

# Absolutreport

Neue Perspektiven für  
institutionelle Investoren

Beitrag in Ausgabe 01 | 2024

standpunkt

**DR. CHRISTIAN FÜRTJES** Provinzial Asset Management GmbH

## Schuldenbremse auf dem Prüfstand



## Dr. Christian Fürtjes

Chefvolkswirt

Provinzial Asset Management GmbH, Münster

# Schuldenbremse auf dem Prüfstand

Spätestens seit dem Urteil des BVerfG, das die Übertragung von 60 Mrd. Euro aus nicht genutzten (schuldenfinanzierten) Mitteln des Bundeshaushalts 2021 als Rücklage in das „Sondervermögen“ des Klima- und Transformationsfonds (KTF) als nicht verfassungskonform eingestuft hat, ist die Diskussion über die deutsche Schuldenbremse neu entfacht. Nicht wenige fordern in diesem Zusammenhang die Abschaffung oder zumindest eine umfassende Reformierung der seit 2011 implementierten Regelung in Artikel 115 GG, nach der die geplante Neuverschuldung des Bundes in einem Haushaltsjahr den Wert von 0,35 % des strukturellen Bruttoinlandsprodukts nicht überschreiten darf.

Kritiker der Schuldenbremse werfen ihr dabei vor, dass sie erstens zu unflexibel sei, um auf ökonomische Schocks und/oder langfristige Herausforderungen adäquat fiskalpolitisch zu reagieren, und zweitens notwendige staatliche Zukunftsinvestitionen behindere. Doch wie belastbar sind diese Vorwürfe in der Praxis?

### Notlageregelung gibt Schuldenbremse hinreichend Flexibilität

Was den ersten Kritikpunkt angeht, so ist es nicht von der Hand zu weisen, dass sich eine statische Begrenzung der Neuverschuldung im Fall eines ökonomischen Schocks – wie z. B. der Corona-Pandemie – als wohlfahrtstechnisch nachteilig erweisen könnte. Allerdings wird genau dieser Problematik

einer regelgebundenen Fiskalpolitik in der deutschen Schuldenbremse dadurch Rechnung getragen, dass die Möglichkeit besteht, diese in einem Haushaltsjahr durch die Feststellung einer „außergewöhnlichen Notsituation“ auszusetzen. Die politischen Hürden hierfür werden zudem ausgesprochen niedrig angesetzt, da lediglich eine qualifizierte Mehrheit im Bundestag notwendig ist.

Konkret hat die damals regierende Große Koalition 2020 und 2021 eben genau diese Möglichkeit zur temporären Aussetzung der Schuldenbremse genutzt, um einem extremen Schock, nämlich der Corona-Pandemie, entgegenzuwirken. Dasselbe gilt für die Ampel-Koalition in den Jahren 2022 und – infolge des BVerfG-Urteils – nachträglich auch für 2023, jeweils mit dem Verweis auf eine Notlage durch den Krieg in der Ukraine. Insofern ist die These der Inflexibilität der deutschen Schuldenbremse kaum haltbar. Daran ändert auch das jüngste Urteil des BVerfG nichts, da es dem Gesetzgeber explizit einen grundsätzlichen Einschätzungs- und Beurteilungsspielraum in dieser Hinsicht zubilligt.

### Investitionsschwäche hat nichts mit Austerität zu tun

Doch wie sieht es mit dem Vorwurf aus, die Schuldenbremse verhindere staatliche Investitionen? Auf den ersten Blick erscheint die Feststellung einer chronischen staatlichen Unterinvestitionen z. B. in der öffentlichen Transport- und

Bildungsinfrastruktur kaum bestreitbar. Gleichwohl stellt sich bei der Bewertung immer noch die Frage, ob diese Unterinvestitionen wirklich kausal auf die Schuldenbremse zurückzuführen sind. Tatsächlich sprechen die Zahlen in dieser Beziehung eine eindeutige Sprache, und zwar zuungunsten der Schuldenbremsen-Kritiker.

Zwar sind die Gesamtinvestitionen im Bundeshaushalt seit Aussetzung der Schuldenbremse im Jahr 2020 spürbar gestiegen, doch täuscht diese Darstellung des Finanzministeriums über die tatsächliche Entwicklung hinweg. So sind u. a. in den beiden Jahren mit der höchsten Investitionssumme ein 6,9-Mrd.-Euro-Darlehen an die Bundesagentur für Arbeit (2020) bzw. ein 6,3-Mrd.-Euro-Darlehen an den IWF (2023) enthalten, die beide keine realwirtschaftliche Investition darstellen. Gerade im Hinblick auf Sachinvestitionen liegt das realisierte Gesamtvolumen selbst dann nicht signifikant über den Werten von 2019, wenn man die rund 5 Mrd. Euro p. a. an finanziellen Zuschüssen für den Fernstraßenbau wieder hierunter subsumieren würde, wie dies vor 2021 der Fall war.

