

# Wenn Staatsschulden durch Negativzinsen Erträge bringen? Einen öffentlichen Investitionssprint hinlegen

/

**Autoren: Joel Tölgyes & Oliver Picek**

Die Rendite auf neu ausgegebene österreichische Bundesanleihen sank im vergangenen Jahr erstmals in den negativen Bereich. Wie diese Analyse des Momentum Instituts mithilfe von Daten der Österreichischen Bundesfinanzierungsagentur (OeBFA) belegt, führt das aus Sicht des Staates zu einem Gewinn von EUR 37 Mio. im ersten Laufjahr. Rechnet man volkswirtschaftlich korrekt die künftige Geldentwertung mit plausiblen Inflationsraten von 1 bis 2 Prozent jährlich mit ein, dürfte der Gewinn inflationsbereinigt über die gesamte Laufzeit der 2020 neu begebenen Anleihen (in Höhe von EUR 42 Mrd.) kumuliert zwischen EUR 3,8 und 8,4 Mrd. betragen. Mit einer realen Ersparnis zwischen 9 und 20 Prozent waren die finanziellen Bedingungen für öffentliche Investitionen und staatliche Ausgaben mit Investitionscharakter historisch kaum jemals so günstig wie heute. Volkswirtschaftlich werden damit viele öffentliche Investitionsprojekte wesentlich rentabler als noch vor einigen Jahren und finanzieren sich vermehrt selbst. Eine staatlich angeschobene Investitionsoffensive ergäbe damit eine doppelte Dividende. Denn neben der Steigerung der Produktivität und der Produktionsmöglichkeiten durch Investitionen benötigt eine durch Corona geschwächte Wirtschaft staatliche Ausgaben zur Wiederbelebung der Konjunktur in den nächsten Jahren. Ein öffentlicher Investitionsfonds könnte die Investitionsschwäche der vergangenen Jahre überwinden und einen Sprint durch öffentliche Investitionen auf der Laufbahn Richtung Zukunft hinlegen.

## / Handlungsempfehlungen

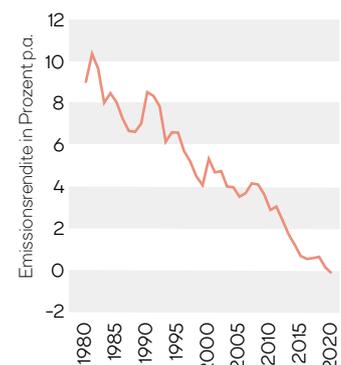
Erichtung eines anleihefinanzierten staatlichen Investitionsfonds als Schlüssel für mehr öffentliche Zukunftsinvestitionen:

/ Erhebung des öffentlichen Investitionsbedarfs.

/ Transparente Auswahl, Bewertung und Finanzierung konkreter Investitionsprojekte.

/ Koordination & Unterstützung von unterschiedlichen Stakeholdern, wie Gebietskörperschaften und ausgelagerten Einheiten.

## Emissionsrenditen von Bundesanleihen



## / Einleitung

Niedrigzinsen, Nullzinsen und sogar Negativzinsen auf staatliche Anleihen bringen eine „neue finanzielle Normalität“ und stellen die bekannte Logik in der Debatte um staatliche Verschuldung auf den Kopf. Während Staatsverschuldung bisher mit (Zins-)Kosten verbunden wurde, bringt sie durch negative Zinsen nun sogar Erträge. Das Momentum Institut analysiert die im vergangenen Jahr (2020) neu aufgenommenen Staatsschulden der Republik Österreich. Die Handlungsableitungen der „neuen Normalität“ zeigen die Notwendigkeit für schuldenfinanzierte öffentliche Investitionen, um das Wirtschaftswachstum nach der Krise anzuschieben, das künftige Produktionspotenzial der Wirtschaft zu erweitern und die Klimakrise zu bekämpfen. Ausreichende und effektiv wirkende staatliche Ausgaben sind in den nächsten Jahren Voraussetzung, um aus der Krise und den Staatsschulden hinauszuwachsen.

## / Bundesanleihen 2020

Laut Daten der Österreichischen Bundesfinanzierungsagentur begab die Republik Österreich im vergangenen Jahr Bundesanleihen mit einem Nennwert von EUR 39,97 Mrd. (OeBFA 2020a). Da der Kaufkurs dieser Anleihen über 100% betrug, erzielte Österreich im Rahmen der Begebung der Anleihen einen Verkaufserlös von rund EUR 42 Mrd. Die „durchschnittliche“ Kuponzahlung (der mit dem Begebungsvolumen gewichtete Durchschnitt der damit verbundenen Kupons) betrug 0,43%. Insgesamt lag die Emissionsrendite (die mit dem Begebungsvolumen gewichtete durchschnittliche Gesamtanlagenrendite) aus Sicht der Anlegerinnen damit bei -0,09% pro Jahr. Die Rendite war damit erstmals in der Geschichte negativ. Aus Sicht des Staates bedeutet dies in absoluten Zahlen einen Gewinn von rund EUR 37 Mio. für das erste Laufjahr. Beachtet man, dass viele der Anleihen unterjährig, also erst während des Jahres 2020, ausgegeben wurden, so ergibt sich für das Jahr 2020 ein aliquoter Gewinn von EUR 18 Mio. Wie in Abbildung 1 ersichtlich, ist das der niedrigste jemals gemessene Wert. Auch im Jahr 2021 setzen sich die Negativzinsen fort: Bei der zuletzt ausgegebenen 10-jährigen Bundesanleihe vom 27.01.2021 betrug die Gesamtanlagenrendite -0,33%. Damit stellte Österreich sogar einen neuen „Weltrekord“ für die niedrigste Emissionsrendite für 10-jährige Staatsanleihen auf (Vorarlberg Online 2021).

