

Eine Investitionsagenda für Europa

Von Ferdinand Fichtner, Marcel Fratzscher und Martin Gornig

Nur mit starkem Wirtschaftswachstum wird Europa aus seiner Krise herauskommen. Die Überschuldung der Regierungen, Unternehmen und Haushalte, die Schwäche des Bankensystems, ausstehende Strukturreformen sowie unzureichende institutionelle Rahmenbedingungen auf europäischer Ebene verhindern ebenso wie das noch immer fehlende Vertrauen in die Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung, dass sich die bereits eingeleiteten Reformen auf nationaler und europäischer Ebene positiv auf die Wirtschaft auswirken. Die Wahrscheinlichkeit einer wirtschaftlichen Stagnation mit hoher Arbeitslosigkeit, fallenden Einkommen, sinkendem Potenzialwachstum und Deflation ist hoch und deutlich gestiegen. Das Risiko, dass Europa die Entwicklung Japans in den 90er Jahren wiederholt, ist real.

Dieser Wochenbericht zeigt, dass zu geringe private Investitionen einer der wichtigsten wirtschaftlichen Schwachpunkte Europas sind, und dass eine europäische Investitionsagenda einen entscheidenden Impuls für eine nachhaltige Erholung der europäischen Volkswirtschaft bedeuten kann. Statt die öffentlichen Ausgaben zu erhöhen, sollte der Schwerpunkt der europäischen Wirtschaftspolitik auf der Stärkung von privaten Investitionen und der Schaffung von funktionierenden Märkten liegen.¹

Die Wirtschaft der Eurozone befindet sich nach wie vor in der Krise – oder genauer gesagt: in vier Krisen, die sich gegenseitig verstärken. Die *Schuldenkrise* spiegelt sich in einer immer noch viel zu hohen Verschuldung vieler Staaten, Unternehmen und privater Haushalte wider; dies hemmt die Nachfrage. Auch die *Bankenkrise* ist bei weitem nicht gelöst. Vor allem Unternehmen und Haushalte in den Krisenländern haben große Schwierigkeiten, zu akzeptablen Konditionen an Kredite zu kommen, da viele Banken noch immer Risiken ab- und Eigenkapital aufbauen müssen. Die *Wirtschaftskrise* ist noch präsent. So ist die Arbeitslosigkeit vielerorts sehr hoch und das Wirtschaftswachstum bleibt schwach. Einige Länder haben außerdem ihre strukturellen Probleme bisher noch nicht gelöst und kaum Anpassungsmaßnahmen ergriffen, um die eigenen Volkswirtschaften international wettbewerbsfähig zu machen. Schließlich ist auch die *Vertrauenskrise* noch nicht überwunden. Vielen Unternehmen und privaten Haushalten fehlt noch immer die Zuversicht und das Vertrauen in die Leistungs- und Zukunftsfähigkeit der europäischen Wirtschaft und die Perspektiven der europäischen Integration.

Infolgedessen ist auch die Investitionstätigkeit in Europa im internationalen Vergleich ausgesprochen schwach. Dies gilt für die Europäische Union insgesamt und insbesondere für den Euroraum. Bereits vor der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 lagen die Investitionen in einigen Mitgliedsländern der Währungsunion, zum Beispiel in Deutschland, unter dem Niveau, das unter Berücksichtigung verschiedener Einflussfaktoren der Investitionstätigkeit im internationalen Vergleich angemessen gewesen wäre.² Demgegenüber wurde in anderen Ländern wie Spanien oder Portugal kräftig investiert.³ Mit der durch die globale Finanzkrise einsetzenden Unsicherheit auf den internationalen Kapital-

¹ Das vorliegende Heft erscheint als Teil einer Serie von Wochenberichten des DIW Berlin, die sich mit Elementen einer Strategie für eine institutionelle Neuordnung des Euroraums beschäftigt. Vgl. Fichtner, F., Fratzscher, M., Podstawski, M., Ulbricht, D. (2014): Den Euroraum zukunftsfähig machen. DIW Wochenbericht Nr. 24/2014.