Der Hauptgrund für die staatliche Investitionsschwäche in Deutschland waren und sind daher nicht die fehlenden finanziellen Mittel, sondern die mangelnde Realisierung von Investitionsvorhaben. Seit Aussetzung der Schuldenbremse im Jahr 2020 lagen die tatsächlich realisierten Investitionsausgaben des Bundes zwischen 5 und 21 Mrd. Euro unterhalb der jeweils im Haushaltsentwurf geplanten Volumina (insgesamt 45 Mrd. Euro).

Statt also nach neuen Möglichkeiten zu suchen, mehr Geld auf Pump für Investitionen zu veranschlagen, die in der Praxis gar nicht stattfinden, sollte sich die Regierung mit investitions-hemmenden Faktoren wie Fachkräftemangel, Föderalismusreform und Bürokratieabbau beschäftigen.

## Nutzen der Schuldenbremse wird unterschätzt

Das grundsätzliche Festhalten an der Schuldenbremse wäre dabei außerdem – entgegen manchen kritischen Kommentaren aus dem (linken) politischen Lager – ökonomisch gesehen keineswegs ein Selbstzweck. Es ist vielmehr ein in Recht und

Gesetz verankertes Commitment zur Haushaltsstabilität. Eine Konsequenz hieraus ist, dass der deutsche Staat innerhalb der Eurozone die mit Abstand niedrigsten Zinsen auf seine Kapitalmarktschulden bezahlt. Dieser Zinsvorteil (aktuell zwischen ca. 50 bp gegenüber Frankreich und über 150 bp gegenüber Italien) ermöglicht somit nicht nur der Bundesregierung, sondern auch der EU-Kommission finanzielle Spielräume in Milliardenhöhe.

Denn es ist Deutschlands fiskalische Glaubwürdigkeit, die die 750 Mrd. Euro aus dem EU-Next-Generation-Hilfspaket zu Konditionen ermöglicht, von denen die meisten Mitgliedsstaaten sonst nur träumen könnten. Eine Abschaffung der Schuldenbremse würde daher potenziell mehr ökonomischen Schaden als Nutzen anrichten.

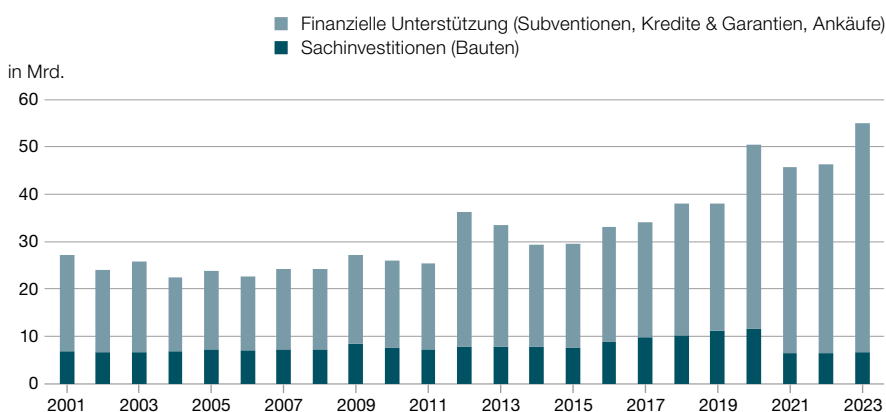
## Reform der Schuldenbremse? Ja, aber mit Augenmaß

Gleichwohl ist die jetzige Ausgestaltung der Regel alles andere als perfekt. Eine Reform wurde dabei u. a. erst vor Kurzem vom Sachverständigenrat der Bundesregierung angeregt. U. a. möchte dieser die maximale Schuldenaufnahme in Abhängigkeit von der aktuellen Schuldenstandsquote flexibilisieren. Dabei dürfte die strukturelle Neuverschuldungsquote 0,5 % betragen, solange die Schuldenstandsquote zwischen 60 und 90 % des BIP liegt, und sogar bei bis zu 1 % bei einer Schuldenquote < 60 %. Erst bei einer Schuldenquote von 90 % würde das aktuelle Neuverschuldungsniveau von 0,35 % gelten.