### / Wie funktioniert eine Staatsanleihe?

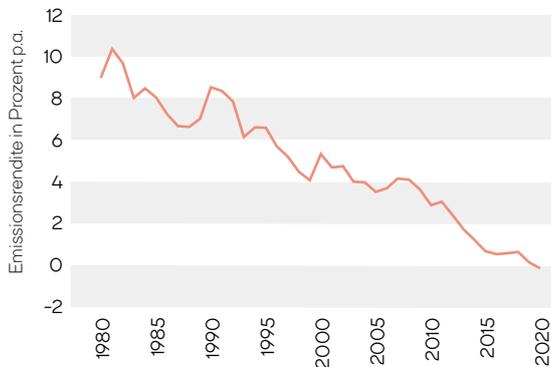
Neben Steuern nutzt die Republik Österreich verschiedene Kreditinstrumente, um notwendige Ausgaben zu finanzieren. Die Wahl dieser Instrumente hängt dabei von verschiedenen Faktoren ab. Den allergrößten Teil stellen dabei Staatsanleihen dar<sup>1</sup>. Diese Anleihen bestehen vereinfacht gesagt aus zwei Teilen: dem Nennwert und dem Kupon. Der Nennwert (auch: Begebungsvolumen) ist die Summe, die sich der Staat bei seinen Gläubigern ausborgt und nach Ende der fix vereinbarten Laufzeit zurückzahlen muss. Der Kupon ist eine jährlich wiederkehrende Zinszahlung bis zur finalen Rückzahlung der Anleihe. Damit ähneln Anleihen einem Bankkredit. Auch dort muss das ausgeborgte Geld zuzüglich Zinsen zurückgezahlt werden. Weil Anleihen Wertpapiere sind, kommt aber noch eine Besonderheit hinzu: Die vom Schuldner am Beginn der Laufzeit erhaltene Summe muss nicht unbedingt dem Nennwert der Anleihe entsprechen. Stattdessen wird bei Begebung der Anleihe ein Kaufkurs vereinbart, der den Preis der Anleihe in Prozent des Nennwerts ausdrückt.

Im Falle der österreichischen Bundesanleihen liegt der Kaufkurs der meisten Anleihen derzeit bei über 100%. Der Staat muss also am Ende der Laufzeit weniger Geld zurückzahlen, als er zu Beginn der Laufzeit erhalten hat – selbst wenn es nicht einmal Zinsen (Kupons) dafür gibt. Bei einigen älteren Anleihen liegt der Kaufkurs sogar deutlich über 100%. Der Grund dafür ist, dass die Republik diese höher verzinsten Anleihen aufstockt bzw. erweitert. Weil es so gut verzinst neue Anleihen am Markt aber nicht mehr gibt, sind die Käufer bereit, für die hohe künftige Verzinsung (hohe Kupons) mehr zu bezahlen. KäuferInnen akzeptieren somit einen Kaufkurs von über 100%, weil der Kupon über dem aktuell marktüblichen Zins plus einem Risikoaufschlag liegt.

Mithilfe der Differenz zwischen Kaufkurs und Nennwert, sowie den jährlichen Kuponzahlungen, lässt sich die sogenannte Gesamtanlagenrendite der Anleihe berechnen, die AnlegerInnen erhalten, wenn sie die Anleihe über die gesamte Laufzeit halten.

/Abbildung 1

## Emissionsrenditen von Bundesanleihen



Quelle: OeNB, OeKB, OeBFA, eigene Berechnung

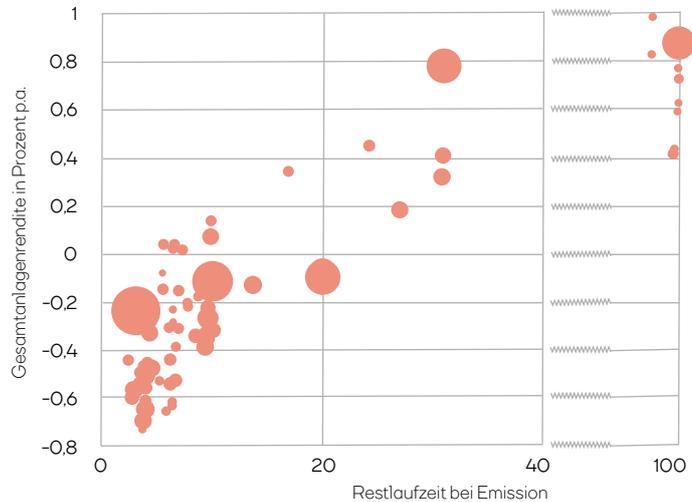
Die Laufzeit der 2020 neu begebenen Anleihen bewegt sich zwischen 2,8 und 100 Jahren, wobei die Laufzeit entweder weniger als 31 Jahre oder mehr als 97 Jahre betrug. Im dazwischen liegenden Intervall begab die OeBFA letztes Jahr keinerlei Anleihen. Die mit dem Begebungsvolumen (für eine Begriffserklärung siehe Box 1) gewichtete Durchschnittslaufzeit betrug 17,4 Jahre.

Typischerweise variiert die Gesamtanlagenrendite mit der Laufzeit. Dabei steigt die Rendite (also der Zins, den die AnlegerInnen verlangen) mit einer längeren Laufzeit aufgrund der größeren Unsicherheit bis zur Rückzahlung.<sup>2</sup> Dies wird in Abbildung 2 veranschaulicht, in der die mit dem Begebungsvolumen gewichteten Gesamtanlagenrenditen gegen die Laufzeit aufgetragen wurden. Dabei zeigt sich deutlich, dass die jährliche Gesamtanlagenrendite mit der Laufzeit zunimmt. Langfristige Anleihen kommen dem Staat also teurer als kurzfristige Anleihen, sofern die Zinssätze in der Zukunft gleichbleiben.