² Vgl. zur Investitionsschwäche in Deutschland auch ausführlich Bach, S. et al. (2013): Wege zu einem höheren Wachstumspfad. DIW Wochenbericht Nr. 26/2013.

³ Vgl. den zweiten Bericht in diesem Heft.

märkten gingen die internationalen Finanzzuflüsse aber zurück und die Investitionen brachen auch in den südeuropäischen Ländern ein.⁴ In der Konsequenz ist seit Beginn der Krise die Investitionstätigkeit im gesamten Euroraum niedrig. Der folgende Artikel dieses DIW Wochenberichts identifiziert Investitionslücken für die OECD-Länder und zeigt, dass diese in fast allen Ländern der Eurozone seit 2008 massiv gestiegen sind. Zudem sind auch die Direktinvestitionen innerhalb des Euroraums deutlich eingebrochen.

Berechnungen zur Investitionsintensität (Investitionen in Relation zum Kapitalstock) im zweiten Artikel dieses DIW Wochenberichts zeigen, dass die Modernität des Kapitalstocks sowie die Ausweitung des Kapitalbestandes in Europa bereits im Zeitraum 1999 bis 2007 in fast allen Branchen deutlich gegenüber anderen OECD-Staaten hinterherhinkten.⁵ Dies gilt insbesondere für die Bereiche Bildung und Gesundheit. Aber auch die Industrie, die bei der Wiedererstarkung Europas eine Schlüsselrolle übernehmen soll,⁶ ist von der Investitionsschwäche betroffen. Eine vergleichsweise geringe Investitionsintensität weist auch die Energiewirtschaft auf, die auf ihrem Weg in Richtung Dekarbonisierung und Versorgungssicherheit erhebliche Investitionen benötigt.⁷

Die Wirtschaftspolitik hat in den vergangenen Jahren auf nationaler und auf europäischer Ebene wichtige Reformen begonnen und teilweise umgesetzt.⁸ Die *europäische Bankenunion* mit einer gemeinsamen Aufsicht über die 128 größten Banken und einem Abwicklungsmechanismus für in Schieflage geratene Finanzinstitute wird bis Anfang 2015 eingeführt. Mit einer Reihe von Maßnahmen, wie dem Fiskalpakt⁹ und dem Europäischen Semester¹⁰, wurde die Koordinierung der Wirtschafts- und insbesondere der Finanzpolitik im Euroraum intensiviert. Viele nationale Regierungen haben Struktur reformen ihrer Arbeitsmärkte, Sozialsysteme, institutionellen Rahmenbedingungen und Finanzsysteme in Angriff genommen.

⁴ Vgl. hierzu auch Kolev, A. (2013): Factors influencing investment during the financial crisis and deep economic recession: the European experience since 2008. In: EIB (Hrsg.): Investment and Investment Finance in Europe.

⁵ Vgl. den dritten Bericht in diesem Heft.

⁶ EU-Kommission, IP 13/09/862.

⁷ Vgl. den vierten Bericht in diesem Heft.

⁸ Vgl. hierzu auch Fichtner, F. et al. (2014), a.a.O.

⁹ Mit dem Europäischen Fiskalpakt vom Dezember 2011 wurden für die Mitgliedstaaten des Euroraums automatische Sanktionen bei Verstößen gegen die finanzpolitischen Regeln des Vertrags von Maastricht vereinbart.

¹⁰ Das im Dezember 2011 vereinbarte Europäische Semester sieht eine Überprüfung von finanz- und wirtschaftspolitischen Vorhaben der nationalen Regierungen vor, bevor diese auf der nationalen Ebene beschlossen werden.

