Institut für Wirtschaftspolitik
an der Universität zu Köln

Kölner Impulse zur Wirtschaftspolitik

Nr. 4/2025 | 11. November 2025

In diesem Impuls…

… analysiert Michael Krause die enge Wechselwirkung zwischen Fiskal- und Geldpolitik. Der Beitrag zeigt, dass eine dauerhaft wenig glaubwürdige Finanzpolitik mit hoher Staatsverschuldung die Notenbank dazu zwingen kann, Preisstabilität zugunsten der Tragfähigkeit öffentlicher Finanzen zurückzustellen. In solch einer Situation der Fiskalischen Dominanz stabilisiert nicht mehr die Haushaltspolitik die Schulden, sondern eine höhere Inflation.

Außerdem kommentieren Michael Krause und Steffen J. Roth kurz den Gesetzesentwurf der Bundesregierung zur Rentenversicherung.

Neues aus dem iwp

Die diesjährige Ringvorlesung zum Thema „Wirtschaftspolitik in einer neuen globalen (Un-)Ordnung“ findet in diesem Wintersemester jeweils montags von 17:45 bis 19:15 Uhr im Hörsaal XXIV statt. Im Rahmen der diesjährigen Ringvorlesung werden zwei Sonderveranstaltungen angeboten: Am 24. November stellt Prof. Dr. Veronika Grimm das Jahresgutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Hörsaal B im Hörsaalgebäude vor. In der darauffolgenden Woche, am 1. Dezember, findet die Ludwig Erhard Lecture mit Prof. Dr. Dr. h.c. Christoph Schmidt, Präsident des RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, statt. Prof. Dr. Dr. h.c. Christoph M. Schmidt spricht im Hörsaal C des Hörsaalgebäudes zum Thema „Welche Strukturreformen benötigt Deutschland, um im internationalen Wettbewerb erfolgreich zu sein?".
Weitere Informationen zur Ringvorlesung finden sich hier. Wir freuen uns über Ihre rege Teilnahme!

Kurz kommentiert: Der Reformherbst in der Rentenversicherung lässt auf sich warten

Michael Krause und Steffen J. Roth

Spätestens mit Renteneintritt der Boomer-Generation wird sich das Verhältnis von Rentenempfängern zu Beitragszahlern so verändern, dass Anpassungen in der umlagefinanzierten gesetzlichen Rentenversicherung (GRV) unausweichlich werden. Höchste Zeit für den Reformherbst also. – Ach so, halt, nein. Zuerst setzt die Regierung in guter Tradition eine Kommission ein, die von 2026 bis zum Frühjahr 2027 Vorschläge erarbeiten soll.

Vorläufig plant die Bundesregierung eher keine Stabilisierung des Generationenvertrags in der GRV. Es geht erneut um Maßnahmen zugunsten von Älteren und zulasten von Jüngeren. Im Gesetzentwurf vom 1.10.2025 (Drucksache 21/1929) gestalten die Koalitionäre die „Mütterrente III“ und die Beibehaltung der „Haltelinie bei 48 %“ bis 2031.

Hinter der „Mütterrente III“ verbirgt sich eine nachträgliche Anerkennung von Kindererziehungsleistungen. In der GRV werden für die Erziehung von vor 1992 geborenen Kinder heute zweieinhalb Jahre Kindererziehungszeiten angerechnet (für später geborene Kinder jeweils drei Jahre). Mit dem aktuellen Vorhaben würden fortan alle Kinder mit je drei Jahren Kindererziehungszeiten gleichermaßen in die Berechnung einbezogen.

Zur Einordnung der „Haltelinie bei 48 %“ (Niveauschutzklausel) muss man zunächst die Wirkung des 2005 eingeführten „Nachhaltigkeitsfaktors“ (§ 68 SGB VI) in der Rentenformel klären. Dieser verteilt die aus der demografischen Entwicklung resultierende zusätzliche Belastung je zur Hälfte auf Beitragszahler und Rentenempfänger: gibt es weniger Beitragszahler pro Rentner, steigen die Beiträge, aber die Renten steigen auch langsamer als ohne den Nachhaltigkeitsfaktor. Die 2019 eingeführte „Haltelinie“ verhindert wiederum, dass das „Rentenniveau“[1] auf unter 48 % des durchschnittlichen Bruttoverdienstes fällt. Die „Haltelinie“ verhindert also die gleichmäßige Lastaufteilung zwischen den Generationen und sichert stattdessen ein höheres Rentenniveau. Die Haltelinie läuft dieses Jahr aus. Die Regierung plant, sie bis 2031 zu verlängern.

Billig sind solche großzügigen Gesten nicht. Der Gesetzentwurf rechnet für die Mütterrente III mit Mehrkosten von insgesamt 65 Mrd. Euro bis 2040. Diese Kosten reduzieren sich im Zeitablauf, da immer weniger Rentnerinnen und Rentner profitieren werden. Die Belastungen des Bundeshaushalts für einer Verlängerung der „Haltelinie bei 48 %“ werden im Gesetzentwurf mit 3,6 Mrd. Euro (2029), 9,3 Mrd. Euro (2030) und 11 Mrd. Euro (2031) angegeben.