Zur detaillierteren Analyse haben wir in Abbildung 3 die im Jahr 2020 begebenen Anleihen nach Laufzeit gruppiert. Anleihen mit einer Restlaufzeit von weniger als 5 Jahren weisen eine Emissionsrendite von -0,42% auf. Bei Anleihen mit einer Laufzeit von 10–20 Jahren lag die Emissionsrendite bei leicht höheren -0,09%. Für Anleihen mit einer Laufzeit von mehr als 20 Jahren war die Emissionsrendite positiv. Bei Anleihen mit einer Laufzeit von mehr als 35 Jahren lag sie bei 0,8%.

/Abbildung 2

## Rendite nach Laufzeit Im Jahr 2020 emittierte Anleihen



Anmerkung: Kreisfläche zeigt Begebungsvolumen im Verhältnis zum gesamten Emissionsvolumen im Jahr 2020

Quelle: OeBFA, eigene Berechnungen

## /Inflationsbedingte Entwertung

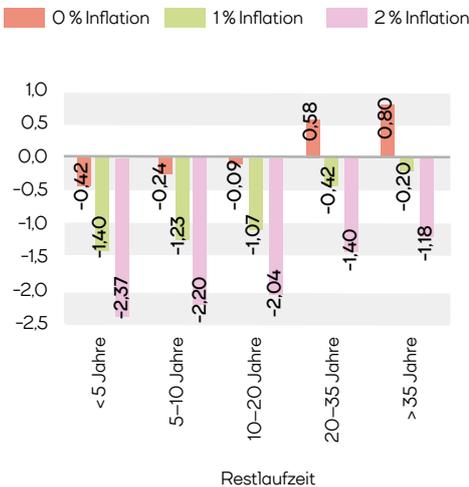
Bei den oben diskutierten Emissionsrenditen handelt es sich um nominelle Werte, also die tatsächlichen Zahlungen. Berücksichtigt man, dass die Inflation die zukünftigen Zahlungen aus der Anleihe – Zinszahlungen sowie die Rückzahlung des Nennwerts – entwertet, so zeigt sich ein noch viel deutlicheres Bild:

Bereits unter der Annahme einer mittleren Inflationsrate von 1% pro Jahr über die gesamte Laufzeit ist auch die Emissionsrendite von Anleihen mit Laufzeiten von mehr als 20 Jahren negativ. Über alle Laufzeiten hinweg würde die Emissionsrendite in diesem Fall bei -1,08% liegen. Die Preise stiegen in den vergangenen Jahren aber meist etwas stärker als 1% pro Jahr. Nimmt man eine Inflationsrate von 2% pro Jahr an, was dem Zielwert der Europäischen Zentralbank für die angestrebte jährliche Preissteigerung entspricht, so käme man auf noch niedrigere Emissionsrenditen von -2,4% bis -1,2% pro Jahr, je nach Laufzeit. Über alle Laufzeiten betrachtet würde die Emissionsrendite unter der Annahme einer jährlichen Inflationsrate von 2% bei -2,05% liegen. Eine Anlegerin, die 100 Euro angelegt hätte, würde somit im ersten Laufjahr EUR 2,05 an Kaufkraft verlieren. Im zweiten Laufjahr würde sie etwas weniger verlieren: 2,05% der dann real noch verbleibenden Summe von EUR 97,95. Den jeweils gleichen Betrag gewinnt der Staat.

/Abbildung 3

## Emissionsrenditen gestaffelt nach Restlaufzeit

Im Jahr 2020 emittierte Anleihen



Quelle: OeBFA, eigene Berechnungen

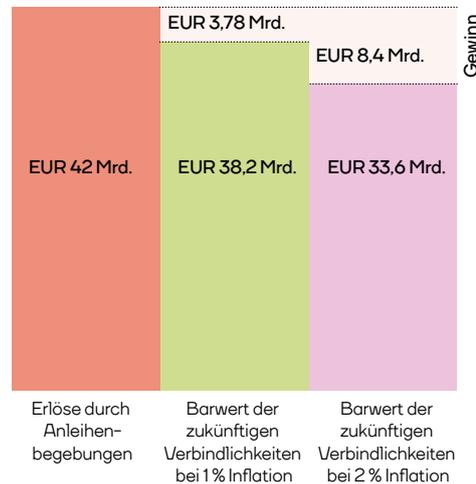
Wie viel sind all diese Zahlungen der Anleihe, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten heute oder in der Zukunft stattfinden, heute wert? Mithilfe von Inflationsannahmen lässt sich aus Sicht der Republik der sogenannte Barwert der zukünftigen Auszahlungen (Zins- und Rückzahlungen) mit den im Jahr 2020 erhaltenen Einnahmen vergleichen (siehe Abbildung 4).

Nimmt man eine Inflationsrate von 1% an, so würde dies bedeuten, dass die inflationsbereinigten Verbindlichkeiten (zukünftige Zins- und Rückzahlungen) im Zusammenhang mit den im Jahr 2020 begebenen Bundesanleihen EUR 38,2 Mrd. betragen. Dagegen hat Österreich im Jahr 2020 allerdings EUR 42 Mrd. durch die Ausgabe neuer Bundesanleihen erhalten. Der Staat hätte im vergangenen Jahr also mehr Geld erhalten, als er in der Zukunft real (gemessen an der Kaufkraft) zurückzahlen müsste. Konkret müsste Österreich nur rund 90% des erhaltenen Kapitals zurückzahlen. Die verbleibenden EUR 3,78 Mrd. stellen einen Kaufkraftgewinn für den Staat dar. Nimmt man eine Inflationsrate von 2% an, so würden die inflationsbereinigten Verbindlichkeiten noch weniger, nämlich 80% des erhaltenen Kapitals, betragen. Man käme damit auf einen realen Gewinn von EUR 8,4 Mrd. Staatliche Anleihen gibt es aus Sicht der Republik aktuell also – bildlich gedacht – zum Ausverkaufspreis mit bis zu 20% Rabatt.

