

Matthias Diermeier, Michael Hüther

## Mit dem großen Hebel für mehr Investitionen: ökonomische Bewertung des Juncker-Plans

Im Juni 2015 wird die Initiative der Europäischen Kommission zur Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen, der sogenannte Juncker-Plan, in Kraft treten. Dazu wird ein Europäischer Fonds gegründet, dessen finanzielle Ausstattung vor allem vom Kapitalmarkt kommen soll und von der EU garantiert wird. Von den Fondsmitteln wird eine große Hebelwirkung erwartet: Sie sollen privates Kapital im Umfang des 15-fachen der anfänglich bereitgestellten 21 Mrd. Euro mobilisieren. Die Autoren fragen nach der ökonomischen Begründung für das Investitionspaket. Eine übersteigerte Verunsicherung der Investoren aufgrund der Finanzkrise, die zu einem von der Kommission unterstellten Marktversagen führen würde, können sie allerdings nicht erkennen.

Europa leidet immer noch unter der Staatsschuldenkrise. Das ist für sich genommen nicht verwunderlich, denn derartig langwierige Verwerfungen sind nach einem Ineinandergreifen von Weltwirtschafts- und Finanzmarktkrise (ab 2007) sowie Staatsschulden- und Bankenkrise (ab 2010) durchaus plausibel zu erwarten. Angesichts der schnellen und für viele Beobachter überraschend deutlichen Erholung ab Jahresmitte 2009 bis Ende 2010 ist aber aus dem Blick geraten, welche Dimension die Krise hatte: Es war die erste globale Finanz- und Bankenkrise seit der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs in den 1980er Jahren und den Deregulierungen der Finanzbranche in den 1990er Jahren.<sup>1</sup>

Anders als beim Platzen der New-Economy-Blase, die im Grunde dem Muster historischer Spekulationskrisen entsprach, kam es ab 2007 zu einer globalen systemischen

Krise, bei der die traditionellen Finanzintermediäre – die Banken – zugleich Akteure, Betroffene und Treiber waren. Die Vernetzung der Bankbilanzen war ebenso weitreichend wie das Versagen der in den 1990er Jahren eingeführten neuen Techniken des Risikomanagements groß. Die Akteure dachten, sie führen mit Airbag und sicherem Gurt, was einerseits die Risikobereitschaft erhöht haben mochte, andererseits den Argwohn der Beobachter und Außenseiter des Systems milderte.

In diesem Beitrag geht es nicht um eine Geschichte dieser Krise und ihrer Besonderheiten, sondern darum, den spezifischen Hintergrund der gegenwärtigen Investitions- und Wachstumsschwäche als Ausgangspunkt für wirtschaftspolitische Korrekturmaßnahmen zu beleuchten: Die privaten Akteure haben auf die globale Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise mit extremer Verunsicherung reagiert – vor allem in der Europäischen Währungsunion. Mittlerweile haben das Krisenmanagement und die Schaffung neuer Institutionen Wirkung gezeigt, aber gleichwohl ist die Lage – unabhängig vom Sonderfall Griechenland – weiter schwierig, insbesondere bei den Investitionen und der Beschäftigung.

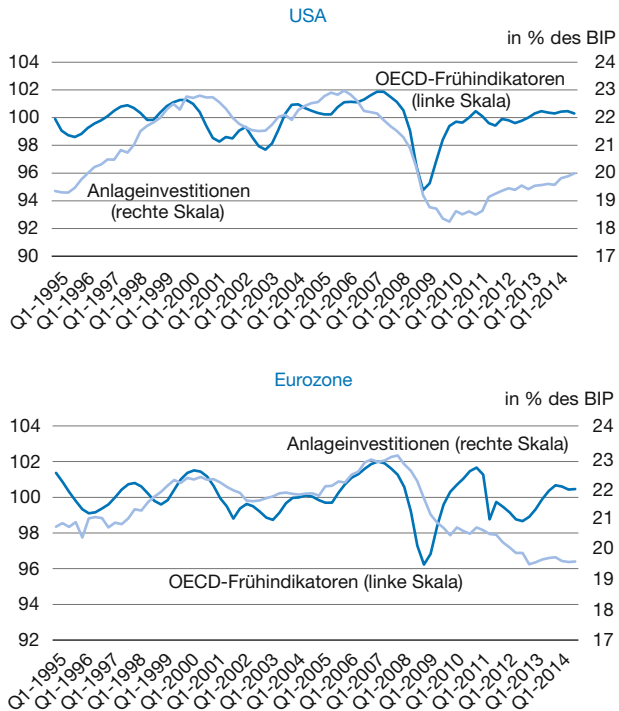
Die Krisen belasten global die Investitionsbereitschaft und begründen Sorgen über die Wachstumsaussichten. In den großen Wirtschaftsräumen gilt seit 2009 respektive 2011, dass sich der Zusammenhang zwischen dem Geschäftsklima und der Investitionstätigkeit entkoppelt hat (vgl. Abbildung 1). Dieser Befund lässt mehrere, freilich keineswegs disjunkte Deutungen zu. Einerseits ist die Investitionstätigkeit trotz des erholten Geschäftsklimas weiterhin schwach, weil das vor der Krise erreichte Niveau übersteigert war. Dafür gibt es eine Reihe von Hinweisen