Wer diese insgesamt 89 Mrd. Euro zugunsten von Rentnerinnen und Rentnern bzw. rentennahen Erwerbstätigen für vergleichsweise günstig hält, täuscht sich jedoch gewaltig. Nach derzeitigem Stand würde zusätzlich ein Niveaueffekt mitverabschiedet: Ohne Verlängerung der Haltelinie würde das Rentenniveau nicht bis 2031 bei 48 % gesichert, sondern auf 47 % absinken. Startet die „Standardrentnerin“ 2031 aber mit einer um ein Prozent höheren Rente, kostet diese Niveauverschiebung auch in weiterer Zukunft jedes Jahr viele Milliarden Euro. Der Gesetzesentwurf rechnet für die Haltelinien-Effekte für 2035 mit 13,2 Mrd. Euro und für 2040 mit 15,1 Mrd. Euro. Allein bis 2040 dürften sich die Mehrkosten für die Wahlgeschenke in der GRV auf über 200 Mrd. Euro summieren.

Hoffentlich kommt 2027 ein Reformherbst für die Rentenversicherung mit anderer Windrichtung.

[1] Dabei bezieht sich das „Rentenniveau“ als Rechengröße auf eine fiktive Modellrentnerin, die 45 Jahre lang zum Durchschnittsverdienst sozialversicherungspflichtig erwerbstätig war und die „Standardrente“ bezieht. Eine Sicherung der 48 % ohne höhere Belastung der Jüngeren, etwa durch ein höheres Renteneintrittsalter, wurde nicht erwogen.

Die Interaktion von Fiskal- und Geldpolitik: Ohne Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen keine Preisstabilität

Michael Krause

Noch ist die Staatsverschuldung Deutschlands in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bei 65% im internationalen Vergleich gering. International sind sehr hohe Verschuldungsquoten zu verzeichnen, wie in den USA bei 125% und Japan bei 230%. Im Durchschnitt der Mitgliedsstaaten der Eurozone liegt die Verschuldung bei etwa 88%. Vereinzelt liegen Mitgliedsstaaten deutlich darüber, wie zum Beispiel die großen und dadurch auch einflussreichen Länder Frankreich (115,8% des BIP im 2. Quartal 2025) oder Italien (138,3% des BIP im 2. Quartal 2025). Die Tendenz der Verschuldung ist fast überall steigend und gilt längst auch für Deutschland, wo laut Internationalem Währungsfonds (IWF) eine Schuldenquote von 75% im Jahre 2030 zu erwarten ist. Vergleichbare Größenordnungen gab es historisch bisher nur in den Phasen nach den beiden Weltkriegen. Aus dieser geschichtlichen Beobachtung bieten sich unbequeme Lehren an. Der Weg des ehemaligen Deutschen Reichs zur Lösung seiner Schuldenprobleme beispielsweise ist hinlänglich bekannt: Hyperinflation. Aber auch nach dem zweiten Weltkrieg wurden hohe Schuldenstände teilweise durch Inflation reduziert, im Regelfall begleitet von Maßnahmen finanzieller Repression wie Kapitalverkehrskontrollen.

Heute treibt auch in Deutschland eine Gemengelage unterschiedlicher Ursachen die Schulden nach oben. Fiskalische Stabilisierungspakete während der Corona-Krise, hohe Energiekosten infolge des Kriegs in der Ukraine und der Energiewende sowie nicht zuletzt neue Herausforderungen in der Handelspolitik führten und führen zu steigenden Haushaltsdefiziten. Hinzu kommen strukturelle Schwächen, die hohe Ausgaben bedingen: In Deutschland insbesondere eine marode Infrastruktur und die Wiederherstellung der Verteidigungsfähigkeit. Es offenbart sich ein Investitionsstau, dessen Auflösung über viele Jahre währende Anstrengungen erfordert. Nicht zuletzt und nicht zufällig fallen diese Bedarfe in eine Zeit sehr schwacher wirtschaftlicher Dynamik: seit 2019 herrscht Nullwachstum.

Angesichts dieser Herausforderungen ist es nachvollziehbar, dass die Parteien nach der vorgezogenen Bundestagswahl noch in der Sondierungsphase und damit in der letzten Wahlperiode zügig eine Lockerung der deutschen Schuldenbremse verabschiedet haben. Die Mehrheitsverhältnisse nach der Konstituierung des neuen Bundestages eine Woche später hätten andernfalls womöglich zu einer Blockade größerer Ausgaben führen können. In der Tat schien die Schuldenbremse zu streng, um notwenige Infrastrukturinvestitionen und die Wiederherstellung der Verteidigungsfähigkeit in angemessener Zeit zu ermöglichen. Allen Beteiligten im Parlament, allen Wissenschaftlern und der großen Mehrheit der Journalisten war dennoch klar, dass mit diesem gewaltigen Schritt auch die Gefahr auf der Hand lag, Teile des normalen Haushalts und großzügige Wahlversprechen auf anderen Gebieten durch Schulden zu finanzieren. Leider bleibt bislang tatsächlich die Hoffnung unerfüllt, die Regierungsparteien könnten sich durch eine reine Selbstdisziplinierung davon abgehalten fühlen, die neuen Spielräume für weitere Ausgaben auszunutzen.

Unabhängig von den oben genannten Herausforderungen, deren Bewältigung einen hohen Ausgabenbedarf nach sich zieht, schwelt im Hintergrund außerdem seit vielen Jahrzehnten die Frage, wie die sich aus der Demographie ergebenen Ausgabenzwänge bewältigt werden sollen.