Dieser Vorschlag orientiert sich an einer Reformidee der Bundesbank aus dem Jahr 2022, wobei hier die Anhebung der Verschuldungsgrenze von 0,35 % auf 0,5 % bei einer Verschuldungsquote von über 60 % des BIP nur dann ermöglicht würde, wenn die Nettoinvestitionen des Bundes mindestens 0,15 % des BIP betragen. Die Wirtschaftsweisen möchten aber der Bundesregierung zusätzlich auch eine graduelle Anpassung der Neuverschuldungsgrenzen nach der Feststellung einer Notlage erlauben.

Hierin liegt jedoch die größte Schwachstelle des Reformvorschlags, denn er birgt die Gefahr, das Vertrauen in die Finanzstabilität des deutschen Staates zu unterminieren. Im Extremfall könnte nämlich eine neugewählte Regierung als erste Amtshandlung per einfachem Mehrheitsbeschluss eine Haushaltsnotlage feststellen und wäre dann für die gesamte Legislaturperiode nicht mehr an die engen Grenzen der Schuldenbremse gebunden. Die finanziellen Lasten aus der Rückführung würden dann wiederum die Nachfolgeregierungen erben, und diese hätten einen Anreiz und gleichzeitig einen Vorwand, mit dem Spiel einfach weiterzumachen. Der Sinn und Zweck der Schuldenbremse wäre somit ausgehöhlt.

## 1 | Bundeshaushalt: Investitionen



Quellen: Macrobond, BMF, PRO|A|M

# Absolut|private products

## Produktplattform für Private Markets



Real Estate



Infrastructure



Private Debt



Private Equity



Natural Resources

Die Produktplattform Absolut|private products bietet Asset Ownern eine kostenfreie aktuelle, vollkommen unabhängige Datenbank für die am Markt zur Verfügung stehenden Private-Market-Investments in den fünf Asset-Klassen: **Real Estate**, **Infrastructure**, **Private Debt**, **Private Equity** und **Natural Resources**.

Jetzt registrieren!

**Absolut**  
research

DIE PLATTFORM FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN



## Die Schuldenbremse ist keine Wachstumsbremse

Unter dem Strich fügt die Debatte um eine Aufweichung der deutschen Schuldenbremse dem Wirtschaftsstandort Deutschland daher mehr Schaden als Nutzen zu, nicht zuletzt ob deren ungebrochener Popularität in der Bevölkerung. So sprachen sich bei der jüngsten ZDF-Politbarometer-Umfrage lediglich 20 % der Befragten dafür aus, die aktuellen Haushaltsprobleme durch die Aufnahme zusätzlicher Schulden zu lösen, sowie eine deutliche Mehrheit von 56 % gegen eine Aufweichung der Schuldenbremse.

Gleichwohl heißt dies im Umkehrschluss nicht, dass eine Reform der Schuldenbremse nicht ökonomisch sinnvoll und auch politisch durchsetzbar wäre, solange man an den richtigen Stellschrauben, z. B. entlang des Reformvorschlags der Bundesbank, ansetzt.

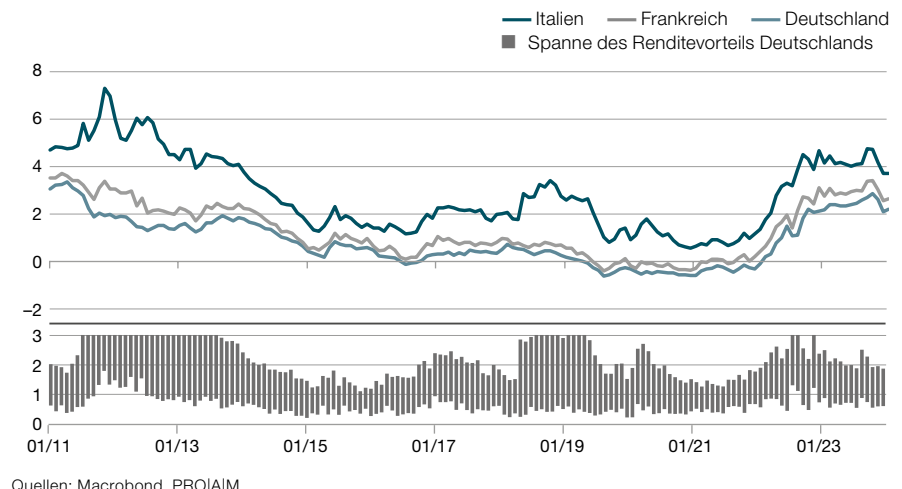
Doch selbst wenn dies gelingen würde – was politisch zumindest aktuell eher zweifelhaft erscheint – stellt dies eben nicht den großen Wurf für die angeschlagene deutsche Volkswirtschaft dar. Denn die Wachstumsschwäche Deutschlands war und ist mitnichten auf die Existenz der Schuldenbremse zurückzuführen.