Insgesamt reichen diese Maßnahmen aber nicht aus, um die Volkswirtschaften Europas auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu bringen. Denn solche strukturellen Reformen – so wichtig sie sind – helfen kaum weiter, wenn Unternehmen nicht an Kredite kommen, um Investitionen zu tätigen und neue Arbeitsplätze zu schaffen. Banken werden – trotz der enorm expansiven Geldpolitik der EZB – nicht ausreichend neue Kredite vergeben, wenn die Wirtschaft schwach und der Bestand an faulen Krediten hoch ist, wenn die Unternehmen kein nachhaltiges Geschäftsmodell haben und es an Wettbewerb mangelt. Und Regierungen werden ihre Ausgaben weiter kürzen müssen, solange in einer schwachen oder schrumpfenden Wirtschaft der Schuldenstand hoch ist, die Steuereinnahmen niedrig sind und die krisenbedingten Sozialausgaben nicht zurückgehen.

In dieser Situation fehlt es an ausreichend wirtschaftlicher Dynamik, um aus dem Teufelskreis der vier sich gegenseitig verstärkenden Krisen zu kommen. Was sollte die Politik jetzt tun, um einen Impuls zu setzen und Europa auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu bringen?

Eine erste – breit diskutierte – Option ist es, den *Regierungen mehr finanzpolitischen Freiraum* zu lassen, um durch einen fiskalischen Stimulus die Wirtschaft zu beleben. Vor allem Frankreichs und Italiens Vorstoß, die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts aufzuweichen, ist auf ein geteiltes Echo gestoßen. Sicherlich wäre eine antizyklische Finanzpolitik wünschenswert, vor allem angesichts der Tiefe der Krise, in der sich viele Volkswirtschaften noch immer befinden.

Drei Punkte sprechen jedoch gegen ein solches Vorhaben. Zum einen haben noch immer viele Staaten sowohl eine zu hohe öffentliche Verschuldung als auch zu hohe laufende Defizite, als dass eine nachhaltige Finanzpolitik gewährleistet wäre. In einer solchen Situation könnte die Krise wieder aufflammen und es kann zu neuen Verwerfungen auf den Finanzmärkten kommen.

Ein zweiter wichtiger Grund ist, dass eine Aufweichung der Stabilitätskriterien ein fatales Signal für Unternehmen und Finanzmärkte setzen kann. Die neuen Regeln und andere wichtige Reformen sind nur unter großen Schwierigkeiten verabschiedet worden. Die Glaubwürdigkeit der europäischen Regeln und Institutionen könnte stark unter einer Aufweichung der Reformen leiden.

Ein dritter Kritikpunkt ist, dass der Vorschlag Frankreichs und Italiens leicht zu einer Mogelpackung werden könnte: Die Regierungen werden die zusätzlichen Spielräume wohl kaum nur für öffentliche Investitionen nutzen, sondern auch für diskretionäre konsumti-

ve Ausgaben. Mit anderen Worten: Ein fiskalischer Impuls im Bereich der öffentlichen Investitionen wäre zwar wünschenswert und nützlich, aber ein solches Versprechen ist kaum zu kontrollieren und viele Regierungen werden den neuen Spielraum für andere Ziele nutzen.

Was in der europäischen Finanzpolitik gegenwärtig fehlt, sind bindende Verpflichtungen der Mitgliedsländer, wie sie mittel- und langfristig ihre Staatsfinanzen wieder auf einen nachhaltigen Pfad bringen wollen. In Betracht gezogen werden könnte ein Zug-um-Zug-Vorgehen, in dessen Rahmen dessen die betreffenden Länder die Möglichkeit erhalten, ihre versprochene fiskalische Konsolidierung um zwei bis drei Jahre zu verzögern, wenn sie sich auf entschiedenere Struktur-reformen in der kurzen Frist sowie auf einen konkreten Plan festlegen, wie Schulden langfristig unter die 60-Prozent-Marke gebracht werden können.

Ein zweiter, wichtiger Reformbereich ist das *europäische Bankensystem*. Noch immer ist die Kreditvergabe von Banken, vor allem an kleine und mittlere Unternehmen, in den Krisenländern gestört. In einer solchen Situation sind Struktur-reformen und fiskalische Maßnahmen unzureichend. Auch die geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) werden kaum Wirkung entfalten, wenn Banken nicht gewillt oder nicht in der Lage sind, diese Kredite an die Realwirtschaft weiterzureichen.