Immerhin steigt der Altenquotient, der das Verhältnis der Personen ab 65 Jahren zu 100 Personen im erwerbsfähigen Alter (hier: 20 bis 64 Jahre) beschreibt, aufgrund von steigender Lebenserwartung und niedriger Geburtenzahlen in beeindruckender Weise an. So hat er sich beispielsweise von 1950 bis 2024 exakt verdoppelt. Kamen 100 Personen im Erwerbsalter 1950 noch für 16 ältere Mitbürgerinnen und Mitbürger auf, standen 100 Personen im Erwerbsalter im Jahr 2024 bereits 32 Bürgern im Alter von mindestens 65 Jahren gegenüber. In den 2030er Jahren steht der Übergang der sogenannten Babyboomer-Generation in den Ruhestand bevor. Berechnungen weisen auf die ab diesem Zeitraum dramatisch ansteigenden Ausgaben für die Rentenversicherung hin. Offiziellen Schätzungen[2] zufolge wird der Altenquotient (definiert hier als Personen ab 67 Jahre pro 100 Personen im Alter von 20 bis 66 Jahren) voraussichtlich schon 2030 zwischen 40,3 und 42,7 liegen. Bis 2040 wird der Wert auf zwischen 42,6 und 48 ansteigen. Da aller Voraussicht nach die Defizite der Rentenversicherung auch in Zukunft aus dem Bundeshaushalt ausgeglichen werden, lässt sich dieser Themenkomplex nicht von der Problematik der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen trennen.[3]

Ziel dieses Wirtschaftspolitischen Impulses ist es, von einer einfachen Darstellung der Dynamik der Staatsfinanzen ausgehend, zu verdeutlichen, wie eine steigende Staatsverschuldung und fehlende Glaubwürdigkeit der Fiskalpolitik zu einer Situation führen können, in der selbst eine unabhängige Zentralbank ihr Ziel der Preisstabilität aufgibt. Dann bleiben nur Schuldenschnitt oder hohe Inflation, was mit hohen sozialen und politischen Kosten einhergeht.

Zunächst folgt eine kurze Darstellung der wesentlichen Zusammenhänge zwischen Geld- und Fiskalpolitik. Darin soll deutlich werden, warum eine nachhaltige Fiskalpolitik es der Zentralbank ermöglicht, ihr Mandat der Preisstabilität zu erfüllen. In diesem Kontext wird auch zwischen investiven und konsumtiven Ausgaben unterschieden und die Rolle von Wachstum beleuchtet. Danach folgt eine detailliertere mathematische Darstellung, die technisch verdeutlicht, von welchen Faktoren eine nachhaltige Fiskalpolitik abhängt. Drittens werden die Grenzen aufgezeigt, die der Geldpolitik der Zentralbank gesetzt sind, sowie zwei Entwicklungsszenarien diskutiert.

Insgesamt soll die Darstellung einordnen helfen, welche Aspekte der öffentlichen Diskussion und politischen Kommunikation wesentlich für eine erfolgreiche Wirtschaftspolitik sind und worauf geachtet werden soll.

Die Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik

Je höher ein Staat verschuldet ist, desto größer ist der Anteil der Staatseinnahmen, der jedes Jahr aufgewendet werden muss, um die Zinsforderungen der Gläubiger zu bedienen. Das bedeutet zugleich, dass der fiskalische Spielraum für andere Ausgaben wie Soziales, Investitionen oder Verteidigung umso geringer wird, desto höher die Zinslast ausfällt.

Hinzu kommt eine erhebliche Unsicherheit über die tatsächliche Höhe der Ausgaben für Zinszahlungen. Während bei niedrigen Schulden Zinsschwankungen kaum zu Buche schlagen und so der Staatshaushalt stabiler ist, kann bei hohen Schulden die Ausgabenlast nach oben schnellen, wenn die kurzfristigen Leitzinsen der Zentralbank steigen, oder langfristige Zinsen in den Finanzmärkten nach oben korrigiert werden. Wir erleben derzeit so eine Phase. So waren beispiels-

2 Aus der 15. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamtes (2022).

3 Siehe hierzu den Kölner Impuls zur Wirtschaftspolitik Nr. 4/2023, Demographie und (Hyper-)Inflation, dessen Aktualität noch zugenommen hat. Siehe auch die vom Wissenschaftlichen Beraterkreis Wirtschaftspolitik jüngst vorgestellten Vorschläge zur Reform der Rentenversicherung: Die gesetzliche Rentenversicherung: Diagnose und Therapie im Jahr 2025, auf der Website des Wirtschaftsministeriums.

weise die Zinszahlungen des Bundes in der Niedrigzinsphase auf knapp unter 3 Mrd. Euro gefallen, haben aber in 2024 beispielsweise wieder ein Niveau von 40 Mrd. Euro erreicht.[4] Angesichts eines Ausgabenvolumens von insgesamt 476,8 Mrd. Euro im Jahr 2024 ein beträchtliches Volumen.

Wenn nun der Staat steigende Zinszahlungen nicht durch Verringerung der übrigen Ausgaben oder Erhöhung der Einnahmen auffangen kann oder will, muss er notwendigerweise neue Schulden aufnehmen. Dies verstärkt die Zinslast und engt den Haushaltsspielraum weiter ein.