Vielmehr ist es eine Kombination aus strukturellen (Demografie, Deglobalisierung, Energiekrise) und zyklischen (hohes Leitzinsniveau, Auslandsnachfrage) Herausforderungen, auf die die Wirtschaftspolitik entweder keine oder leider viel zu oft sogar die vollkommen falschen Antworten (Stichwort: Atomausstieg) bereithält. Statt über die Schuldenbremse zu streiten, sollten Regierung und Opposition stattdessen zunächst eine konstruktive Einwanderungs-, Energie- und Steuerpolitik erarbeiten. Die Schuldenbremse ist hierfür kein Hindernis, sondern könnte dabei (mit einer zielgerichteten Reform) vielmehr sogar Teil einer ganzheitlichen Lösung für einen wirtschaftlichen Rebound Deutschlands sein!

## Investoren schauen auf europäische, nicht nationale Schuldendebatten

Was bedeutet dies aber für die (institutionellen) Anleger? Zumindest bislang haben die Debatten um die deutsche Haushaltspolitik die Finanzmärkte vollkommen kalt gelassen. Reaktionen in den Bundrenditen oder deren Spreads zu Peripherieanleihen konnte man mit der Lupe suchen. Einzig an den Aktienmärkten gab es ein leichtes (aber nicht nachhaltiges) Kurszittern in den Sektoren, die in besonderem Maße von Subventionen aus dem KTF profitieren würden (erneuerbare Energien, Chip-Herstellung, Infrastruktur). In der Tat dürfte weder die Beibehaltung des Status quo noch eine (moderate) Reform der Schuldenbremse irgendwelche größeren Auswirkungen auf die Märkte haben – und selbst

## 2 Renditen für 10-jährige Staatsanleihen seit Einführung der Schuldenbremse (in %)



eine Abschaffung nur dann, wenn sie direkt oder indirekt mit einer neuen Position Deutschlands zu gemeinschaftlichen Schulden auf EU-Ebene einhergeht.

Würde von Deutschland der Weg freigemacht werden, über die von der EU-Kommission im Rahmen des des Next Generation EU (NGEU) herausgegebenen Anleihen Eurobonds zu emittieren, käme es zu einer grundsätzlichen Neuausrichtung im europäischen Bondmarkt. Hiervon würden Halter von Peripheriebonds (also maßgeblich italienische und französische Banken) massiv profitieren, während Investoren in deutsche Staatsanleihen wohl mit Kursverlusten rechnen müssten.

Im europäischen Aggregat dürften die Aktienmärkte ebenfalls zulegen, während Deutschland auch hier klarer Nettoverlierer sein würde. Aus nationaler Anlegersicht ist es daher beruhigend, dass es für einen solchen Schritt, also der Emission von Eurobonds, keine politische Mehrheit in Deutschland gibt und wohl auch in absehbarer Zeit nicht geben wird – nationale Schuldenbremse hin oder her.

# Absolutreport

Neue Perspektiven für  
institutionelle Investoren

## artikel



### Skandinavische Hochzinsanleihen im institutionellen Portfolio

DANIEL HERDT und DESIREE SAUER Lazard

### Maximum Drawdown zur Bewertung von Immobilienanleihen

HENRI VUONG PGIM Real Estate

### Erneuerbare Energien als Anlagesegment im Depot A

MICHAEL KOHL KGAL

DR. JENS KLEINE und DR. THOMAS JÜRGENSCHELLERT CFin

### Investorenschutzrechte in Private Markets

AMOS VEITH und DAVID PEROZ POELLATH

### Liquid Alternative Beta – eine ML-gestützte Performanceanalyse in unterschiedlichen Marktphasen

MICHAEL EGE, DR. MARKUS JAEGER, VINCENT HEITZER und  
STEPHAN KRÜGEL Munich Re Markets

### Kryptoderivate im institutionellen Asset Management

ACHIM KARLE und MATHIS SCHULZE-EYSSING Eurex

### Nachhaltigkeitsregulierung für institutionelle Investoren und Asset Manager

HEIKE SCHMITZ Herbert Smith Freehills LLP



## kommentare

**Dr. Jochen Felsenheimer**

XAIA

**Martin Lemke**

AM Alpha/INREV

## standpunkt

**Dr. Christian Fürtjes**

Provincial Asset Management

**Schuldenbremse  
auf dem Prüfstand**

## drei fragen an

**Dieter Lehmann**

VolkswagenStiftung

**Zinswende und andere  
Herausforderungen**

Printausgabe

Hier können Sie eine kostenlose Probeausgabe des Absolut|report #01|2024 anfordern.

**Absolut**  
research