/Abbildung 4

## Inflationsbedingte Wertminderung von Bundesanleihen

Im Jahr 2020 emittierte Anleihen



Quelle: OeBFA, eigene Berechnungen

### /Investitionen zahlen sich mehr aus denn je – Beispiel Wiener U-Bahn

Die Kosten der ersten Ausbaustufe der Wiener U-Bahn (U2/U5) belaufen sich laut der Stadt Wien auf rund EUR 2,1 Mrd. (ORF 2020). Dabei werden sechs neue Stationen samt den dazwischen liegenden Strecken gebaut. Angenommen dieser Ausbau würde nun durch neu ausgegebene Anleihen der OeBFA mit einer Laufzeit von 10–20 Jahren finanziert werden und die Inflation würde in dieser Zeitspanne im Schnitt 1% betragen. Wie in Abbildung 3 ersichtlich, beträgt unter dieser Annahme die inflationsbereinigte Emissionsrendite der letztjährig ausgegebenen Anleihen mit einer Laufzeit von 10–20 Jahren -1,07% pro Jahr. Damit lässt sich errechnen, dass der Staat von den EUR 2,1 Mrd. nur knappe EUR 1,7 Mrd. zurückzahlen müsste. Dies entspricht den Kosten von 5 Stationen. Bei einer Inflationsrate von 2% müsste der Staat sogar nur 4 der 6 Stationen finanzieren.



## / Investive Ausgaben in den nächsten Jahren

Große Herausforderungen wie die COVID-19 Pandemie erfordern entschlossenes staatliches Handeln. Die Krisenbewältigung erfordert unmittelbar eine teilweise Kostenübernahme des Gesamtschadens durch den Staat zur Schadensminimierung für die zukünftige Leistungskraft der Privatwirtschaft. Diese wird mangels kurzfristiger Alternativen mitten in der Wirtschaftskrise über staatliche Verschuldung finanziert.

In den 2020ern werden zudem weitere finanzielle Weichenstellungen notwendig, um die Probleme der Zeit zu bewältigen. Für die Bekämpfung der Klimakrise werden viele Milliarden gebraucht, um die etlichen notwendigen Anpassungen hin zur CO<sub>2</sub>-Neutralität in unserem Wirtschaftssystem bis 2030 und 2050 vorzunehmen. Da künftige Generationen am meisten von einem bewohnbaren Planeten profitieren, ist deren Beteiligung an den Kosten mittels staatlicher Anleihen und künftiger Rückzahlung ein verteilungsgerechtes Finanzierungsmittel. Zwar könnte ein Teil der Investitionen auch mittels Steuereinnahmen von der heutigen Generation aufgebracht werden. Im Vergleich zum (durchaus wohl permanenten) Schaden, den höhere Massensteuern in Krisenzeiten wie jetzt anrichten würden, ist Rückzahlung der Anleihen in der Zukunft aber das weitaus geringere Übel. Auch die anstehende Alterung der Gesellschaft benötigt Investitionen für den entsprechenden Kapitalstock (Pflegeheime, Gesundheitseinrichtungen, usw.), genauso wie Zukunftsausgaben und -investitionen für die junge Generation (Schulen, zusätzliches Lehrpersonal, Digitalisierung).<sup>3</sup>

In Österreich und Deutschland vernimmt man laute kritische Stimmen in Bezug auf die wachsende Staatsverschuldung. Diese Stimmen bezeichnen die aktuelle Staatsverschuldung als problematisch, da sie den „Budgetspielraum“ kommender Jahre einschränke und damit nachfolgenden Generationen einen „Schuldenrucksack“ umhänge. Diese Ökonominnen befinden sich international jedoch in einer Minderheitsposition – die Ansichten zur Staatsverschuldung haben sich in den letzten Jahrzehnten weiterentwickelt. Führende MakroökonomInnen an Universitäten, in Zentralbanken und internationalen Organisationen appellieren mittlerweile an Europa und andere Industrieländer, die Wirtschaft kräftig anzuschieben, bis wieder eine Art Vollbeschäftigung erreicht und ein selbsttragender Aufschwung in Gang gekommen

ist – unabhängig vom Staatsschuldenstand des jeweiligen Landes. Der lange verbreitete Irrglaube, der Staat könne nach einer Krise rasch wieder sparen, ohne dass das Pflänzchen der Wirtschaftserholung wieder eingeht, wurde durch die Erfahrungen mit der weltweiten Finanzkrise ab 2009 widerlegt. Unter anderem deshalb machte zuletzt etwa auch Kristalina Georgieva, die Direktorin des Internationalen Währungsfonds (IWF), auf die Notwendigkeit großer Konjunkturpakete aufmerksam, als sie vor wenigen Tagen meinte, Staaten sollen in der aktuellen Situation „soviel ausgeben, wie sie nur können. Und dann noch etwas mehr“ (Reuters 2021, eigene Übersetzung).

