

Kiel Policy Brief

Die EU-Investitionsinitiative: Konjunkturimpuls oder Luftnummer?

Ulrich Stolzenburg

Nr. 96 | November 2015



Die EU-Investitions offensive: Konjunkturimpuls oder Luftnummer?

Ulrich Stolzenburg¹

Institut für Weltwirtschaft, Kiel

1. Einleitung

Angesichts rückläufiger Investitionsquoten seit der weltweiten Finanzkrise wird die Frage einer möglichen Investitionslücke prominent diskutiert. Hintergrund ist, dass die Investitionstätigkeit in der Europäischen Union deutlich hinter den Vorkrisentrend zurückgefallen ist und es keine Anzeichen einer raschen und spürbaren Erholung gibt. Laut Europäischer Kommission (2015a) sei die Investitionsbereitschaft aufgrund von politischer und ökonomischer Unsicherheit und durch eine hohe öffentliche und private Verschuldung gedämpft. Zudem weist sie darauf, dass liquide Mittel zwar reichlich vorhanden seien, diese jedoch nicht in ausreichendem Maße in die Realwirtschaft gelangten, da die Bereitschaft zur Risikoübernahme durch private Akteure zu gering sei. Demnach seien öffentliche Mittel in dieser Situation bestmöglich eingesetzt, wenn der Privatsektor damit von besonders großen Investitionsrisiken entlastet wird.²

Um die Investitionstätigkeit anzuregen, soll der Europäische Investitionsplan (auch bekannt als „Junckerplan“) nun in den Jahren 2015 bis 2017 umgesetzt werden. Ziel des Maßnahmenpakets ist es, im genannten Zeitraum mindestens 315 Mrd. Euro an zusätzlichen Investitionen zu mobilisieren. Das BIP der EU-Länder soll dadurch (verteilt über mehrere Jahre) um 330-410 Mrd. Euro höher liegen als in einem Basisszenario ohne Investitionsprogramm, gleichzeitig sollen vorübergehend mehr als eine Million zusätzliche Jobs entstehen. Das aktuelle Programm dürfte von den beteiligten Institutionen auch als Testlauf angesehen werden, um bei einer positiven Evaluation zukünftig einen wachsenden Anteil der EU-Fördergelder auf diesem Wege einzusetzen.

Das Finanzvolumen des „Europäischen Fonds für Strategische Investitionen“ (EFSI) beträgt lediglich 21 Mrd. Euro und wird EU-weit über wenigstens drei Jahre verteilt eingesetzt. Die „in die Hand genommenen“ öffentlichen Gelder entsprechen somit gerade einmal 0,05

¹ Der Autor bedankt sich bei Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll und Henning Klodt für wertvolle Hinweise und Diskussionen.

² Diermeier und Hüther (2015) widersprechen dieser Analyse – so habe der Staat keine besseren Informationen über die wahren Projektrisiken als private Akteure, denen die EU-Kommission eine übertriebene Risikoaversion unterstellt.

Prozent im Verhältnis zur EU-Wirtschaftsleistung. Bei dieser Größenordnung ist es zweifelhaft, ob eine nennenswerte Wirkung auf die Gesamtwirtschaft erwartet werden kann. Die EU-Kommission hofft jedoch, eine finanzwirtschaftliche Hebelung der Mittel mit dem Faktor 15 zu erreichen, um zusätzliche Investitionen in Höhe von 315 Mrd. Euro zu mobilisieren. Dies entspräche dann einer Größenordnung von immerhin 0,7 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung.

Die zentrale Frage dieses Beitrags lautet, ob das vorliegende Maßnahmenpaket als Mittel der Wirtschaftsförderung geeignet ist und ob es die von der EU-Kommission geweckten Erwartungen erfüllen kann. Nach einer kurzen Beschreibung der geplanten Maßnahmen und einer Analyse der Investitionstätigkeit in der EU werden zu diesem Zweck Argumente zusammengetragen. Der Investitionsplan wird aus verschiedenen Blickwinkeln hinterfragt und seine zu erwartende wirtschaftspolitische Wirkung analysiert, sowohl im Hinblick auf mögliche gegenwärtige Investitionshemmnisse als auch aus grundsätzlichen Erwägungen. Insbesondere wird argumentiert, dass einerseits ein Teil der geförderten Projekte ohnehin durchgeführt würde, sodass hier keine „Zusätzlichkeit“ gegeben ist, andererseits sonstige ökonomische Aktivitäten verdrängt werden könnten. Der makroökonomische Netto-Effekt des Programms wird durch beide Aspekte deutlich verringert. Es wird zudem die Frage diskutiert, ob die Investitionsförderung über den EFSI ein geeignetes Instrument sein könnte, um konjunkturelle Stabilisierungspolitik auf europäischer Ebene durchzuführen. Dies erscheint jedoch äußerst zweifelhaft, da Investitionsprojekte zum einen zu lange (Vor-)Laufzeiten haben, um zeitlich begrenzte, zielgerichtete Impulse setzen zu können und da zum anderen strategische Wirtschaftsförderung sinnvollerweise stetig und dauerhaft erfolgen sollte, nicht nur während konjunktureller Krisen.

Der Beitrag gliedert sich folgendermaßen: Zunächst wird das Maßnahmenpaket skizziert (Abschnitt 2), danach wird die europäische Investitionstätigkeit anhand makroökonomischer Daten analysiert, um die von der EU-Kommission festgestellte Investitionslücke genauer zu beleuchten (Abschnitt 3). Im Anschluss werden mögliche Gründe aufgeführt, die eine geringere Investitionstätigkeit erklären können und der Frage nachgegangen, ob die Maßnahmen des „Junckerplans“ geeignete Impulse zur Überwindung dieser möglichen Investitionshemmnisse geben können (Abschnitt 4). Es werden zudem *grundsätzliche* Bedenken hinsichtlich der Wirkungsweise des „Junckerplans“ formuliert (Abschnitt 5). Im letzten Abschnitt (Fazit) wird schließlich diskutiert, inwieweit die Maßnahmen ein geeignetes Modell für die zukünftige Ausgestaltung der EU-Wirtschaftsförderung darstellen.

2. Zur Ausgestaltung des EU-Investitionsplans³

Von den EFSI-Finanzmitteln in Höhe von insgesamt 21 Mrd. Euro stammen 5 Mrd. Euro von der Europäischen Investitionsbank (EIB) und 16 Mrd. Euro aus dem EU-Haushalt. Der EU-Anteil wird zunächst nur zur Hälfte (8 Mrd. Euro) in einem sogenannten EU-Garantiefonds bereitgestellt, um Auszahlungen schnell abwickeln zu können. Dazu werden 5 Mrd. Euro aus bereits bestehenden EU-Finanzierungsprogrammen („Horizon 2020“ und „Connecting Europe“) sowie 3 Mrd. Euro aus der Flexibilitätsmarge des EU-Haushalts umgeschichtet.

Geförderte Investitionsprojekte werden von der EIB ausgewählt und betreut. Ob ein Projekt durch den EFSI gefördert wird, entscheidet der Investitionsausschuss – ein achtköpfiges unabhängiges Expertengremium. Der EFSI fördert Projekte in der gesamten EU – es gibt keine Quoten für Länder, Regionen oder Sektoren. Projekte sollen nur dann gefördert werden, wenn sie ohne EU-Unterstützung nicht realisierbar sind („Zusätzlichkeit“) und nach Möglichkeit auch private Finanzmittel mobilisieren können. Sie müssen überzeugen durch Wirtschaftlichkeit und Plausibilität und sollen einen Beitrag zu den sogenannten „wachstumsfördernden Schlüsselbereichen“ leisten:

- strategische Infrastruktur, einschließlich digitaler Netze, Verkehr und Energie
- Bildung, Forschung und Innovation
- Ausbau der erneuerbaren Energien und Ressourceneffizienz