Geldpolitik und Fiskalpolitik können daher nicht unabhängig voneinander gedacht werden. Denn mit jeder Leitzinserhöhung steigt der Druck auf den Staatshaushalt. Selbst wenn die Zentralbank institutionell unabhängig ist und ihre Entscheidungen nur am Mandat der Preisstabilität ausgerichtet sein sollen, wird sie die Situation des Staatshaushalts nicht ignorieren können. Je höher die Schulden sind, desto größer wird die Versuchung, auf Inflationsanstiege nicht allzu schnell und nicht mit allzu harten Maßnahmen zu reagieren. Im Extremfall bleibt die Zentralbank passiv und überlässt die Inflationsbestimmung fiskalpolitischen Erwägungen.

Zudem kann auch direkter Druck ausgeübt werden, die Zinsen langsamer zu erhöhen, als es aus Sicht der Preisstabilität erforderlich wäre. Wenn auch nur informell. In den USA ist eine solche Einflussnahme der Regierung auf den Zentralbankrat schon zu beobachten und manche Beobachter halten auch das Abstimmungsverhalten im EZB-Rat bereits für von nationalen Interessen der hochverschuldeten Euro-Mitgliedsländer beeinflusst.

Die Erwartung, dass die zusätzlichen Staatsausgaben zu keinem erheblichen Anstieg der Verschuldung führen, liegt in den erhofften Wachstumseffekten begründet. Vor der Wahl wurden hohe Wachstumsraten als Folge von Investitionsbooster und investiven Ausgaben angekündigt. Ebenso sollten strukturelle Maßnahmen wie Bürokratieabbau und Deregulierung Investitionen und Wachstum anstoßen. Nach der Wahl scheint der Schwerpunkt eher auf konsumtiven Ausgaben zu liegen, z. B. auf der Gewährung weiterer Leistungen aus der Rentenversicherung.

Grundsätzlich können staatliche Maßnahmen auf drei Wegen das Wachstum beschleunigen. Kurzfristig können konsumtive und investive, also auf die Zukunft gerichtete Ausgaben, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöhen und damit Produktion „ankurbeln“. Allerdings ist nur von investiven Ausgaben ein Anstoßeffekt zu erwarten, da konsumtive Ausgaben die Produktion höchstens temporär erhöhen.[5]

Um wesentliche Effekte auf Wachstum zu erzielen, müssen Maßnahmen eine wirklich nachhaltige Ausweitung des Produktionspotentials zur Folge haben. Dies kann zunächst einmal über staatliche Investitionen in Infrastruktur geschehen, da eine gut funktionierende Infrastruktur es Unternehmen und Haushalten erlaubt, ihren wirtschaftlichen Aktivitäten produktiver nachzugehen. Man denke nur an den Verkehrssektor. Am augenfälligsten ist insbesondere die längst sprichwörtlich gewordene Deutsche Bahn. Deren Ausfälle sind nicht nur ein Ärgernis, sie bringen vielmehr erhebliche Friktionen für den Wirtschaftsablauf mit sich. Hinzu kommen auch die im Zuge der Erneuerung und der Digitalisierung des Bahnnetzes notwendig werdenden temporären Schließungen von Verbindungen. Die mittlerweile sehr hohe Unpünktlichkeit der Deutschen Bahn erschwert auch die Vernetzung mit dem Ausland.

4 BMF-Monatsbericht Januar 2025.

5 Man könnte dauerhafte Effekte auf das Produktionspotential erhoffen, wenn Unternehmen davon ausgehen, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage höher ist und entsprechend Kapazitäten aufbauen. Damit ein ausreichendes Steueraufkommen zu generieren, das den Stimulus finanziert, ist unwahrscheinlich.

Als weiterer Faktor wirken Anreize für Investitionen, die das Produktionspotential des Privatsektors erhöhen. Steuererleichterungen oder Subventionen für günstige Kredite können Investitionen erleichtern. Zwar ist es für den Staat schwierig zu erkennen, in welche Sektoren investiert werden sollte. Subventionen spezifischer Investitionen sind daher weiterhin skeptisch zu beurteilen und nur in Ausnahmefällen angebracht. Strukturelle Verbesserungen zur Schaffung eines Klimas und Umfelds, das es Unternehmen erleichtert, erfolgreich in neue Märkte einzudringen, erhöht aber das Produktionspotential insgesamt. Damit steigt das Wirtschaftswachstum und mittelfristig das Steuervolumen.

Die tatsächlich stärksten Effekte auf die Wirtschaft sind zu erwarten, wenn das Produktionsvolumen dauerhaft auf einen höheren Wachstumspfad gebracht werden kann. Dazu genügt kein alleiniges Kapazitätswachstum, also der schiere Ausbau von Betriebsanlagen. Vielmehr muss echtes Produktivitätswachstum erreicht werden, also ein stetiger Strom von Innovationen und Verbesserungen angestoßen werden, der dann seinerseits auch Kapazitätswachstum nach sich zieht. Nur so lässt sich nachhaltiges Wirtschaftswachstum generieren. Hierfür bedarf es eines Umfelds, das Forschung und Entwicklung fördert, und es auch so Firmen ermöglicht, mit neuen und besseren Produkten in den nationalen und internationalen Märkten zu bestehen.[6] Produktivitätsfortschritte führen zugleich zu einem stärkeren Lohnwachstum und kommen so direkt der arbeitenden Bevölkerung zugute, nicht nur durch die besseren Produkte oder die größere Auswahl. Zur Forschungsförderung stehen viele Instrumente zur Verfügung und die Wirtschaftswissenschaft hat deren Wirksamkeit inzwischen ausführlich untersucht. [7]

Nicht zuletzt führt Forschung und Entwicklung auch zu einem effizienteren Ressourceneinsatz. Dies hilft nicht nur ökonomisch zur Wohlstandserhöhung durch die Ermöglichung einer besseren Versorgung der Bevölkerung mit Gütern und Dienstleistungen, sondern unterstützt auch das Bemühen, ökologisch nachhaltiger mit den natürlichen Ressourcen umzugehen.