## / Ein Investitionssprint für eine bessere Zukunft

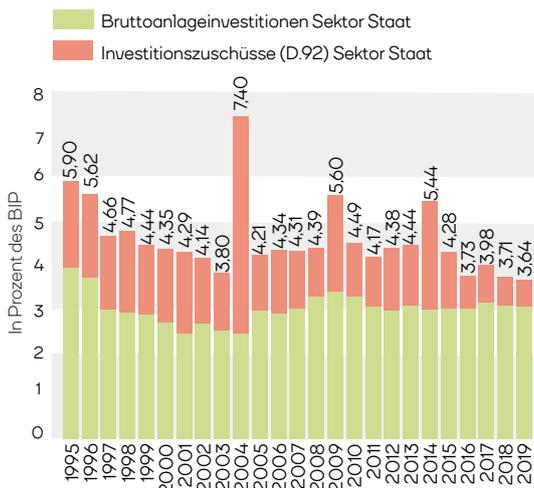
Die Emissionsrenditen auf österreichische Bundesanleihen erreichten im vergangenen Jahr erstmals einen negativen Wert. Damit erzielte Österreich mit den letztjährig begebenen Anleihen einen Gewinn von EUR 37 Mio. im ersten Jahr der Laufzeit. Für den Staat bedeutet das ein historisch einmaliges, ausgesprochen günstiges Refinanzierungsumfeld. Da der Staat für das Schuldenmachen bezahlt wird, lohnen sich langfristige öffentliche Investitionen doppelt. Einerseits sind sie ein einträgliches Geldgeschäft, andererseits verbessern sie die Nachhaltigkeit, die Lebensqualität und den zukünftigen Wohlstand der StaatsbürgerInnen. Die Negativzinsen bieten die Chance, die staatliche Investitionsschwäche der vergangenen Jahre wieder umzukehren. Vergleicht man das Jahr 2019 mit dem Jahr 1995, fielen die gesamtstaatlichen Bruttoanlageinvestitionen um knapp 1 Prozent der österreichischen Wirtschaftsleistung und die staatlichen Investitionszuschüsse an Unternehmen in privatem oder öffentlichem Eigentum um knapp 1,5 Prozentpunkte niedriger aus (siehe Abbildung 5). Es ist höchste Zeit, die jahrelangen Versäumnisse mit einem Investitionssprint aufzuholen.

Das zahlt sich auch für die Gesellschaft aus. Korrekt berechnet mit einer gesamtgesellschaftlichen bzw. volkswirtschaftlichen Rendite sind heute aufgrund der Nullzinsen viel mehr öffentliche Investitionsprojekte rentabel als früher – sie geben der Gemeinschaft mehr zurück, als sie kosten. Selbst Projekte, die aus betriebswirtschaftlicher Sicht für den einzelnen Auftraggeber (Ministerium, Gemeinde, ausgegliedertes staatliches Unternehmen) finanziell nicht sinnvoll sind, weil die positiven Ef-

fekte teils bei anderen (privaten Haushalten, Unternehmen) anfallen, können aus volkswirtschaftlicher Perspektive trotzdem locker rentabel sein. Der Grund dafür ist die korrekte Berücksichtigung aller sogenannten „externen Effekte“ – die positiven indirekten Auswirkungen auf die Gesamtgesellschaft und die Tatsache, dass der zurückzuzahlende Betrag durch Negativzinsen und Inflation entwertet wird. Dazu kommt, dass Staatsausgaben und -investitionen während Krisenzeiten besonders effektiv wirken und mehr Wirtschaftsleistung und Beschäftigung als in normalen Zeiten durch höhere Multiplikatoreffekte anstoßen (Gechert/Rannenberg 2018).<sup>45</sup>

/Abbildung 5

## Die Investitionsschwäche im staatlichen Bereich anhand von Investitionen und Investitionszuschüssen



Quelle: AMECO, eigene Berechnung

## / Ein Investitionsfonds für Österreichs Zukunft

Damit Österreich das vorteilhafte Zinsumfeld auch für künftige Investitionen nutzen kann, empfehlen wir, einen staatlichen und mit technischem „Know-How“ ausgestatteten Investitionsfonds zu gründen. Der Fonds sollte Teil einer an gesellschaftlich wichtigen „Missionen“ orientierten Sonderausgabenstrategie der Bundesregierung sein, die notwendige gesellschaftliche Veränderungen plant, organisiert, finanziert, und konkret umsetzt (Mazzucato 2021). Dazu zählen unter anderem die „Missionsziele“ einer klimaneutralen Lebensweise, Leben und Daseinsvorsorge in einer älter werdenden Gesellschaft, sowie ausreichende Schul-

und Ausbildung für eine wissensintensive, digitale Gesellschaft. Das Startkapital für diesen Fonds soll dabei zeitnah über die Ausgabe neuer Bundesanleihen geschaffen werden. Die Idee eines schuldenfinanzierten Investitionsfonds wird aktuell auch in anderen Ländern diskutiert, beispielsweise im Nachbarland Deutschland (Belitz et al. 2020; Dullien et al. 2020). Für Österreichs Gemeinden schlägt Mitterer (2020) einen Kommunalinvestitionsfonds vor, mit denen der Bund regionale Investitionen unterstützt. Die aktuelle wirtschaftliche Lage würde die Einführung eines Investitionsfonds zurzeit besonders attraktiv machen, da eine wirksame Wiederbelebung der Wirtschaft in den kommenden Jahren auf zügig umgesetzte öffentliche Investitionen angewiesen sein wird.

Neben konkreten Investitionsentscheidungen kämen dem Investitionsfonds dabei sowohl eine analytische als auch eine koordinierende Rolle zu. Konkret sind die folgenden Aufgaben des Fonds von zentraler Bedeutung:

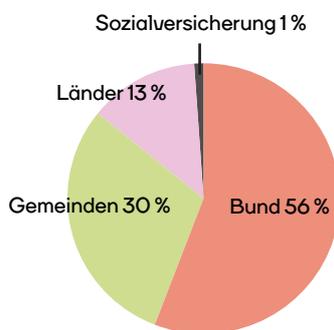
**1. Erhebung des Investitionsbedarfs:** Aktuell mangelt es an einer umfassenden Abschätzung des notwendigen öffentlichen Investitionsbedarfs. Das gilt sowohl für die Gesamtzahl als auch zum Teil für wesentliche Unterbereiche wie Klimaschutz, bei der Alterung der Gesellschaft, der Digitalisierung, der Bildung, etc.<sup>6</sup> Eine solche Schätzung wäre aber dringend notwendig, um einen Investitionsplan aufstellen und künftige Investitionen koordinieren zu können. Der Investitionsfonds sollte hier als zentrale Sammelstelle fungieren und den Investitionsbedarf in enger Zusammenarbeit mit unterschiedlichen Stakeholdern – PolitikerInnen und BürgerInnen aus den Regionen, FachexpertInnen aus ausgegliederten Einheiten und Forschungsinstituten – erheben. Strategische Vorgaben bezüglich der relativen Wichtigkeit einzelner Felder kann die Bundespolitik unter Einbeziehung von technologischen und sozioökonomischen Entwicklungen machen. Ein jährlich vom Personal des Investitionsfonds zu erstellender Investitionsbericht soll Abhilfe schaffen und die Investitionsnotwendigkeiten übersichtlich darstellen.

Teil der Bedarfsschätzung sollte eine Kosten-Nutzen-Analyse sein, die Investitionsideen auf ihren gesamtgesellschaftlichen bzw. volkswirtschaftlichen Nutzen prüft – nicht nur auf ihren betriebswirtschaftlichen. ParlamentarierInnen, Landes- und GemeindepolitikerInnen sollten sich an die Behörde wenden können, wenn sie ein Investitionsprojekt geprüft haben möchten (ähnlich Anfragen an den Budgetdienst des Parlaments).

**2. Koordination und Planung:** Entsprechend den Ergebnissen der Kosten-Nutzen-Analyse kann die Agentur Investitionsprojekte priorisieren und untereinander abstimmen, um den entscheidungsbefugten Stellen (Bund, Land, Gemeinde) konkrete Pläne vorlegen zu können.<sup>7</sup> Zur Planung gehört dabei auch die Kommunikation mit unterschiedlichen Stakeholdern. Damit könnte auch auf die zerstreute öffentliche Investitionslandschaft in Österreich Rücksicht genommen werden: Rund ein Drittel der öffentlichen Bruttoanlageinvestitionen entfällt etwa auf die Gemeinden (siehe Abbildung 6), mehr als die Hälfte auf den Bund, und weniger als 15% auf die Länder. Manche ausgegliederte Einheiten sind darin noch gar nicht eingerechnet, weil sie einen Teil ihrer Ausgaben mit eigenen Einnahmen abdecken – beispielsweise die ASFINAG oder städtische Müllentsorgungsunternehmen – und daher statistisch gesehen trotz öffentlichem Eigentümer dem Privatsektor zuzurechnen sind.

/Abbildung 6

## Bruttoanlageinvestitionen Sektor Staat – 2019



Quelle: EUROSTAT

Ein koordiniertes Vorgehen wäre damit umso wichtiger, um Synergieeffekte zu nutzen und öffentliche Gelder möglichst effizient und transparent einzusetzen. Gerade für kleinere Gebietskörperschaften könnte der Investitionsfonds auch als Planungs- und Unterstützungsbüro dienen um einerseits Investitionsstaus aufgrund fehlender Planungs-kapazitäten und -ressourcen der öffentlichen Verwaltung und andererseits doppelgleisige Leistungen mehrerer Gemeinden zu konzentrieren und zu das Leistungsangebot zu verbessern (z.B. ein regionaler Kindergarten mit langen Öffnungszeiten anstatt mehrere sehr kleine mit nur ein paar Stunden). Er könnte für Gemeinden auch als permanentes Kofinanzierungsvehikel dienen, indem das 1. Kommunalinvestitionsgesetz in den kommenden Jahren fortgesetzt wird. Besonders ab 2022 droht ein kommunaler Investitionsstau, weil Gemeindefinanzen erst verzögert auf den Wirtschaftseinbruch

reagieren, wie u.a. nach der Finanzkrise 2009 zu beobachten war. Der Investitionsfonds würde Kapital in Form von Investitionszuschüssen vergeben, wenn die Gemeinde das finanzielle Risiko alleine nicht tragen kann bzw. die Geldmittel aufgrund der schwachen Einnahmensituation während und nach Corona fehlen. So könnten wirtschaftlich schwächere Gemeinden stärker unterstützt werden.<sup>8</sup> Vor allem im Rahmen kleinerer Investitionen (z.B. auf Gemeindeebene) könnte dem Fonds auch eine gewisse Autonomie zur (Ko-)Finanzierungsentscheidung übertragen werden. Auf Bundesebene wiederum kann der Fonds eine stärkere volkswirtschaftliche Betrachtung der Investitionsprojekte liefern, und sich mit den ausgegliederten Einheiten (ÖBB, BIG, ASFINAG, Verbund, usw.) koordinieren und für gesellschaftlich relevante Projekte verstärkt Investitionszuschüsse bereitstellen. Vor allem diese Zuschüsse sind auf gesamtstaatlicher Ebene in den vergangenen Jahrzehnten ständig gefallen (Abbildung 5).

**3. Finanzierung:** Der Investitionsfonds soll möglichst zeitnah mit dem notwendigen Startkapital durch eine Anleiheaufnahme der OeBFA ausgestattet werden. Als Richtgröße für den Anfang können EUR 15 Mrd. dienen, wobei sich die Dotierung des Fonds in Zukunft laufend am erhobenen Investitionsbedarf orientieren sollte. Dementsprechend sollte der Fonds mit einem jährlichen Budget im ein- oder niedrigen zweistelligen Milliardenbereich ausgestattet werden, über das dieser dann auch – sofern organisatorisch sinnvoll, und innerhalb vorgegebener Rahmenbedingungen – teils selbstständig verfügen können soll. Die Mittelverwendung muss dabei jedoch transparent erfolgen und mit einem parlamentarischen Beschluss abgesegnet sein.