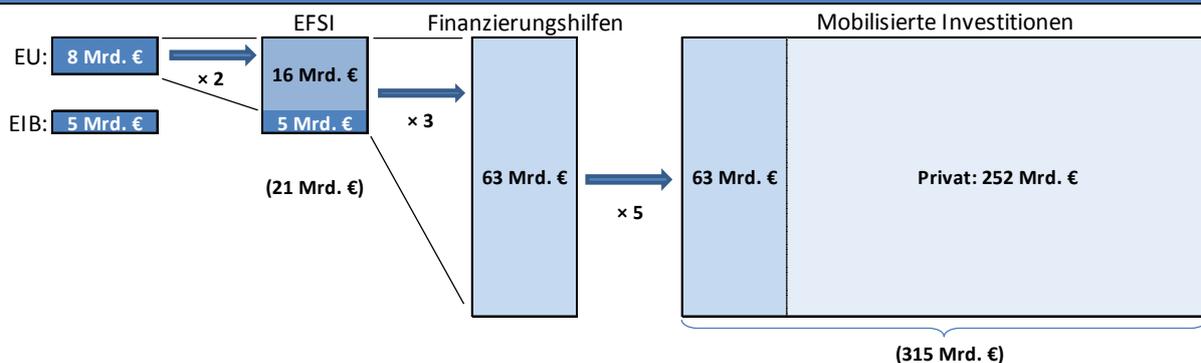
Der Fonds unterstützt Investitionsprodukte, indem er einen Teil der privaten Risiken übernimmt. Dabei wird jeder Euro aus dem Fonds dreimal eingesetzt, um Investitionsprojekte zu ko-finanzieren – so werden aus den 21 Mrd. Euro der EFSI-Grundfinanzierung nunmehr 63 Mrd. Euro an möglichen Finanzierungshilfen.⁴ Durch die Nutzung finanzwirtschaftlicher Hebelmechanismen soll im Vergleich zu herkömmlichen EU-Finanzhilfen (Zuschüsse) eine größere Mobilisierungswirkung erreicht werden. Zu dem breiten Spektrum verfügbarer Beteiligungsarten zählen Garantien, Eigenkapitalinstrumente, Fremdfinanzierungsinstrumente, Instrumente zur Bonitätsverbesserung und Risikokapital. Der EFSI übernimmt bei der Finanzierung grundsätzlich die mit dem *höchsten* Risiko behaftete Tranche einer Investition. Es wird erwartet, dass private Investoren unter dieser Voraussetzung bereit sind, für jeden EFSI-finanzierten Euro durchschnittlich weitere vier Euro an privatem Kapital beizusteuern. Die garantierte Summe von 63 Mrd. Euro soll somit mindestens das fünffache Investitionsvolumen mobilisieren, nämlich 315 Mrd. Euro im Zeitraum von drei Jahren (siehe auch Abbildung 1). Zum Vergleich: Die Bruttoanlageinvestitionen in der EU liegen insgesamt bei etwa 2 700 Mrd. Euro pro Jahr (2014). Ob die erhoffte Hebelwirkung der Finanzmittel mit dem

³ Vgl. BMF (2015) für eine detailliertere Beschreibung.

⁴ Die EIB emittiert zusätzliche Anleihen, mit deren Emissionserlösen die Ko-Finanzierung der Projekte geleistet wird, wobei die Anleihen mit EFSI-Geldern besichert werden. Das diversifizierte Kreditportfolio der EIB ermöglicht es, einen überproportionalen (dreifachen) Nennwert von neuen Anleihen mit den Mitteln des EFSI abzusichern. Vgl. Europäische Kommission (2015b).

Faktor 15 tatsächlich erzielt werden kann, ist umstritten – die beteiligten Institutionen beharren allerdings darauf, dass es sich sogar um eine eher vorsichtige Schätzung handle, die durch Erfahrungen der EIB gestützt werde.

Abbildung 1: Schematischer Aufbau des angestrebten Finanzmultiplikators: Aus 13 Mrd. Euro werden 315 Mrd. Euro, was einer Hebelung mit einem durchschnittlichen Faktor von ungefähr 24 entspricht



Quelle: Eigene Darstellung.

Die Mitgliedsländer wurden zudem ermuntert, die Ziele des EU-Investitionsprogramms zusätzlich durch Beiträge nationaler Förderbanken zu unterstützen, wie beispielsweise durch eine Zusage der deutschen KfW über 8 Mrd. Euro. Die Gelder, die durch nationale Förderbanken beigesteuert werden, sollen allerdings nicht in den EFSI eingezahlt und ebenfalls mit dem Faktor 15 gehebelt werden. Sie sollen vielmehr als zusätzliche Finanzierungsquelle für Projekte dienen und dazu beitragen, das angestrebte Investitionsvolumen von 315 Mrd. Euro tatsächlich zu erreichen. So könnte der EFSI bei einem Beispielprojekt die risikoreichste Tranche (20 Prozent der gesamten Finanzierung) übernehmen, eine nationale Förderbank könnte die nächste, etwas sicherere Tranche mit mittlerem Risiko finanzieren (weitere 20 Prozent), während private Investoren lediglich die Tranchen mit vergleichsweise geringem Ausfallrisiko zu stemmen hätten (die verbleibenden 60 Prozent). Bezogen auf Abbildung 1 würde also der Block der privat finanzierten Investitionsmittel (252 Mrd. Euro) um den Beitrag der nationalen Förderbanken verringert werden.

Von den angestrebten 315 Mrd. Euro sollen 240 Mrd. Euro in erster Linie in strategische Infrastrukturprojekte fließen, die restlichen 75 Mrd. Euro an kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) sowie mittelgroße Kapitalgesellschaften (sogenannte „Mid Caps“). Beantragt werden kann eine EFSI-Finanzierung durch Unternehmen mit bis zu 3 000 Beschäftigten, Versorgungseinrichtungen, Einrichtungen des öffentlichen Sektors, nationale Förderbanken, Finanzinstitute, Fonds und sonstige Finanzvehikel für kollektive Investitionen.

Zusätzlich soll die private Investitionstätigkeit innerhalb der EU durch neue, komplementäre Dienste unterstützt werden. Der „European Investment Advisory Hub“ (EIAH) soll eine zentrale Anlaufstelle für angebotene Beratungsdienste z.B. zu Auswahl, Entwicklung, Durchführung und Finanzierung von Projekten werden. Die Plattform soll potentiellen Investoren helfen, finanziell tragfähige Projekte bis zur ihrer Durchführungsreife zu entwickeln. Das Projektportal (EIPP) ermöglicht es in der EU ansässigen Projektträgern, ihre Investiti-

onsvorhaben und -ideen potenziellen Investoren vorzustellen, wenn sie beispielsweise eine externe Finanzierung benötigen.

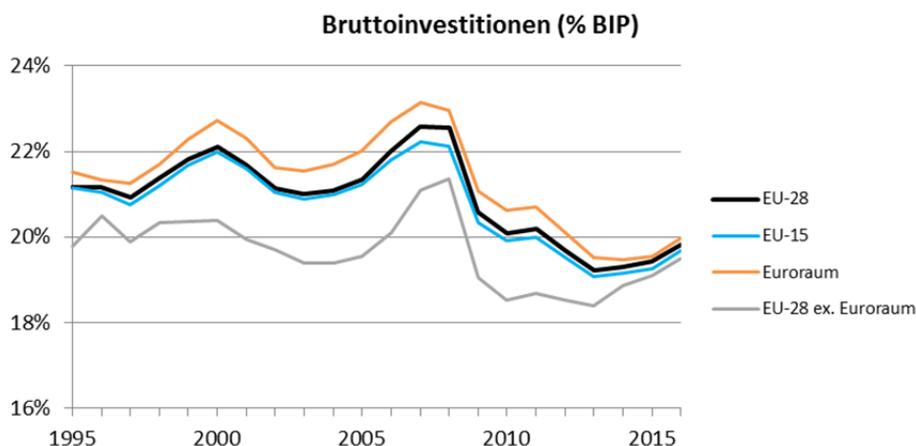
Der offizielle Startschuss des EFSI ist im Herbst 2015, während die EIB mit eigenen Mitteln bereits im Mai 2015 begonnen hat, Projekte im Rahmen der Investitionsoffensive zu fördern. Die Investitionsberatung (EIAH) ist bereits aktiv (Link: <http://www.eib.org/eiah>), das Investitionsportal (EIPP) soll ab Ende 2015 zur Verfügung stehen. Geförderte Projekte sollen in den Jahren 2015 bis 2017 beginnen, können aber durchaus eine längere Laufzeit haben.