Viele Banken in Europa sind noch immer in einem Prozess des *deleveraging*, in dem sie Risiken abbauen und ihr Eigenkapital erhöhen. Große Hoffnungen werden in den Stresstest für die europäischen Banken (Asset Quality Review) gesetzt, dessen Resultate Ende des Jahres bekannt gemacht werden. Dieser Stresstest mag Europa die letzte Chance bieten, sein Bankenproblem zu lösen, und der Erfahrung Japans, das viele Jahre unter seinen Zombie-Banken gelitten hat, zu entgehen. Die Sorge ist jedoch groß, dass die Wirkung auch dieses dritten Tests verpufft, da er als nicht ausreichend und nicht glaubwürdig wahrgenommen wird.

Das zentrale Argument des vorliegenden DIW Wochenberichts ist, dass die Reformen der Banken und der Fiskalpolitik unzureichend sind: *Es wird ein privatwirtschaftlicher Impuls benötigt*, damit Unternehmen wieder investieren und Beschäftigung schaffen.

Einem solchen Impuls für private Investitionen kommt eine entscheidende Rolle zu. Der Euroraum als Ganzes hat mittlerweile eine jährliche Nettoersparnis – die Summe aller Leistungsbilanzsalden – von mehr als 250 Milliarden Euro oder 2,5 Prozent der Wirtschaftsleistung. Die private Nettoersparnis von Unternehmen und Haushalten liegt noch um einiges höher, denn die öffentlichen

Haushalte weisen noch immer eine recht hohe Neuverschuldung auf. Zudem haben Unternehmen und Haushalte auch in den Krisenländern in den vergangenen Jahrzehnten hohe Vermögen aufbauen können. Die finanziellen Ressourcen für einen deutlichen Anstieg privater Investitionen sind also vorhanden; es geht darum, diese zu mobilisieren und zu solchen Unternehmen zu bringen, die sie produktiv nutzen können.

Wie kann eine solche Investitionsagenda aussehen? Unsere Befunde zeigen, dass eine Strategie mit drei Elementen erforderlich ist, die auf die Überwindung sowohl struktureller als auch krisenbedingter Ursachen der Investitionsschwäche in Europa ausgerichtet ist.

Zur strukturellen Verbesserung der Rahmenbedingungen für Investitionen in Europa zählt erstens eine effiziente Wettbewerbspolitik, die durch mehr Konkurrenz auch mehr Investitionen und Wachstum schafft.¹¹ Eine hohe Wettbewerbsintensität fördert sowohl Innovationen, um dem Wettbewerbsdruck zu entgehen, als auch solche, um zu Konkurrenten aufzuschließen.¹² Entsprechend wurden besonders große Investitionsrückstände in stark regulierten Sektoren wie Bildung und Gesundheit identifiziert. Die Investitions- und Wachstumspotentiale einer geeigneten Deregulierung gerade in diesen Bereichen könnten und sollten genutzt werden.¹³

Zum zweiten sollte über eine investitionsfreundlichere Steuerpolitik nachgedacht werden, die beispielsweise eine breite Verbesserung der Abschreibungsmöglichkeiten von Investitionen durch Ausweitung der Bemessungsgrundlage oder degressive Abschreibungssätze zulässt. Derzeit gibt es eine hohe Heterogenität in den Abschreibungsraten und -methoden innerhalb der EU. Diese Unterschiede können genutzt werden um die investitionsfreundlichsten Abschreibungsmethoden und -raten zu identifizieren.¹⁴

Ein drittes Element einer europäischen Investitionsagenda könnte die Einrichtung eines zeitlich befristeten neuen EU-Investitionsfonds sein. Es gibt bereits einen Europäischen Investitionsfonds (EIF) als Teil der

¹¹ OECD (2005): A Policy Framework for Investment: Competition Policy, unten www.oecd.org/daf/inv/investmentfordevelopment/35488898.pdf; und Buccrossi, P., Ciarl, L., Duso, T., Spagnolo, G., Vitale, C. (2013): Competition policy and productivity growth: An empirical assessment. *Review of Economics and Statistics*, 95(4), 1324–1336.