Die Arithmetik des Staatshaushalts

In diesem Abschnitt wird die Bestimmung der Schuldendynamik anhand der Buchhaltungsgleichung der Regierung dargestellt. Hierfür werden einige Abkürzungen eingeführt, die helfen, die Darstellung kompakt und übersichtlich zu halten.

Die relevanten Variablen für den Finanzminister sind das in Geldeinheiten (hier: Euro) gemessene Schuldenvolumen (B), die Staatsausgaben (A) und die Steuereinnahmen (S), sowie der Zins (i). Wenn man den Zeitpunkt der Erfassung mit t bezeichnet, ergibt sich für die Änderung der Staatsschuld vom Vorjahr t-1 zum laufenden Jahr t:

$$B_t - B_{t-1} + S_t = i_{t-1}B_{t-1} + A_t.$$

Die Staatsausgaben und die Kosten für den Schuldendienst, also die Verzinsung der Schulden, können durch Steuereinnahmen oder zusätzliche Schulden finanziert werden.

Da die Gleichung in nominalen Größen ausgedrückt ist, und auch keinen Bezug zum Volumen der Wirtschaftsaktivität eines Landes herstellt, lohnt es sich, sie relativ zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) in reale Größen umzuschreiben. Hierzu dividiert man durch das nominale BIP, also reales BIP (Y) multipliziert mit dem Preisniveau (P):

6 Die jüngst mit dem Alfred-Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften prämierten Forschungsarbeiten von Joel Mokyr, Philippe Aghion und Peter Howitt haben die Ursprünge und zentrale Bedeutung von Innovationen für anhaltendes Wirtschaftswachstums hervorgehoben.

7 Siehe hierzu auch den Kölner Wirtschaftspolitischen Impuls Nr. 6/2022 von Sebastian Siegloch, der zeigt, wie steuerliche Anreize für Innovationen wirken können.

$$\frac{B_t}{P_tY_t} - \frac{B_{t-1}}{P_tY_t} = \frac{i_{t-1}B_{t-1}}{P_tY_t} + \frac{A_t}{P_tY_t} - \frac{S_t}{P_tY_t}.$$

Mit der Definition der Verschuldung relativ zur Wirtschaftsleistung $b_t \equiv \frac{B_t}{P_tY_t}$, der Inflationsrate $\pi_t \equiv \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$, und der Wachstumsrate der Wirtschaft $w_t \equiv \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}}$ lässt sich dann die Haushaltsgleichung umschreiben als

$$b_t = b_{t-1}\frac{1 + i_{t-1}}{(1 + \pi_t)(1 + w_t)} + a_t - s_t,$$

wobei *a* und *s* analog die realen Staatsausgaben bzw. Steuereinnahmen relativ zum BIP bezeichnen. [8]

Aus dieser Gleichung für die Schuldenquote *b* lassen sich weitere wichtige Einsichten gewinnen.

Erstens, eine höhere Verzinsung lässt die Schuldenquote ansteigen, sofern Inflation und Wachstum unverändert bleiben. Zweitens, bei gegebener Verzinsung reduziert Inflation die Verschuldungsquote, da der Realwert der ausstehenden Schulden fällt. Drittens, bei gegebenem Zins reduziert ein höheres Wirtschaftswachstum die Verschuldungsquote, da der Schuldenstand relativ zur Wirtschaftsleistung fällt. [9]

Diese Zusammenhänge könnten zu der trügerischen Erwartung führen, zwecks Schuldenkontrolle die Zinsen, die Inflation oder das Wachstum in geeigneter Weise anpassen zu können, um so den Mühen einer Haushaltskonsolidierung über Einnahmen oder Ausgaben auszuweichen. Zum Beispiel könnte man versuchen die Zinsen niedrig zu halten, um die Inflation etwas mehr als üblich ansteigen zu lassen. Tatsächlich könnte dies kurzfristig gelingen. Systematisch wird dies aber nicht gelingen, da Zinsen, Inflation und auch Wachstum langfristig in einem engen Zusammenhang stehen.

Die sehr kurzfristigen Zinsen werden durch die Zinspolitik der Zentralbank bestimmt, die damit auf langfristige Zinsen wirken will, um private ökonomische Entscheidungen wie Investitionen und Konsum zu beeinflussen. Diese langfristigen Zinsen hängen wiederum von Zins-, Inflations- und Wachstumserwartungen der Akteure in den Finanzmärkten ab. Zusätzlich wirkt Unsicherheit auf die Bepreisung von Schuldentiteln, da bei höherer Unsicherheit auch höhere Risikoprämien gezahlt werden müssen. Insofern sind Leitzinsen und langfristige Kapitalmarktzinsen mittelbar miteinander verknüpft.