3. Makroökonomische Analyse

Analysen internationaler Institutionen (IWF 2015; EZB 2014; EZB 2015) zeigen, dass der Großteil des absoluten Investitionsrückgangs im Vergleich zum Vorkrisentrend durch das geringere Outputniveau und die damit verbundenen kurz- und mittelfristigen Aussichten erklärt werden kann. Im Folgenden werden daher Investitionsquoten betrachtet, um das möglicherweise geringere, entsprechende Outputniveau als Vergleichsgröße für die absoluten Investitionen heranzuziehen.

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der Bruttoinvestitionsquote als gewichtetes Mittel verschiedener Gruppen von EU-Ländern. Die Investitionsquote, gemessen als Anteil an der Wirtschaftsleistung, hat für die EU-28-Länder über viele Jahre ungefähr zwischen 21 und 22 Prozent geschwankt. Seit Ausbruch der weltweiten Finanzkrise ist dieser Korridor deutlich unterschritten worden und es zeichnet sich bis 2014 keine spürbare Erholung ab. Die Aggregate EU-28 und EU-15 liegen sehr eng beieinander, da die EU-15-Länder etwa 92 Prozent der Wirtschaftskraft der EU-28 ausmachen. Die Länder des Euroraums haben eine

Abbildung 2: Bruttoinvestitionsquote als gewichtetes Mittel verschiedener Gruppen von EU-Ländern 1995–2016. Werte für 2015 und 2016 beruhen auf Prognosen der EU-Kommission. Berechnung als Quotient von Investitionen und BIP zu laufenden Preisen



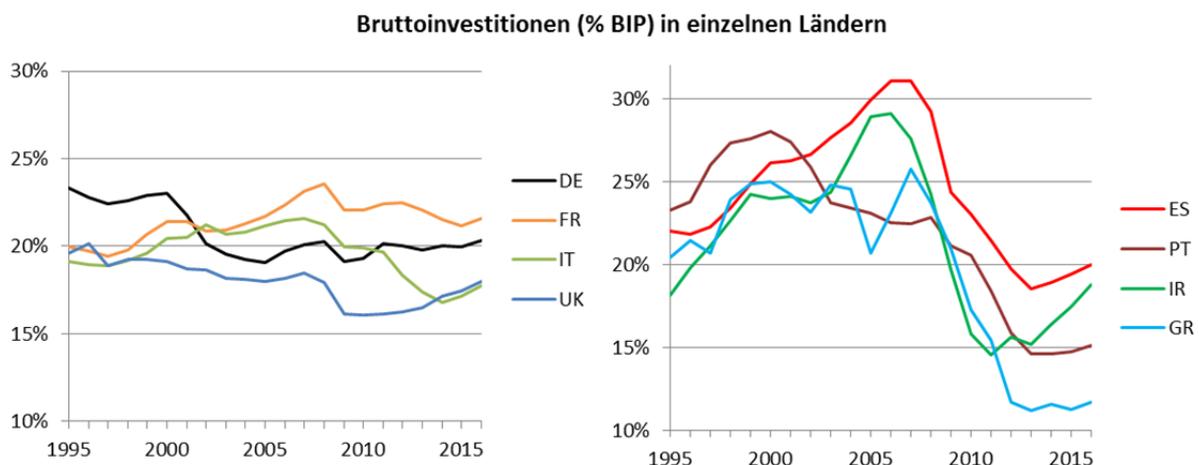
Quelle: Ameco; eigene Berechnungen.

etwas höhere mittlere Investitionsquote als die Länder außerhalb des gemeinsamen Währungsraums, was maßgeblich auf die vergleichsweise niedrigen Quoten im Vereinigten Königreich zurückgeht.

3.1 Unterschiedliche Lage innerhalb der EU

Die Lage in den verschiedenen EU-Ländern ist teilweise sehr unterschiedlich, sodass die von der EU-Kommission attestierte Investitionslücke in vielen Ländern nicht besteht.⁵ In Abbildung 3 (links) sind die Bruttoinvestitionsquoten der größten vier Volkswirtschaften der EU aufgeführt. Während diese in Deutschland zuletzt stabil bei ungefähr 20 Prozent verharren, liegt sie in Frankreich deutlich höher, was z.B. ebenso für Schweden, Belgien und Österreich gilt. In Abbildung 3 (rechts) sind Investitionsquoten für die vier sogenannten Programmländer abgebildet. Erkennbar ist, dass in Spanien und Irland nach der Euro-Einführung Investitionsquoten von etwa 30 Prozent erreicht wurden. Portugal, das bereits einige Jahre früher durch osteuropäische Konkurrenz in eine Krise geriet, sowie Griechenland, verzeichneten zwischenzeitlich ebenfalls Werte von über 25 Prozent. Inzwischen sind die Quoten jedoch – auch im Zuge der Euro-Schuldenkrise – deutlich gesunken.

Abbildung 3: Bruttoinvestitionsquoten in ausgewählten Ländern 1995–2016. Werte für 2015 und 2016 beruhen auf Prognosen der EU-Kommission. Berechnung als Quotient von Investitionen und BIP zu laufenden Preisen



Quelle: Ameco; eigene Berechnungen.

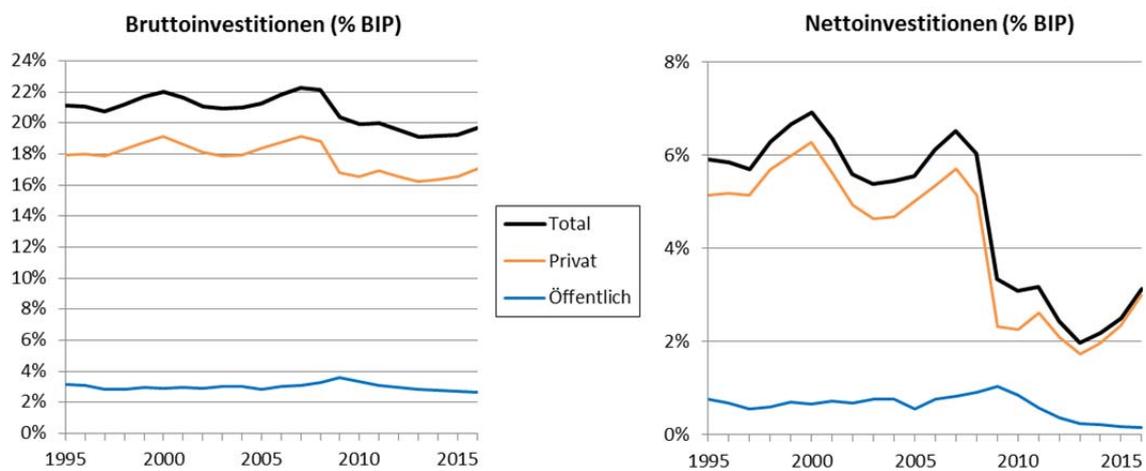
⁵ Aus Gründen der besseren Datenverfügbarkeit wird das EU-15-Aggregat genauer analysiert.

3.2 Private und öffentliche Investitionen

Es gab speziell in einigen Ländern des Euroraums im Zuge der fiskalischen Konsolidierung einen Rückgang der *öffentlichen* Investitionstätigkeit. Es gab auch einen deutlichen Rückgang bei der *privaten* Investitionstätigkeit. Abbildung 4 zeigt links die Bruttoinvestitionen und rechts die Nettoinvestitionen sowohl insgesamt, als auch für den Bereich der privaten und der öffentlichen Investitionstätigkeit.

Abbildung 4:

Brutto- und Nettoinvestitionsquote als gewichtetes Mittel der EU-15-Länder 1995–2016. Werte für 2015 und 2016 beruhen auf Prognosen der EU-Kommission. Berechnung als Quotient von Investitionen und BIP zu laufenden Preisen



Quelle: Ameco; eigene Berechnungen.

Die privaten Investitionen haben im Jahr 2007 den relativ höchsten Wert, die öffentlichen Investitionen aufgrund der Durchführung von Konjunkturprogrammen im Zuge der weltweiten Finanzkrise erst zwei Jahre später. Gemessen an der makroökonomischen Größenordnung ist der Rückgang der öffentlichen Investitionstätigkeit weniger drastisch, da diese nur etwa ein Siebtel der gesamten Bruttoinvestitionen ausmachen und minimal zurückgegangen sind. Private Investitionen sind von etwa 18 Prozent auf 16,5 Prozent gesunken. Der Rückgang der Nettoinvestitionsquoten ist auffälliger, jedoch ist der implizite Kapitalverzehr (Abschreibung) immer eine geschätzte Größe und mit methodischen Schwierigkeiten der Berechnung belastet.