¹² Acemoglu, D., Aghion, P., Zilibotti, F. (2006): Distance to frontier, selection, and economic growth. *Journal of the European Economic Association*, 4(1), 37–74; Aghion, P., Blundell, R., Griffith, R., Howitt, P., Prantl, S. (2009): The effects of entry on incumbent innovation and productivity. *The Review of Economics and Statistics*, 91(1), 20–32.

¹³ Alesina, A., Ardagna, S., Nicoletti, G., Schiantarelli, F. (2005): Regulation and investment. *Journal of the European Economic Association*, 3(4), 791–825.

¹⁴ European Commission (2004): Assets and Tax Depreciation, DG Tax and Customs Union. CCCTB/WP\004\doc\en, Brüssel.

Europäischen Investitionsbank (EIB), der jedoch lediglich als Risikokapitalgeber fungiert, indem er vor allem in Fonds und in Finanzinstitutionen investiert, die auf kleine und mittlere Unternehmen ausgerichtet sind; die Finanzvolumina der EIF sind bisher aber nur moderat.

Ein EU-Investitionsfonds könnte auf der Struktur des EIF basieren, jedoch sehr viel direkter die kleinen und mittleren Unternehmen erreichen. Durch Garantien der Mitgliedstaaten könnte sich der Fonds günstig refinanzieren und entsprechend Kapital zu vergleichsweise attraktiven Konditionen anbieten. Solche Garantien würden die Kreditzinsen für diese Unternehmen gerade in den Krisenländern reduzieren und so nicht nur das Kreditangebot, sondern auch die Kreditnachfrage dort verbessern.

Ziel ist es dabei nicht, durch staatliche Lenkung bestimmten Wirtschaftsbereichen in einzelnen Ländern besonders günstige Investitionsmittel zur Verfügung zu stellen, um auf diese Weise durch wirtschaftspolitische Eingriffe Wachstumsmöglichkeiten zu schaffen, die durch privatwirtschaftliche Aktivitäten nicht zustande kämen. Ziel muss es vielmehr sein, der derzeit bestehenden Unsicherheit über die wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Aussichten in Teilen der Währungsunion durch staatliche Garantien zu begegnen und damit – in ähnlicher Weise wie die Geldpolitik auf den Finanzmärkten – einzelwirtschaftliche Risiken durch staatliche Eingriffe vorübergehend zu mildern.

Der Fonds sollte daher weder mit regionalen noch mit zu engen sektoralen Vorgaben arbeiten. Entscheidend ist das Anstoßen produktiver privater Investitionen, egal in welchem EU-Land; entscheidend wird es sein, dass es gelingt, auf diese Weise privates Kapital in Wirtschaftsbereiche zu lenken, die nachhaltige Wachstumsmöglichkeiten in der Europäischen Union, und vor allem auch in der Eurozone schaffen. Hinsichtlich der inhaltlichen Konkretisierung produktiver Investitionen könnten Abgrenzungen verwendet werden, wie sie beispielsweise bei den EFRE-Fonds zur Förderung der regionalen Entwicklung erprobt sind.¹⁵ Angesichts der

¹⁵ Europäische Union (2013): Verordnung über den Europäischen Fonds für regionale Entwicklung und mit besonderen Bestimmungen hinsichtlich des Ziels „Investitionen in Wachstum und Beschäftigung“. Amtsblatt der EU, Verordnung Nr. 1301/2013.

