Kontrollkonto nicht, da das hohe Altguthaben bereits vollständig gestrichen wurde.

**12** Da gegenwärtig die Ausnahmeklausel gezogen ist, würde eine Mehrbelastung dazu führen, dass die Regelgrenze stärker überschritten wird. Dies wäre künftig über Tilgungspläne zu kompensieren. Allerdings stehen dann bei dieser speziellen Konstellation den insgesamt höheren Tilgungsverpflichtungen nahezu entsprechend niedrigere Zinsausgaben aus umgesetzten Agien gegenüber.

**13** Eine solche Nebenrechnung regt auch der Bundesrechnungshof an. Vgl.: Bundesrechnungshof (2020), S. 22.

**14** Bisher weist das Bundesministerium der Finanzen solche Angaben für die Bundesverschuldung einschl. der über die Finanzagentur finanzierten Extrahaushalte nur in den Kreditaufnahmeberichten aus. Damit liegen Angaben erst im Sommer des Folgejahres vor. Vgl.: Bundesministerium der Finanzen (2020), S. 15.

## ■ Literaturverzeichnis

Bundesministerium der Finanzen (2020), Kreditaufnahmebericht des Bundes 2019.

Bundesrechnungshof (2020), Bemerkungen 2020 zur Haushalts- und Wirtschaftsführung des Bundes.

Deutsche Bundesbank (2017), Verzerrende Erfassung von (Dis-)Agien im Bundeshaushalt, Monatsbericht, Juli 2017, S. 46–47.