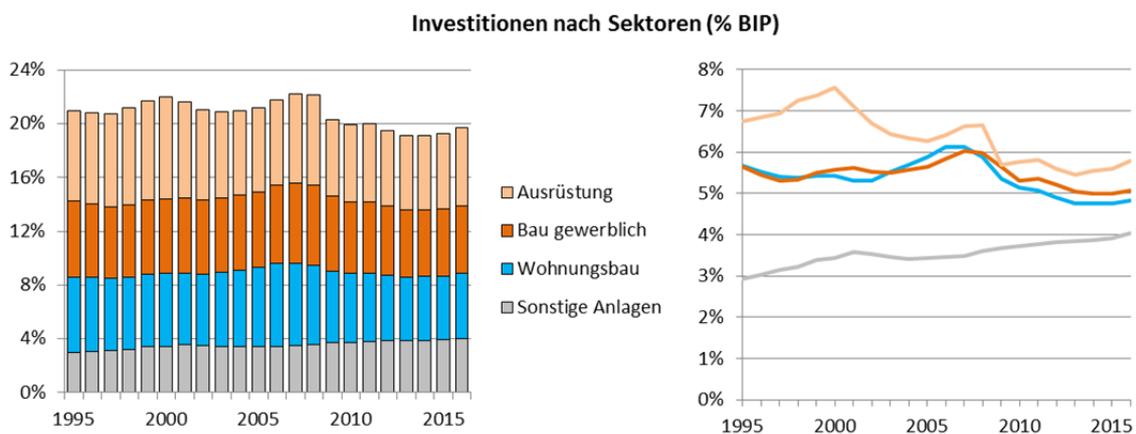
3.3 Detaillierte Analyse nach Investitionsbereichen

Abbildung 5 zeigt eine Aufschlüsselung der Bruttoinvestitionen in die Bereiche Ausrüstungsinvestitionen, gewerblicher Bau (Nichtwohnbauten), Wohnungsbau und sonstige Anlagen.

Investitionen in „Sonstige Anlagen“, die Investitionen in geistiges Eigentum umfassen (Software, Datenbanken, Forschung und Entwicklung), sind im Laufe des betrachteten Zeitraums deutlich von etwa 3 Prozent auf 4 Prozent gestiegen. In den meisten Ländern der EU

ist dieser steigende Trend zu beobachten, wenngleich die Zunahme z.B. in Frankreich etwas schneller verläuft und in Italien und Großbritannien etwas langsamer. Bei den Ausrüstungsinvestitionen gab es einen Rückgang, der sich dem Trend nach allerdings bereits lange vor der Finanz- und Wirtschaftskrise abzeichnet. Beide Bereiche der Bauinvestitionen haben nach der Krise etwa einen halben Prozentpunkt in Relation zur Wirtschaftsleistung eingebüßt, verglichen mit den Niveaus der Jahre 1995 bis 2005. Die Jahre 2006 und 2007 müssen wohl als konjunktureller Ausreißer gewertet werden, da die Investitionsquoten vieler Länder hier auffällige Abweichungen vom langfristigen Trend nach oben aufweisen, sowohl bei den Bauinvestitionen als auch bei den Ausrüstungsinvestitionen.

Abbildung 5: Investitionsquote nach Sektoren, gewichtetes Mittel der EU-15-Länder 1995–2016. Werte für 2015 und 2016 beruhen auf Prognosen der EU-Kommission. Berechnung der Werte als Quotient von Investitionen und BIP zu laufenden Preisen



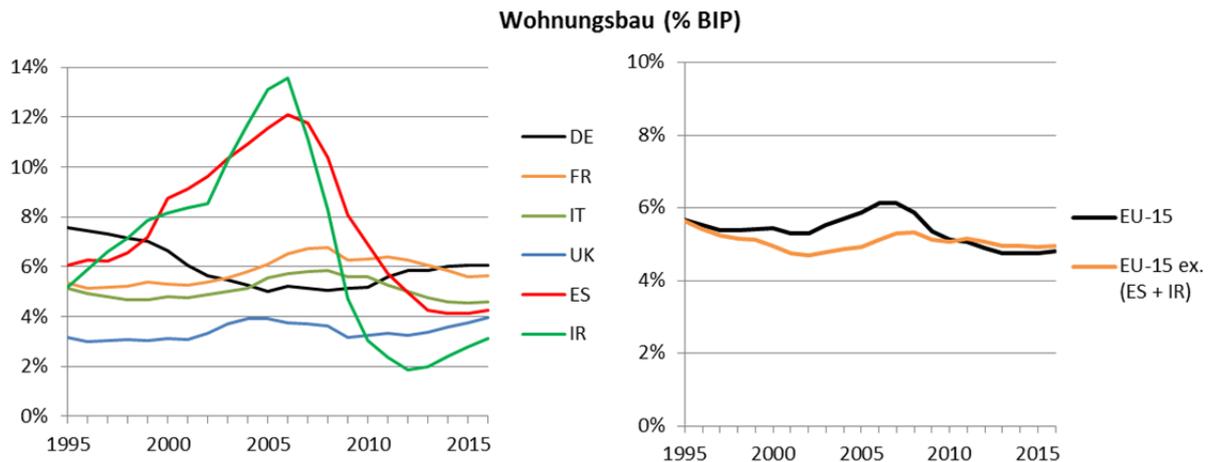
Quelle: Ameco; eigene Berechnungen.

In Spanien und Irland kam es zu einer Immobilienblase, die die Bautätigkeit befeuerte, während die Wohnungsbauinvestitionen in anderen großen Ländern weniger auffällig verliefen (Abbildung 6, links). Neben Spanien und Irland verzeichneten im Übrigen weitere EU-Länder einen Bauboom, der durch die Krise beendet wurde, namentlich Bulgarien, Rumänien, die drei baltischen Staaten und Zypern (nicht abgebildet). Insgesamt wird der Eindruck einer konjunkturellen Übertreibung in den Jahren 2006 und 2007 verfestigt. Lässt man diese beiden Jahre außer Acht und orientiert sich am Niveau der vorherigen Jahre, so liegen die Wohnungsbauinvestitionen in Relation zur Wirtschaftsleistung nach der Krise immer noch etwas niedriger (Abbildung 6, rechts). Rechnet man nun allerdings Spanien und Irland aus dem Aggregat heraus, so zeigt sich, dass die Wohnungsbauinvestitionen für die restlichen Länder der EU-15 ziemlich stabil bei etwa 5 Prozent liegen. Eine Investitionslücke in diesem Bereich kann für die Mehrheit der EU-Staaten demnach nicht festgestellt werden.

Ein ganz ähnliches Bild zeigt sich, wenn die *gewerblichen* Bauinvestitionen betrachtet werden (Abbildung 7, auch: „Nichtwohnbauten“). Die von der EU-Kommission als besonders förderungswürdig eingestuft privat finanzierten Infrastrukturprojekte dürften mehrheitlich diesem Bereich zugerechnet werden. Auch hier lässt sich jedoch kein gravierender

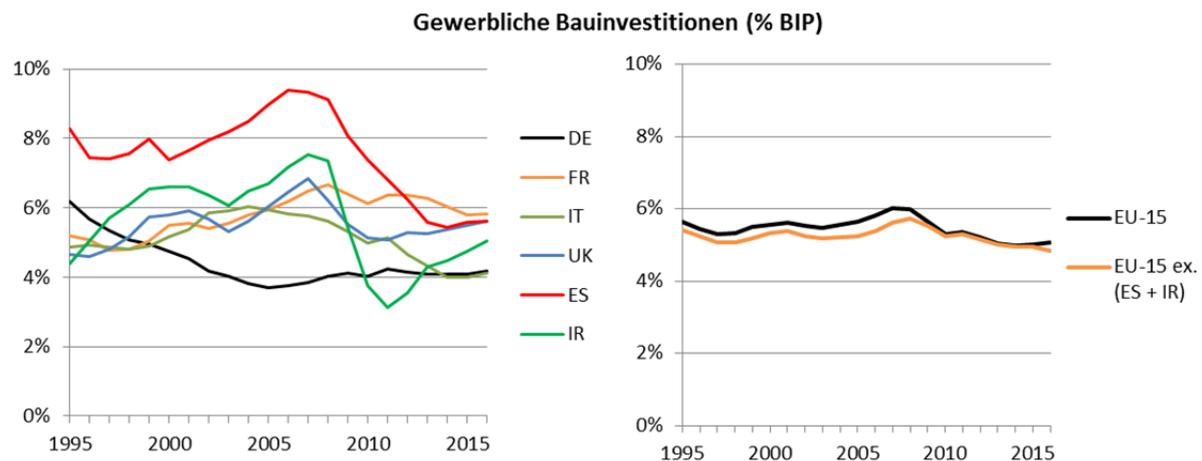
Rückgang mehr feststellen, wenn Spanien und Irland aus dem Aggregat herausgerechnet werden; die Quote liegt unter den verbleibenden Ländern einigermaßen stabil bei knapp 5 Prozent.