Für die Bepreisung von Staatsanleihen, und damit ihrer Verzinsung, gilt, dass der am Markt gebildete Zins Investoren sowohl für die zeitweise Aufgabe ihrer Mittel kompensieren muss (durch die reale Verzinsung) als auch für die Inflation, die während der Laufzeit der Anleihe erwartet wird. Ist die erwartete Inflation hoch, werden Anleger einen höheren Nominalzins verlangen. Als Gleichung ausgedrückt, wird der nominale Zins wie folgt bestimmt:

$$i_t = r_t + E_t\pi_{t+1}.$$

Dabei bezeichnet *r* den Realzins und E die Erwartung der Inflation in der folgenden Periode. Dieser Zins wird auch als der ex-ante Zins bezeichnet, da er festgelegt wird, bevor sich die zukünftige Inflation realisiert hat.

[8] Von $\frac{B_{t-1}}{P_tY_t}$ kommt man zu b_{t-1} per Erweiterung $\frac{B_{t-1}}{P_tY_t}\frac{P_{t-1}Y_{t-1}}{P_{t-1}Y_{t-1}} = \frac{B_{t-1}}{P_{t-1}Y_{t-1}}\frac{P_{t-1}Y_{t-1}}{P_tY_t} = b_{t-1}\frac{1}{1+\pi_t}\frac{1}{1+w_t}$

[9] Wer die Möglichkeit der monetären Staatsfinanzierung in die Betrachtung einbeziehen möchte, kann dies entweder durch eine breitere Definition von B als Summe von Geldmenge und staatlichen Schuldentiteln erreichen, oder durch die Berücksichtigung der Bilanz der Zentralbank, die mittels neu geschaffenen Geldes, einen Teil der öffentlichen Schuldentitel aufkauft.

Es ergibt sich unmittelbar, dass Inflation die Staatsverschuldung nur dann beeinflussen kann, wenn sie von jener Inflation abweicht, die bei der Festlegung der Verzinsung der Schulden erwartet wurde. Identische ex-ante und ex-post Verzinsungen haben keinen Einfluss auf den Realwert der Schulden. So ist der nominale Zinssatz, der in der Vorperiode festgelegt wurde, unveränderlich und hängt von den Bedingungen und Erwartungen der Vorperiode ab:

$$i_{t-1} = r_{t-1} + E_{t-1}\pi_t$$

Mithilfe der Annäherung $(1+\pi_t)(1+w_t) \approx 1 + \pi_t + w_t$ lässt sich der Term nach b_{t-1} in der Schuldengleichung umschreiben als:

$$\frac{1+i_{t-1}}{(1+\pi_t)(1+w_t)} \approx \frac{1+r_{t-1}+E_{t-1}\pi_t}{1+\pi_t+w_t}$$

Man erkennt hier auf andere Weise, dass nur überraschende, nicht erwartete Inflation die Staatsverschuldung reduzieren kann. Ankündigungen oder die Befürchtung einer erhöhten Inflation würden schon in der Gegenwart zu steigenden Nominalzinsen führen, und so die Absicht konterkarieren, die Verschuldung mittels Inflation zu reduzieren.[10]

Eine letzte Definition, die an dieser Stelle noch einzubringen ist, betrifft den Realzins, der von einer allgemeinen Diskontrate und der erwarteten Wachstumsrate abhängt:

$$r_t = \rho + E_t w_{t+1}$$

Auch die von Investoren verlangte Realverzinsung ist von weiteren Faktoren abhängig. Zum einen ist davon auszugehen, dass Ersparnisse nur dann für Investitionen im Finanzmarkt zur Verfügung gestellt werden, wenn sie eine gewisse Kompensation erhalten. Diesen Gedanken spiegelt die Diskontrate ρ wider. Zusätzlich macht Wirtschaftswachstum, in dem Maße, wie es private Haushalte erreicht, das Sparen weniger attraktiv. Dies liegt daran, dass ein zukünftig höher erwartetes Einkommen einen Vermögenseffekt auslöst, der die Bereitschaft zu sparen reduziert und dem durch höhere Realverzinsung entgegengewirkt werden muss.

Für die Möglichkeit, die Schuldenquote durch Wachstum zu reduzieren, ergibt sich deshalb ganz ähnlich zu den oben für die Inflation gezeigten Effekten, dass Wachstum nur insofern einen schuldenmindernden Effekt haben kann, wenn die Wachstumsrate überraschend höher ist als bei Ausgabe und Bepreisung der Schulden erwartet. Wenn hingegen die Wirtschaft und damit die Einkommen wie erwartet wachsen, ergibt sich kein solcher Effekt.