## / Referenzen

- Bean C./Broda, C./Ito, T./Kroszner, R. (2015): Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates. *Geneva Reports on the World Economy* 17. Online: [https://www.cimb.ch/uploads/1/1/5/4/115414161/geneva\\_report17\\_2.pdf](https://www.cimb.ch/uploads/1/1/5/4/115414161/geneva_report17_2.pdf) [22.01.2021]
- Belitz, H./Clemens, M./Fratzscher, M./Gornig, M./Kempf, C./Kritikos, A./Michelsen, C./Neuhoff, K./Rieth, M./Spieß, C. (2020): Mit Investitionen und Innovationen aus der Corona-Krise. *DIW Wochenbericht*, 87 (24), 442–451.
- BMNT (2019): *Integrierter nationaler Energie- und Klimaplan für Österreich*. Bundesministerium für Nachhaltigkeit und Tourismus. Online: [https://www.bmk.gv.at/dam/jcr:032d507a-b7fe-4cef-865e-a408c2f0e356/Oe\\_nat\\_Energie\\_Klimaplan.pdf](https://www.bmk.gv.at/dam/jcr:032d507a-b7fe-4cef-865e-a408c2f0e356/Oe_nat_Energie_Klimaplan.pdf) [21.01.2021].
- Der Standard (2020): *2021 wird teuer: Österreich will 65 Milliarden Euro am Kapitalmarkt aufnehmen*. Online: <https://www.derstandard.at/story/2000122497348/2021-wird-teuer-oesterreich-will-65-milliarden-euro-am-kapitalmarkt> [03.02.2021]
- Dullien, S./Rietzler, K./Tober, S. (2021): Ein Transformationsfonds für Deutschland. *IMK Studies*, 71. Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung.
- Fiskalrat (2020): *Bericht über die öffentlichen Finanzen 2019-2021*. Online: <https://fiskalrat.at/dam/jcr:4c40d829-3cdf-4ce8-a4b3-dbd55ec16ca0/Jahresbericht-2020-final.pdf> [22.01.2021]
- Gechert, S./Rannenberg, A. (2018): Which fiscal multipliers are regime-dependent? A meta-regression analysis. *Journal of Economic Surveys*, 32 (4), 1160–1182.
- Grossmann, B./Hauth, E. (2010): *Infrastrukturinvestitionen: Ökonomische Bedeutung, Investitionsvolumen und Rolle des öffentlichen Sektors in Österreich*. Online: [https://fiskalrat.at/dam/jcr:00e67ff8-3006-4c35-80fc-3a8953f3022c/studie\\_infrastrukturinvestitionen-gesamtfassung\\_tcm163-197236.pdf](https://fiskalrat.at/dam/jcr:00e67ff8-3006-4c35-80fc-3a8953f3022c/studie_infrastrukturinvestitionen-gesamtfassung_tcm163-197236.pdf) [12.02.2021]
- Mayerhofer, P./Klien, M. (2016): *Unternehmensinvestitionen in den österreichischen Bundesländern. Entwicklung – Struktur – Funktion regionaler Förderung*. Online: [https://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person\\_dokument/person\\_dokument.jart?publikationsid=61950&mime\\_type=application/pdf](https://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person_dokument/person_dokument.jart?publikationsid=61950&mime_type=application/pdf) [12.02.2021]
- Mazzucato, M. (2018): *Mission-oriented innovation policies: challenges and opportunities*. *Industrial and Corporate Change*, 27 (5), 803–815
- Mitterer, K. (2020): *Kommunaler Investitionsfonds*. Online: <https://www.kdz.eu/de/wissen/studien/kommunaler-investitionsfonds> [17.02.2021]
- OeBFA (2020a): *Bundesanleihen Begebungen seit 1949*. Oesterreichische Bundesfinanzierungsagentur, Online: [https://www.oebfa.at/dam/jcr:2cc9d67c-8a64-4f68-9c2c-d2f4a33c8d49/Bundesanleihen\\_historisch.xlsx](https://www.oebfa.at/dam/jcr:2cc9d67c-8a64-4f68-9c2c-d2f4a33c8d49/Bundesanleihen_historisch.xlsx) [23.12.2020]
- OeBFA (2020b): *Funding Outlook 2021 (Dezember 2020)*. Oesterreichische Bundesfinanzierungsagentur, Online <https://www.oebfa.at/dam/jcr:b6dd0854-efca-4711-a222-cdb38aaf67d8/Funding%20Outlook%202021.pdf> [23.12.2020]
- ORF (2020): *U2/U5-Bau soll 2,1 Milliarden Euro kosten*. Österreichischer Rundfunk, Online: <https://wien.orf.at/stories/3081092/> [03.02.2021]
- Rachel/Summers (2019): On falling neutral real rates, fiscal policy, and the risk of secular stagnation. *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA Conference Drafts. Online: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/03/On-Falling-Neutral-Real-Rates-Fiscal-Policy-and-the-Risk-of-Secular-Stagnation.pdf> [22.10.2021]
- Reuters (2021): *„Spend as much as you can,“ IMF head urges governments worldwide*. Online: <https://www.reuters.com/article/us-russia-imf/spend-as-much-as-you-can-imf-head-urges-governments-worldwide-idUSKBN29K1XJ> [03.02.2021]
- Steininger, K. W./Bednar-Friedl, B./Knittel, N./Kirchgast, G./Nabernegg, S./Williges, K./Mestel, R./Hutter, H.-P./Kenner, L. (2020): *Klimapolitik in Österreich: Innovationschance Coronakrise und die Kosten des Nicht-Handelns*. Online: [https://www.klimafonds.gv.at/wp-content/uploads/sites/6/COIN\\_2020.pdf](https://www.klimafonds.gv.at/wp-content/uploads/sites/6/COIN_2020.pdf) [22.01.2021]