Abbildung 6: Wohnungsbauinvestitionen 1995–2016. Werte für 2015 und 2016 beruhen auf Prognosen der EU-Kommission. Berechnung als Quotient von Investitionen und BIP zu laufenden Preisen. Links ausgewählte Länder, rechts als gewichtetes Mittel



Quelle: Ameco; eigene Berechnungen.

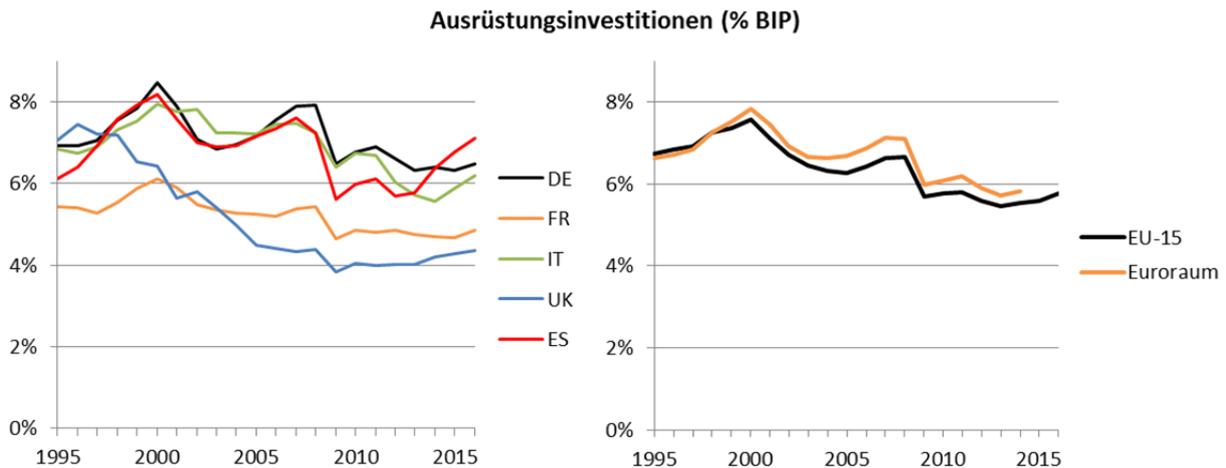
Abbildung 7: Gewerbliche Bauinvestitionen 1995–2016. Werte für 2015 und 2016 beruhen auf Prognosen der EU-Kommission. Berechnung als Quotient von Investitionen und BIP zu laufenden Preisen. Links ausgewählte Länder, rechts als gewichtetes Mittel



Quelle: Ameco; eigene Berechnungen.

Die Ausrüstungsinvestitionen in der EU gehen trendmäßig spürbar zurück, insbesondere im Aggregat der EU-15-Länder (Abbildung 8, rechts). Der Rückgang ist hier stärker als für den Euroraum, da wiederum Großbritannien einen besonders markanten Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen verzeichnete. Für Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien ergibt sich insgesamt lediglich ein leichter Rückgang.

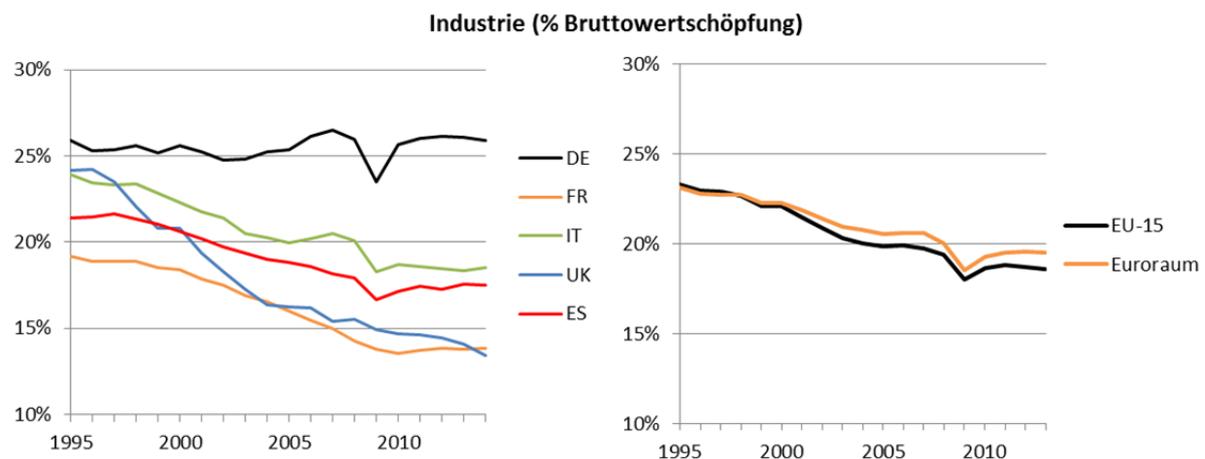
Abbildung 8: Ausrüstungsinvestitionen, als Summe der Bereiche Transport und „metal and machinery“, gewichtetes Mittel der EU-15-Länder 1995–2016. Werte für 2015 und 2016 beruhen auf Prognosen der EU-Kommission. Berechnung der Werte als Quotient von Investitionen und BIP zu laufenden Preisen



Quelle: Ameco; eigene Berechnungen.

Zumindest für einen Teil dieses trendmäßigen Rückgangs dürfte ein anhaltender Strukturwandel verantwortlich sein. Der Anteil der Industrie an der Bruttowertschöpfung ist über den betrachteten Zeitraum von etwa 20 Jahren EU-weit sukzessive zurückgegangen (Abbildung 9, rechts). Es existieren allerdings deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern – während der Industrieanteil für Deutschland über die 20 Jahre in etwa konstant hoch blieb, ging er in Frankreich, Italien und Spanien um etwa 5 Prozentpunkte, im Vereinigten Königreich gar um 10 Prozentpunkte zurück. Ausrüstungsinvestitionen, insbesondere

Abbildung 9: Anteil der Industrie (ohne Bausektor) an der Bruttowertschöpfung 1995–2014. Berechnung der Werte als Quotient von Investitionen und Bruttowertschöpfung zu laufenden Preisen



Quelle: Ameco; eigene Berechnungen.

jene für deren größten Teilbereich (Maschinenbau und Metallverarbeitung), sind für die Industrieproduktion von übergeordneter Bedeutung. Mit dem trendmäßigen Rückgang der industriellen Wertschöpfung geht folglich auch der Bedarf nach zusätzlichen Ausrüstungsinvestitionen zurück. Für diesen Erklärungsansatz spricht auch, dass das Vereinigte Königreich in beiden Zeitreihen den markantesten Rückgang zu verzeichnen hat.

Der insgesamt verzeichnete Rückgang der Investitionstätigkeit ist also längst nicht in allen Ländern gleich ausgeprägt und es sind auch nicht alle Arten von Investitionen gleichermaßen betroffen. Zudem war die Investitionstätigkeit in Europa gerade in den Jahren 2006 und 2007 außergewöhnlich hoch. Das bedeutet, dass eine Orientierung am Vorkrisenniveau (oder gar am Vorkrisentrend) der absoluten Investitionen nicht angebracht ist. Wenngleich die Europäische Kommission (2015a) nicht explizit mit dem Vorkrisenniveau argumentiert, um das Ausmaß der attestierten Investitionslücke zu beziffern, wird der Verlauf (und Rückgang) der absoluten Investitionstätigkeit ausführlich beschrieben und analysiert, wobei ausgerechnet das Jahr 2007 als Basisjahr gewählt wird.