In einer Welt der offenen Finanzmärkte und internationalen Kapitalmobilität können sich aufgrund verschiedener komplexerer Dynamiken günstige Konstellationen ergeben, die es ermöglichen, dass die Staatsverschuldung mit dem Wachstum fällt oder zumindest weniger stark steigt. So sind die Realzinsen global in den letzten Jahrzehnten tendenziell gefallen, während die Wachstumsraten (noch) hoch waren. Eine Erklärung waren die sehr hohen Mittelzuflüsse aus China, die die globale Ersparnis erhöht und damit die Zinsen gedrückt haben. Für die Empfängerländer dieser Ersparnisse, wie die USA, ergab sich so eine Situation, in der der Zinssatz *r* unter der Wachstumsrate *w* lag. Haushalte und Staat konnten sich da-

10 Siehe Krause, Michael, und Stèphane Moyen (2016): Public Debt and Changing Inflation Targets. American Economic Journal: Macroeconomics, für eine Untersuchung der Frage, in welchem Maße die Staatsverschuldung weg-inflationiert werden kann, wenn ein realistischer Teil der Schulden mit langlaufenden Staatstiteln finanziert sind, deren Zinsen also bis zur Fälligkeit festgelegt sind. Im Ergebnis zeigt sich bei realistischer durchschnittlicher Laufzeit ein eher geringer Effekt.

mit höheren Konsum und höhere Ausgaben insgesamt leisten, während gleichzeitig die Schuldenquote weniger stark anstieg.[11]

Die Geldpolitik der Zentralbank stößt an Grenzen

Kommen wir nun zu der Frage, wie sich Geld- und Fiskalpolitik gegenseitig beeinflussen, ja bedingen. Hierzu gehen wir nun zur Vereinfachung davon aus, dass die Schuldentitel ausschließlich kurze Laufzeiten haben und dass die Zentralbank diese durch ihre Zinspolitik maßgeblich kontrollieren kann.

Typischerweise wird angenommen, dass die Zentralbank mehr als proportional auf die Inflationsrate reagiert. Das heißt, wenn die Inflationsrate um ein Prozent steigt, wird der Nominalzins um mehr als ein Prozent angehoben. In der Praxis sind die kurzfristigen Zinsschritte kleiner, aber mittelfristig wird dieser Logik gefolgt. Denn nur so lässt sich der tatsächliche Realzins senken und so Konsum und Investitionen stimulieren.

Mathematisch ausgedrückt würde eine solche Zinsregel wie folgt aussehen:

$$i_t = \phi \pi_t$$

mit $\phi > 1$. Häufig wird angenommen, dass die Zentralbank auch auf die konjunkturelle Lage reagiert. Dies wird durch einen zweiten Term dargestellt, durch den das Verhältnis von tatsächlicher zu potenzieller gesamtwirtschaftlicher Produktion (also die sogenannte Outputlücke) auch einen Einfluss auf die Zinsentscheidung hat.

Unter diesen Annahmen lassen sich die Rolle der Geldpolitik für die Fiskalpolitik und die Rolle der Fiskalpolitik für die Geldpolitik gut darstellen. Nehmen wir an, die Staatsverschuldung ist bereits hoch und die Inflation steigt. Eine Ursache könnte ein Kostenschock sein, wie er z. B. durch eine plötzliche Energieknappheit ausgelöst würde. Der Effekt lässt sich an der Haushaltsgleichung erkennen:

$$b_t = b_{t-1} \frac{1 + i_{t-1}}{(1 + \pi_t)(1 + w_t)} + a_t - s_t,$$

Der Anstieg der Inflation π ist aus Sicht der Regierung wünschenswert, weil er den Realwert der Schulden unmittelbar senkt. Allerdings wird die Reaktion der Zentralbank auf diese Inflation zu einer noch stärkeren Erhöhung der Zinsen auf die neu aufzunehmenden Schulden führen. In der Folgeperiode wird also der Schuldendienst steigen und bei gleichbleibendem Primärüberschuss (oder -defizit) zu einem Anstieg der Staatsverschuldung führen.

Idealerweise würde eine Regierung die Ausgaben zurückfahren oder die Einnahmen erhöhen, um von ihrer Seite aus dem Schuldenanstieg entgegenzuwirken. Je größer aber der politische Widerstand gegen solche Schritte erwartet wird, desto unwahrscheinlicher wird der dazu notwendige politische Mut. Wird jedoch auf Konsolidierungsmaßnahmen verzichtet, erhöht dies den Druck, die Schulden weiter zu erhöhen. Was wiederum den Anteil des Budgets erhöht, der für den Schuldendienst aufgewendet werden muss. Kann der Schuldendienst nicht zuverlässig aus dem bestehenden Haushalt geleistet werden, steigen auch aus diesem Grund die Schulden weiter.

Wie lange kann diese Dynamik fortgesetzt werden? Hier sind verschiedene Szenarien denkbar. Gläubiger könnten entscheiden, keine staatlichen Schuldentitel mehr zu halten. Dies wird wahrscheinlich, wenn deutlich wird, dass die Schulden in absehbarer Zeit nicht mehr durch Haushaltsüberschüsse bedient werden können. Potenzielle Gläubiger werden dann ihr Kapital stattdessen in

11 Siehe dazu die Diskussion in Blanchard, Olivier (2019): Public Debt and Low Interest Rates. American Economic Review 109(4)

andere Anlagen umschichten oder mehr konsumieren, was weiteren Inflationsdruck auslöst. In Ermangelung von Nachfrage nach Staatspapieren werden die Zinsen auf die Schulden weiter steigen müssen, um diese doch noch am Markt platzieren zu können.

In der Eurozone wollten internationale Investoren während der Staatsschuldenkrise 2012 beispielsweise die auf Euro lautenden Staatspapiere abstoßen und ihre Mittel aus der Eurozone abziehen. Der Wechselkurs wäre vermutlich abgestürzt, wenn die EZB nicht durch ihre Ankündigung stabilisierend eingegriffen hätte, den Euro in jedem Fall zu retten. Dies konnte sie damals noch glaubwürdig tun, da die Schuldenstände in der Eurozone vergleichsweise gering waren.