Stöllinger, R. (2016): Investitionen in Österreich: Entwicklungen, Ursachen, Politikempfehlungen. *FIW Policy Brief*, 30, Online: [https://www.fiw.ac.at/fileadmin/Documents/Publikationen/Policy\\_Briefs/30\\_FIW\\_PolicyBrief\\_Stoellinger\\_korr.pdf](https://www.fiw.ac.at/fileadmin/Documents/Publikationen/Policy_Briefs/30_FIW_PolicyBrief_Stoellinger_korr.pdf) [12.02.2021]

Vorarlberg Online (2021): *Bund holte sich 4 Mrd. Euro zu historisch niedrigem Zins*. Online: <https://www.vol.at/bund-holte-sich-4-mrd-euro-zu-historisch-niedrigem-zins/6878278> [03.02.2021]

## / Fußnoten

- <sup>1</sup> Auch bei den Staatsanleihen gibt es genau genommen unterschiedliche Wertpapiere, denen je nach Situation eine unterschiedliche Bedeutung zukommt. Im Laufe der Corona Pandemie, bekamen etwa Bundesschatzscheine – Bundesanleihen mit sehr kurzer Laufzeit – eine prominenter Rolle als sonst: Vom gesamten Finanzierungsvolumen des Jahres 2021 in der Höhe von rund EUR 65 Mrd. plant die OeBFA etwa EUR 20 Mrd. in der Form von Bundesschatzscheinen auszugeben (OeBFA 2020b). Laut Markus Stix, Chef der OeBFA, liegt das vor allem daran, dass die benötigten hohen Liquiditätsanforderungen für die Bewältigung der Corona Pandemie mit diesen sehr kurzfristigen Instrumenten leichter zu erreichen seien (Der Standard 2020).
- <sup>2</sup> Allein im Nationalen Energie- und Klimaplan (NEKP) sind über die nächsten 10 Jahre rund EUR 17 Mrd. jährlich vorgesehen (BMNT 2019) an Investitionen und Ausgaben für den öffentlichen und privaten Sektor vorgesehen. Der Plan erreicht selbst bei vollständiger Umsetzung aber in seiner derzeitigen Form trotzdem nicht alle notwendigen Klimaziele Österreich, um die internationalen Verpflichtungen einzuhalten.
- <sup>3</sup> Ausgaben ohne Investitionscharakter, wie Transfers (Sozialleistungen, Pensionen) und laufende Kosten (z.B.: Personal und Warenkonsum in Pflegeheimen) sind Konsumausgaben der laufenden Generation und sollten von laufenden Einnahmen abgedeckt werden, wenn man finanzpolitischen Grundsätzen folgt. Nicht alle Konsumausgaben des Staates sind jedoch tatsächlich konsumtive Ausgaben. Die Ausbildung von zusätzlichem Lehrpersonal an Schulen mit Bedarf ist beispielsweise eine Investition in die Fähigkeiten der zukünftigen Arbeitskräfte und erhöht so die potenzielle Produktion und Wertschöpfung in der Zukunft.
- <sup>4</sup> Wenn der Staat Ausgaben tätigt, führt das in vielen Fällen durch eine Kette von Ereignissen dazu, dass auch der private Konsum, sowie die privaten Investitionen ansteigen. Die staatlichen Ausgaben übersetzen sich in diesem Fall also nicht mit dem Faktor 1 in die Wirtschaftsleistung, sondern mit einem größeren Faktor. Dieser Faktor wird Staatsausgabenmultiplikator genannt.
- <sup>5</sup> Dabei ist festzuhalten, dass das aktuelle Niedrigzinsumfeld eine Fortsetzung eines langjährigen Trends darstellt. Die Zinsen auf sichere Anlageformen, wie eben Staatsanleihen, sinken bereits seit mehreren Jahrzehnten (Rachel/Summers 2019). Unter anderem kann dies mit verändertem Spar- und Investitionsverhalten, veränderter Risikoaversion oder dem demographischen Wandel erklärt werden (Bean et al. 2015). Blickt man auf die möglichen Erklärungsursachen, so erscheint eine plötzliche Zunahme des Zinsniveaus in näherer Zukunft äußerst unwahrscheinlich. Zudem ist der überwiegende Teil der begebenen Bundesanleihen fix verzinst (Fiskalrat 2020: 44), womit eine Erhöhung des Zinsniveaus nicht unmittelbar voll auf die Refinanzierungskosten des Staates durchschlagen würde. Außerdem würde eine Steigerung des Zinsniveaus wohl erst mit einer nachhaltigen Erholung der Wirtschaft einhergehen, die es Österreich erlauben würde, aus den Schulden „herauszuwachsen“. Gleichzeitig haben Berechnungen für Österreich ergeben, dass die jährlichen Kosten für Untätigkeit im Kampf gegen den Klimawandel rund EUR 15 Mrd. betragen dürften (Steiniger et al. 2020).
- <sup>6</sup> Allein im Nationalen Energie- und Klimaplan sind bis zum Jahr 2030 Investitionen von rund EUR 170 Mrd. vorgesehen, die zu einem wesentlichen Teil von der öffentlichen Hand getragen werden müssen.
- <sup>7</sup> Gerade im Bereich des Klimaschutzes wird es Gesamtkonzepte – etwa in der Raumplanung – benötigen.
- <sup>8</sup> Außerdem könnte durch eine langfristige Investitionsplanung auch auf die konjunkturelle Lage eingegangen werden. So könnte man in Rezessionen bereits fertig geplante Investitionsvorhaben vorziehen, um die Konjunktur zu unterstützen.

## / Kontakt

**/ Momentum Institut**  
Märzstraße 42/1, 1150 Wien, Österreich  
[kontakt@momentum-institut.at](mailto:kontakt@momentum-institut.at)

[www.momentum-institut.at](http://www.momentum-institut.at)