4. Mögliche Gründe für den Investitionsrückgang

Trotz allem bleibt festzustellen, dass sich die Investitionstätigkeit nach der Krise insgesamt relativ schwach entwickelt hat. Verschiedene Gründe könnten zu diesem Rückgang der Investitionstätigkeit beigetragen haben:

Geringeres Potenzialwachstum: Die Expansion des Bruttoinlandsprodukts lässt sich konzeptionell in das *Wachstum* des Produktionspotenzials und in die *konjunkturelle Schwankung* um diesen langfristigen Trend zerlegen. Gemessen an den gängigen Schätzmethoden (nach EU-Kommissionsmethode) ist das Potenzialwachstum innerhalb der EU nach der Krise deutlich eingebrochen, auch über das Maß hinaus, in dem das Potenzialwachstum aufgrund geringerer Investitionen gedämpft wird. Lag dieses Wachstum bis 2007 bei zwei Prozent oder sogar darüber, ist es zwischenzeitlich (2012) auf etwa 0,6 Prozent zurückgegangen und wird derzeit (2015) auf etwa ein Prozent geschätzt (*Quelle:* Ameco). Ein flacherer Wachstumsverlauf impliziert jedoch, dass auch eine geringere Bruttoinvestitionsquote als vorher benötigt wird, um den Kapitalstockaufbau langfristig im Gleichgewicht zu halten. Ein *dauerhafter* Rückgang dieser Quote wäre demnach eine notwendige Folge des geringeren Potentialwachstums. Die Europäische Kommission (2015a) argumentiert hingegen, es existiere eine „nachhaltige Investitionsquote“ zwischen 21 und 22 Prozent, die anscheinend für alle Zeiten gültig sei.

Überkapazitäten: In einzelnen Sektoren (z.B. Bau und Dienstleistungen) können als Folge der starken Investitionstätigkeit vor der Krise Überkapazitäten aufgetreten sein (EZB 2014), die dazu führen, dass *zeitweilig* weniger investiert wird und auch werden sollte.

Finanzwirtschaftliche Hemmnisse könnten ebenfalls in einigen Ländern eine Rolle spielen. Diese Einschränkung der Investitionstätigkeit betrifft insbesondere Branchen, die stärker auf eine externe Finanzierung angewiesen sind (IWF 2015; EZB 2015).

- Altlasten in den Bankbilanzen könnten einerseits zu einer schwächeren Kreditvergabe geführt haben. Die Übernahme von Erstausfallrisiken bei Investitionsprojekten durch die EU könnte immerhin dazu beitragen, dass eine gehemmte Risikobereitschaft der betroffenen Institute teilweise ausgeglichen wird und diese sich stärker als sonst an der Finanzierung von Projekten beteiligen. Die Grundproblematik belasteter Bankbilanzen sollte jedoch vorzugsweise durch gezielte Restrukturierungsprogramme angegangen werden, ggf. ergänzt durch eine Rekapitalisierung betroffener Finanzinstitute, wie dies z.B. bereits in Spanien geschehen ist.
- Stark verschuldete Unternehmen könnten andererseits zu Sparsamkeit bzw. zu einer Phase der Entschuldung gezwungen sein und daher zeitweilig Investitionen unterlassen. Solchen Unternehmen kann das EFSI-Programm jedoch in der Regel nicht helfen, da in dieser Situation schlicht zu wenig Kapital vorhanden ist, welches in EU-geförderte Investitionsprojekte gelockt werden könnte.⁶

Erhöhte Unsicherheit, auch bezüglich der weiteren Entwicklung der Euro-Schuldenkrise, könnte zu einer abwartenden Haltung potentieller Investoren beigetragen haben. Dieser Punkt könnte ein Investitionshemmnis sein, das durch die Maßnahmen der Investitionsoffensive behandelt werden könnte. Das EFSI-Programm ist zwar nicht direkt darauf ausgerichtet, um EU-Länder mit ausgeprägter Unsicherheit gezielt zu erreichen. Falls politische und ökonomische Unsicherheit in einigen südeuropäischen Ländern jedoch ein stärkeres Investitionshemmnis darstellt als anderswo, könnte es hier mehr förderfähige Projekte geben, so dass dieser Punkt über die Projektauswahl letztlich doch adressiert wird. Als Resultat würden schwerpunktmäßig Investitionsprojekte in Ländern mit höherer Unsicherheit von einer EFSI-Förderung profitieren, während stabile Länder überwiegend leer ausgingen. Mit Blick auf die ökonomische Unsicherheit als identifiziertes Investitionshemmnis wäre dies durchaus wünschenswert.

Zusammengefasst ist eine öffentliche Übernahme von Erstverlustrisiken somit nur begrenzt geeignet, um die genannten Gründe der Investitionszurückhaltung zu überwinden. Das benötigte Investitionsvolumen kann *zeitweilig* (Überkapazitäten) oder sogar *dauerhaft* (geringeres Potenzialwachstum) verringert sein – hier wäre eine Erhöhung der Investitionstätigkeit nicht erstrebenswert. Finanzwirtschaftliche Hemmnisse sollten hingegen vorzugsweise durch zielgenauere Maßnahmen angegangen werden. Der EFSI könnte noch am Ehesten dort helfen, wo potenzielle Investoren durch eine erhöhte politische oder ökonomische Unsicherheit gehemmt sind.

⁶ Eine Ausnahme wäre es, wenn EFSI-Gelder Anreize verstärken würden, in überschuldeten Unternehmen mit frischem Eigenkapital einzusteigen. Die Auswahlkriterien des EFSI sind jedoch nicht auf eine Rekapitalisierung solcher Unternehmen ausgerichtet.

5. Ökonomische Kollateralschäden

Geförderte Investitionsprojekte können konzeptionell in drei Kategorien eingeteilt werden:

1. Investitionen, die andere ökonomische Aktivitäten verdrängen, sodass die makroökonomische Netto-Wirkung geringer ausfällt oder sogar negativ sein kann,
2. Investitionen, die auch ohne EU-Förderung realisierbar sind (und realisiert werden), sodass sie nicht das Kriterium der „Zusätzlichkeit“ erfüllen,
3. Investitionen, die weder in die erste noch in die zweite Kategorie fallen.

Die Europäische Kommission gibt vor, ausschließlich Investitionen aus der dritten Kategorie fördern zu wollen, also nur solche, die „zusätzlich“ sind und die keine anderen Projekte verdrängen. Der Investitionsausschuss soll prüfen und sicherstellen, dass dies auch wirklich der Fall ist. Im Folgenden werden einige grundsätzliche Bedenken formuliert, weshalb es kaum zu vermeiden ist, dass ein bedeutender Teil der geförderten Investitionsprojekte zur ersten und zweiten Kategorie zählen.

5.1 Verdrängung ökonomischer Aktivität

Sofern es gelingt, Projekte zu fördern, die ohne EU-Unterstützung nicht realisierbar wären, könnten dadurch andere ökonomische Aktivitäten erschwert oder behindert werden. Die EIB möchte im Auswahlprozess zwar sicherstellen, „dass durch die öffentliche Unterstützung keine privaten Investitionen ausgeschlossen oder verdrängt werden“ (Europäische Kommission 2015c). Das mobilisierte private Investitionskapital hätte allerdings sonst nach einer alternativen Anlagemöglichkeit gesucht. Da dieses private Kapital an anderer Stelle nun nicht mehr zur Verfügung steht, müssen andere Projekte somit anderweitige Finanzierungsquellen erschließen. Man kann natürlich argumentieren, dass die Rentabilität sonstiger Projekte durch den EFSI nicht verändert wird und anlagensuchendes Kapital in der aktuellen geldpolitischen Umgebung derart reichlich vorhanden sei, dass andere Projekte problemlos und ohne steigende Kapitalkosten finanzierbar bleiben. Bei einer Normalisierung der Geldpolitik (im historischen Maßstab) dürfte dies Argument zwar nicht mehr gelten, aber folgt man dieser Logik, wären andere Projektfinanzierungen zumindest derzeit nicht gefährdet.