Ferdinand Fichtner ist Leiter der Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin | ffichtner@diw.de

Marcel Fratzscher ist Präsident des DIW Berlin | mfratzscher@diw.de

Zielstellung der EU hinsichtlich des angestrebten Industrialisierungsgrades sowie in Bezug auf die Modernisierung der Energieversorgung könnten zudem spezifische Schwerpunkte des Fonds bei Investitionen im Energiesektor und in der Industrie liegen. Ein weiteres wichtiges Augenmerk könnte die Unterstützung von Joint Ventures sein, vor allem solche, die länderübergreifend in der EU stattfinden. Dies würde die Kapitalflüsse zwischen den Mitgliedsländern der Währungsunion verstärken und damit der Schwäche der internationalen Direktinvestitionen innerhalb des Euroraums entgegenwirken.

Ähnlich wie beim neuen TLTRO-Programm¹⁶ der EZB sollten diese Kredite an Unternehmen gehen, die in den nicht-finanziellen Sektoren tätig sind. Ein Vorteil eines solchen EU-Investitionsfonds und ein wichtiger Unterschied zu den TLTRO-Krediten der EZB ist, dass die TLTRO-Kredite lediglich mehr Gelder für die Banken bedeuten, aber nicht deren Risiken bei der Kreditvergabe reduzieren. Im Gegensatz dazu würden die Garantien eines EU-Investitionsfonds diese Risiken für Finanzinstitutionen reduzieren und somit die Kreditvergabe und damit die Investitionstätigkeit verbessern.

Die gegenwärtig vorangetriebenen Reformen in Europa stellen die staatlichen Akteure in den Mittelpunkt. Dieses Vorgehen ist unzureichend, um Europa einen Wachstumsimpuls zu geben. Erforderlich ist vielmehr, vor allem die Privatwirtschaft – und zwar auch und gerade außerhalb der Finanzmärkte – stärker in die Krisenbewältigung einzubeziehen. Eine europäische Investitionsagenda, die auf die Stärkung privater Investitionen abzielt, sollte ein essentieller Baustein einer wirtschaftspolitischen Strategie werden, um Europa aus der Krise und eine nachhaltige Wachstumsdynamik in Gang zu bringen.

¹⁶ Über die „gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte“ (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO) bietet die Europäische Zentralbank bis zu 400 Milliarden Euro an langlaufenden Krediten an, mit denen die Geschäftsbanken ihre bereits ausgegebenen Kredite an Unternehmen und Haushalte refinanzieren sollen. Im Unterschied zu den früheren langfristigen Refinanzierungsgeschäften ist eine Refinanzierung von Krediten an den Staat nicht möglich.

Martin Gornig ist stellvertretender Leiter der Abteilung Unternehmen und Märkte am DIW Berlin | mgornig@diw.de

AN INVESTMENT AGENDA FOR EUROPE

Abstract: Only strong economic growth will help Europe emerge from its crisis. The reforms implemented to date at national and European level have failed to impact the economy positively; this is due to excessive national, corporate, and private debts, the flawed banking system, the lack of structural reforms, an insufficient institutional framework at European level, as well as a persisting climate of distrust in the stability of economic development. The probability of economic stagnation, which is marked by high unemployment, declining incomes, decelerating potential growth, and deflation, is high and has increased

significantly. The risk of economic development in Europe following Japan's example of the 1990s is very real indeed.

This *Economic Bulletin* shows that one of Europe's biggest economic weaknesses is a lack of private investment and that a European investment agenda is vital in order to generate the impetus required to push the European economy towards a sustainable recovery. European economic policy should focus not on higher public spending, but on increasing private investment as well as creating markets that function properly.

JEL: E22, E27, F21

Keywords: investment, potential growth, construction



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e. V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
www.diw.de
81. Jahrgang

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Dr. Kati Schindler
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Sabine Fiedler
Dr. Kurt Geppert

Redaktion

Renate Bogdanovic
Andreas Harasser
Sebastian Kollmann
Dr. Claudia Lambert
Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Dr. Kerstin Bernoth
Hendrik Hagedorn
Dr. Thure Traber

Textdokumentation

Manfred Schmidt

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74, 77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01806 - 14 00 50 25,
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.