Wenn die Zentralbank hingegen im zweiten Szenario eine Spirale steigender Zinsen und Schulden unterbrechen will, muss sie letztendlich ihre Zinspolitik aufgeben. Sie erhöht dann die nominalen Zinsen um weniger als den Inflationsanstieg und belässt damit die Realzinsen niedrig. Dann wird die Inflation beschleunigt ansteigen und somit den realen Schuldenstand wieder auf ein Maß reduzieren, das langfristig finanzierbar ist. So würde die Inflation, und nicht die Haushaltspolitik, den Schuldenstand stabilisieren.

Die Zentralbank kann nicht mehr ihrem Mandat getreu handeln, weil ihr die Fiskalpolitik eine Inflationskontrolle ohne weiteren Anstieg der Staatsverschuldung unmöglich macht. Eine Weile mag sie gegenhalten, aber letztendlich ist es in diesem Szenario der sogenannten Fiskalischen Dominanz die Zentralbank, die ihren Versuch aufgeben muss, einer Inflation mit Zinserhöhungen entgegenzuwirken.

Ausblick

Bislang galt Deutschland für die Finanzmarktteilnehmer als einer der wenigen sicheren Häfen, in dem Geld in Zeiten hoher Unsicherheit angelegt wurde. Dies hat für die Bundesregierung zu den niedrigsten Finanzierungskosten weltweit geführt. Gleichzeitig hat es implizit zur Stabilität des Euro beigetragen, da sichere Anlagemöglichkeiten in der Eurozone zu finden waren. Dieser Status ist gefährdet, denn der deutsche Staatshaushalt läuft zurzeit mit unverminderter Geschwindigkeit auf eine immer höhere Staatsverschuldung zu.

Die jüngsten Haushaltsplanungen sind insbesondere aus struktureller Sicht äußerst bedenklich, da die zugrundeliegenden Ausgaben nicht einfach wieder reduziert werden können. Diese steigenden laufenden und zukünftigen Ausgaben generieren dabei gleichzeitig keine nennenswert höheren Einnahmen durch höheres, nachhaltiges Wachstum. Aber selbst im Falle höheren Wachstums und damit höherer Einkommen werden Ausgabenverpflichtungen wie die aus der Rentenversicherung nicht gemindert, da diese nicht nur an das Preisniveau, sondern an das mit dem Produktivitätswachstum steigende Lohnniveau gekoppelt sind.

Für einen Richtungswechsel muss die Politik Innovationen und Investitionen erleichtern, um das Produktivitätswachstum und das Produktionspotential nachhaltig zu erhöhen. Mittelfristig würden dann auch Beitrags- und Steuereinnahmen wachsen können, ohne dass Einzelne weiter belastet werden müssten.

Literaturverzeichnis

Blanchard, O. (2019). Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*, 109(4), 1197–1229. https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197

Bundesministerium der Finanzen. (2025). *BMF-Monatsbericht Januar 2025*. https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/Monatsberichte/2025/monatsbericht-2025-01.pdf?__blob=publicationFile&v=6

Grimm, V., et al. (2025). *Die gesetzliche Rentenversicherung: Diagnose und Therapie im Jahr 2025*. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie. https://www.bundeswirtschaftsministerium.de/Redaktion/DE/Downloads/P-R/rente_2025.pdf?__blob=publicationFile&v=8

Krause, M. (2023). Demographie und (Hyper-)Inflation. *Kölner Impuls Zur Wirtschaftspolitik*, 4/2023. https://iwp.uni-koeln.de/sites/iwp/Dokumente/04_Publikationen/Koelner_Impulse_zur_Wirtschaftspolitik/Koelner_Impulse_zur_Wirtschaftspolitik_2023_04.pdf

Krause, M., & Moyen, S. (2016). Public Debt and Changing Inflation Targets. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8(4), 142–176. JSTOR. https://doi.org/10.2307/26156443

Siegloch, S. (2022). Steuerliche Anreize für Innovationen wirken. *Kölner Impuls Zur Wirtschaftspolitik*, 6/2022. https://iwp.uni-koeln.de/sites/iwp/Dokumente/04_Publikationen/Koelner_Impulse_zur_Wirtschaftspolitik/Koelner_Impulse_zur_Wirtschaftspolitik_2022_06_.pdf

Statistisches Bundesamt. (2024). *15. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung*. https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Bevoelkerungsvorausberechnung/begleitheft.html

IMPRESSUM

Abbildung S.1:
https://pixabay.com/de/photos/geld-wirtschaft-m%C3%BCnzen-w%C3%A4hrung-6351791/

Autorenkontakt:

Prof. Michael Krause, Ph.D.
Tel. 0221 / 470-2624
michael.krause@wiso.uni-koeln.de

Herausgeber:

Institut für Wirtschaftspolitik
an der Universität zu Köln
Pohligstr. 1
50969 Köln
Tel. 0221 / 470-5347
Fax 0221 / 470-5350

Redaktion und V.i.S.d.P.:

Prof. Dr. Steffen J. Roth
Tel. 0221 / 470-5348
steffen.roth@wiso.uni-koeln.de