Dennoch bleibt zumindest überall dort ein Verdrängungseffekt, wo komplementäre Faktoren eine knappe Ressource darstellen (Stichwort: „Fachkräftemangel“). Alle Personen, die durch das geförderte Projekt gebunden sind, können in dieser Zeit schließlich keinen anderen Tätigkeiten nachgehen. Falls der Investitionsausschuss die genannte Bedingung ernst nimmt, können in Ländern oder Regionen mit hohem Beschäftigungsstand und einer Überschussnachfrage nach qualifiziertem Personal praktisch kaum Projekte gefördert werden. Falls der Investitionsausschuss dagegen auch in diesen Ländern Projekte fördert, so werden ökonomische Aktivitäten unmittelbar verdrängt und der Netto-Effekt der mobilisierten Investitionen ist vermutlich äußerst gering. Er könnte im Extremfall sogar negativ sein, sofern die

verdrängten Aktivitäten, die andernfalls durch marktwirtschaftliche Prozesse ausgewählt worden wären, einen größeren ökonomischen Wert haben sollten als die nun geförderten Projekte.

Grundsätzlich gilt, dass Marktmechanismen gerade in der Abwägung von Chancen und Risiken von Investitionsprojekten vergleichsweise gut funktionieren, sodass knappe Ressourcen in die jeweils vorteilhaftesten Verwendungen fließen. Die Allokation von privatem Investitionskapital wird jedoch beeinflusst und verzerrt, wenn Projekte erst durch EU-Garantien realisierbar gemacht werden. Hier wäre es aus Investorensicht eigentlich unvernünftig, eine Investition zu tätigen, was durch die veränderten Anreize im Rahmen einer Risikosubvention nun ins Gegenteil verkehrt wird. Somit entscheidet mit dem Investitionsausschuss letztlich ein öffentlich eingesetztes Gremium über die Allokation von überwiegend privatem Anlagekapital. Politische Kriterien wie öffentliche „Vorzeigbarkeit“ werden vermutlich mit ins Kalkül gezogen. Zu befürchten ist, dass unter Zeitrestriktionen und mit nur oberflächlichem Wissen über das Projekt über eine Förderung entschieden werden muss. Es darf bezweifelt werden, ob der Investitionsausschuss für jede Region diejenigen Projekte identifizieren kann, die am effizientesten Wachstum und Beschäftigung fördern, denn Entscheidungsträger vor Ort können dies in der Regel wohl besser einschätzen.

Von entscheidender Bedeutung ist zudem, dass die Finanzmittel des EFSI überwiegend aus *umgewidmeten* Geldern stammen (Gros 2014). Daraus ergeben sich Opportunitätskosten, die von der zu erwartenden Wirkung abgezogen werden müssen, denn in ihrer ursprünglichen Bestimmung könnten die Gelder einen vergleichbar großen Nutzen für Wirtschaft und Gesellschaft haben.

Schließlich entsteht gegenüber Projekten ohne EU-Förderung ein zusätzlicher Verwaltungsaufwand. Projekte müssen überprüft, genehmigt und begleitet werden; Änderungen am Projektplan müssen abgestimmt werden; im Verlustfall muss streng geprüft werden, ob Mittel ausbezahlt werden können. Es entsteht also ein zusätzlicher administrativer Aufwand für die Seite der Prüfer (EIB) und für die Investoren. Die dadurch gebundenen Ressourcen könnten sonst an anderer Stelle eingesetzt werden.

5.2 Mitnahmeeffekte bei fehlender Zusätzlichkeit

Es dürfte Projekte geben, die ohnehin durch EU-Programme oder die EIB gefördert worden wären und die nun lediglich offiziell über das EFSI-Programm laufen. Im Hinblick auf die lange Vorlaufzeit, die benötigt wird, um ein Großprojekt bis zu einem Punkt zu entwickeln, dass Förderanträge bewilligt werden können, ist ein bedeutender Teil der zwischen 2015 und 2017 anlaufenden EFSI-Projekte vermutlich lange vor dem EU-Parlamentsbeschluss zur Investitionsoffensive (Ende Juni 2015) auf den Weg gebracht worden. Beispielsweise kann man davon ausgehen, dass die bereits im Mai 2015 bekannt gegebenen ersten EFSI-Projekte der EIB größtenteils auch ohne Investitionsoffensive durchgeführt worden wären.

Allgemein würde vermutlich ein bedeutender Teil aller geförderten Projekte ohnehin realisiert, weil die Renditechancen die enthaltenen Risiken in der Abwägung klar übersteigen. Bei

solchen Projekten kann es für die Träger dennoch nützlich sein, Verlustrisiken vom Steuerzahler absichern zu lassen, indem die EU die risikoreichsten Tranchen finanziert. Ein Antrag auf EFSI-Förderung würde dann gezielt so formuliert werden, dass das geplante Projekt so *erscheint*, als sei es ohne EU-Garantien nicht realisierbar. Unklar ist, wie zwischen zusätzlichen Projekten und eigenständig realisierbaren Investitionsprojekten effektiv unterschieden und diskriminiert werden kann. Eine EU-Förderung von *nicht-zusätzlichen* Projekten kommt einem Transfer von Steuerzahlergeld an private Investoren gleich, da der Erwartungswert der erzielbaren Projektrendite durch die Risikoübernahme erhöht wird.

5.3 Risiken für den Steuerzahler

Die öffentliche Hand übernimmt dadurch einen Teil der privaten Risiken, denn bei Verlusten zahlt zuerst der EFSI, bevor private Investoren mit ihrem Kapitaleinsatz haften. Für (durchschnittlich) die ersten 20 Prozent des investierten Kapitals haftet im Verlustfall der Steuerzahler – nur bei noch höheren Verlusten müssen die privaten Investoren mit ihrem Kapital geradestehen. Es handelt sich um eine Risikosubvention, denn mögliche Gewinne fließen überwiegend an private Investoren, während Verluste überproportional durch den Steuerzahler getragen werden.

Die Verlustrisiken für den Steuerzahler sind vermutlich nicht zu vernachlässigen. Investoren werden nur dann einen Förderantrag stellen, wenn ihnen die Aussicht auf EU-Garantien wertvoller erscheint als der zusätzliche Verwaltungsaufwand. Dies wird tendenziell immer dann passieren, wenn die Projektrisiken relativ hoch sind, sodass es eine Selbstselektion der Antragsteller geben dürfte. Als Resultat werden besonders risikoreiche Projekte durch den EFSI gefördert, was die beteiligten Institutionen auch als wünschenswert einstufen (Europäische Kommission 2015b). Insgesamt gilt:

- Die geförderten Projekte sind besonders risikoreich.
- Der EFSI trägt Erstverluste, stellt also die risikoreichsten (nachrangigen) Tranchen.
- Jeder vorhandene Euro wird dreimal eingesetzt.
- Der EU-Anteil an der EFSI-Finanzierung (16 Mrd.) wird nur *garantiert*. Lediglich die Hälfte der Mittel (8 Mrd.) wird tatsächlich bereitgestellt.

Es ist zu befürchten, dass vorhandene Finanzmittel schnell aufgebraucht sind. Falls *mehr* als die 8 Mrd. Euro aus dem EU-Garantiefonds fällig werden, müssen zusätzliche Finanzmittel im EU-Budget dafür frei gemacht werden, sodass andere Haushaltsposten bzw. Verwendungsbestimmungen entsprechend gekürzt werden müssen. Falls *sogar mehr* als 21 Mrd. Euro der gesamten Finanzierungshilfen verloren gehen bzw. ausgesprochene Garantien in dieser Höhe fällig werden, müsste die EIB die zusätzlichen Verluste tragen. Die Mitgliedsstaaten der EU wären (als Kapitaleigner der EIB) direkt betroffen und somit letztlich der europäische Steuerzahler. Kiesow und van Roosebeke (2014) empfehlen daher, die möglichen Verluste zu deckeln, indem entsprechende Anleihen der EIB mit einer Klausel versehen

werden, wonach diese nur zurückgezahlt werden, solange die Verluste des EFSI weniger als 21 Mrd. Euro betragen.

6. Fazit

Eine Auswertung makroökonomischer Daten zur Investitionstätigkeit zeigt, dass es große Unterschiede zwischen den EU-Ländern gibt, was das Ausmaß einer Investitionslücke angeht. Ein genauerer Blick auf die Zusammensetzung der Bruttoinvestitionen nach Wirtschaftsbereichen offenbart ebenfalls deutliche Unterschiede. Sobald beispielsweise Länder herausgerechnet werden, die vor der Krise offenkundig von einer Immobilienblase gekennzeichnet waren, kann im Bereich der Bauinvestitionen kein bedeutsamer Rückgang der Investitionsquote mehr festgestellt werden. Trotz allem lässt sich feststellen, dass sich die Investitionstätigkeit nach der Krise schwächer entwickelt hat. Es gibt verschiedene Gründe, die einen solchen Rückgang der Investitionstätigkeit plausibel erklären können - dabei handelt es sich jedoch nur zum Teil um Investitionshemmnisse, bei denen das EU-Investitionsprogramm ein geeignetes Mittel zu deren Überwindung darstellt.

Das Finanzvolumen des EFSI hat mit ungefähr 0,05 Prozent in Relation zur EU-Wirtschaftsleistung eine überschaubare Größenordnung, wenngleich eine finanzwirtschaftliche Hebelung mit dem Faktor 15 angestrebt wird. Die von der EIB und der EU-Kommission kommunizierten Zielgrößen für den gesamtwirtschaftlichen *Netto*-Effekt des Programms erscheinen jedenfalls höchst unrealistisch. Einerseits sind Verdrängungseffekte zu befürchten, wenn ein Projekt tatsächlich erst durch die EU-Förderung realisierbar wird. In dem Fall werden Ressourcen gebunden, die dann nicht mehr für andere ökonomische Aktivitäten zur Verfügung stehen. Andererseits dürften aber auch viele „nicht-zusätzliche“ Projekte gefördert werden, sodass der EFSI hier lediglich Mitnahmeeffekte verursacht, aber keine relevante Netto-Wirkung auf die Realwirtschaft. Zu beachten ist auch, dass erhebliche Opportunitätskosten bei der Verwendung von *umgewidmeten* Finanzmitteln bestehen.

Das Investitionsvolumen, das „auf dem Papier“ durch den EFSI mobilisiert wird, kann somit nur *zum Teil* als wirtschaftliche Netto-Wirkung eingeordnet werden. Ein erheblicher Schaden ist durch die veränderte Förderungsstruktur allerdings auch nicht zu befürchten: Sofern der Investitionsausschuss mit Glück und Geschick sinnvolle Projekte auswählt, sind EU-Fördermittel vermutlich relativ gut angelegt. Die komplementären Dienste (EIAH und EIPP) könnten sich zudem als nützlich erweisen, um potentielle Investoren besser zu unterstützen als bisher.

Eine offene Frage ist, ob die beteiligten Institutionen das gegenwärtige Maßnahmenpaket als Modell für die EU-Wirtschaftsförderung der Zukunft ansehen. In dem Fall dürfte bei einer positiven Evaluation des Programms zukünftig ein wachsender Anteil der EU-Fördergelder finanzwirtschaftlich gehebelt werden. In einer konjunkturellen Krise, wenn die wirtschaftliche Unsicherheit der Marktteilnehmer typischerweise erhöht ist und ökonomische Ressourcen vielfach unterausgelastet sind, könnte ein solches Programm tatsächlich positive Effekte er-

zielen. Der Netto-Effekt der EFSI-Förderung wäre bei einer solchen Konjunkturlage jedenfalls deutlich besser als bei einer Normalauslastung oder gar im Fall einer konjunkturellen Überhitzung: Einerseits dürfte der Anteil der verdrängten ökonomischen Aktivität hier deutlich geringer sein, andererseits ist ökonomische Unsicherheit gerade in dieser Situation tatsächlich ein relevantes Investitionshemmnis, sodass die öffentliche Risikoübernahme in vielen Fällen eine wirksame Gegenmaßnahme darstellen kann.

Sofern also das Ziel verfolgt wird, makroökonomische Nachfragepolitik zukünftig auch über die Fördertöpfe der EU zu leisten – gerade im Hinblick auf die eingeschränkten nationalstaatlichen Handlungsmöglichkeiten durch den europäischen Fiskalpakt – kann die Schlagkraft der begrenzten EU-Mittel auf diese Weise möglicherweise erhöht werden. Im „Five-Presidents-Report“ (Europäische Kommission 2015d: 15) wird die Schaffung einer makroökonomischen Stabilisierungsfunktion auf Ebene des Euroraums als mittelfristiges Ziel einer verstärkten wirtschaftspolitischen Integration genannt. Der EFSI sei demnach ein geeigneter Ansatz, um Stabilisierungspolitik auf supranationaler Ebene zu implementieren. Dagegen spricht jedoch, dass diese Form der Nachfragepolitik nicht konjunkturgerecht an- und ausgeschaltet werden kann, da die Vorlaufzeit und die Dauer von Großprojekten üblicherweise mehrere Jahre beträgt. Hinzu kommt, dass die profitierenden Wirtschaftsbereiche (wie z.B. Energieeffizienz oder strategische Infrastruktur) zu allen Zeiten von großer Bedeutung sind, nicht nur in einer Situation der konjunkturellen Unterauslastung. Sofern die EU-weite Wirtschaftsförderung also dauerhaft angelegt ist und zukunftssträchtige Projekte über die Konjunkturzyklen hinweg gefördert werden sollen, ist dieses Instrumentarium zur makroökonomischen Stabilisierung ungeeignet. Die Möglichkeit, im Bedarfsfall eine antizyklische Fiskalpolitik zu betreiben, sollte daher nicht unter dem Deckmantel der EU-Wirtschaftsförderung auf die supranationale Ebene verschoben werden.

Literatur

- BMF (Bundesministerium für Finanzen) (2015). Investieren in Europas Zukunft – Die Europäische Investitionsoffensive geht an den Start. *Monatsbericht* (Juli): 28–36.
- Diermeier, M., und M. Hüther (2015). Mit dem großen Hebel für mehr Investitionen: ökonomische Bewertung des Juncker-Plans. *Wirtschaftsdienst* 95 (5): 331–341.
- Europäische Kommission (2015a). Why does the EU need an Investment Plan? Factsheet 1. Via Internet (30. Oktober 2015) <http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/factsheet1-why_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2015b). The European Fund for Strategic Investments (EFSI): Questions and Answers. Via Internet (30. Oktober 2015) <http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/efsi_qa_en.pdf>.
- Europäische Kommission (2015c). Woher stammen die Gelder? Factsheet 2. Via Internet (30. Oktober 2015) <http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/factsheet2-where-from_de.pdf>.
- Europäische Kommission (2015d). Completing Europe's Economic and Monetary Union: Report by Jean-Claude Juncker in Close Cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz. Brussels: European Commission.

- EZB (Europäische Zentralbank) (2014). Factors behind the fall and recovery in business investment. *Monthly Bulletin* (April): Box 6.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2015). The Current Weakness in euro area investment compared with past crisis episodes. *Monthly Bulletin* (December): Box 4.
- Gros, D. (2014). The Juncker Plan: From €21 to €315 billion, through smoke and mirrors. CEPS Commentary.
- Kiesow, A., und B. van Roosebeke (2014). The Investment Plan for Europe. Leveraging three Facts to five Recommendations. cepInput 5/2014.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2015). Private Investment: What's the holdup? IMF World Economic Outlook, April: chap. IV.

Imprint

Publisher: Kiel Institute for the World Economy
Kiellinie 66
D–24105 Kiel
Phone +49 (431) 8814–1
Fax +49 (431) 8814–500

Editorial team: Margitta Führmann
Helga Huss
Prof. Dr. Henning Klodt (responsible for content, pursuant to § 6 MDStV)
Dr. Klaus Schrader

The Kiel Institute for the World Economy is a foundation under public law of the State of Schleswig-Holstein, having legal capacity.

Value Added Tax Identification Number: DE 251899169

Authorised Representative: Prof. Dennis Snower, Ph.D. (President)

Responsible Supervisory Authority: Ministry of Social Affairs, Health, Science and Equality of Land Schleswig-Holstein

© 2015 The Kiel Institute for the World Economy. All rights reserved.



<http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/kiel-policy-brief>