1 Vgl. A. Admati, M. Hellwig: Des Bankers neue Kleider. Was bei den Banken wirklich schief läuft und was sich ändern muss, München 2013, S. 112 ff.; C. M. Reinhart, K.S. Rogoff: Dieses Mal ist alles anders. Acht Jahrhunderte Finanzkrisen, München 2010, Tabelle A.3.1.

**Prof. Dr. Michael Hüther** ist Direktor des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln (IW Köln).

**Matthias Diermeier**, MA in Economics, ist sein persönlicher Referent am IW Köln.

Abbildung 1  
Anlageinvestitionen und Wirtschaftsentwicklung



Quelle: OECD; eigene Berechnungen.

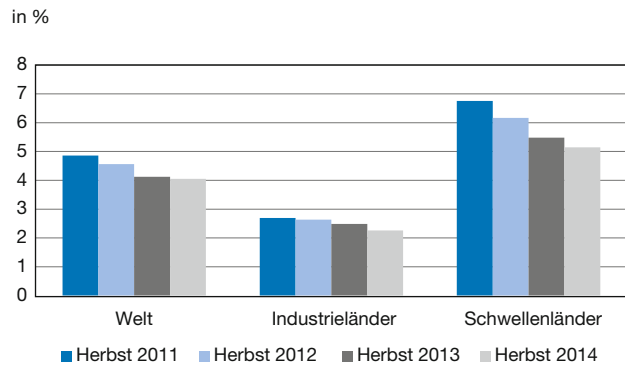
aus den Schwellenländer, aber auch aus Deutschland.<sup>2</sup> Andererseits ist es vorstellbar, dass die Verunsicherung angesichts der Tiefe und Breite der globalen Wirtschaftskrise so stark nachwirkt, dass trotz verbesserter Bedingungen für das Investieren die Suche nach einem neuen Normalzustand dominiert.

### Säkulare Stagnation und Potenzialwachstum

Schließlich kann sich hier eine „säkulare Stagnation“ spiegeln, die darauf beruht, dass eine global wirksame Basisinnovation fehlt und die demografische Dynamik weltweit abnimmt.<sup>3</sup> Es lassen sich in diesem Kontext sowohl nachfrageseitige als auch angebotsseitige Argumente zusammenfügen. Angebotsseitig kann im Lichte der neoklassischen und der neueren Wachstumstheorie argumentiert werden, dass ein geringeres Angebot an Produktionsfaktoren und eine schwächere Produktivitätsentwicklung den Potenzialpfad belasten. Nachfrageseitig kann argumentiert werden, dass eine schwache, d.h. eine unter dem Trendwachstum liegende, Dynamik verzögert

2 Vgl. M. Hüther: Investitionen – Zinsen – Konjunktur: Stimmen die Zusammenhänge noch?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 68. Jg. (2015), H. 1, S. 35 ff.  
3 Vgl. C. Teulings, R. Baldwin (Hrsg.): Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, Centre for Economic Policy Research, London 2014.

Abbildung 2  
Jahresdurchschnittliche Wachstumsprognosen für die jeweils kommenden fünf Jahre



Quelle: IWF: World Economic Outlook, April 2015, S. 73.

auf das Wachstum wirkt. Dabei führt eine Bilanzrezession infolge der hohen Verschuldung vieler Staaten und der privaten Sektoren zu der anhaltenden Nachfrageschwäche. Daran hat das Umfeld extrem niedriger Zinsen bisher wenig ändern können. Allerdings kommt es durch den disinflationären Prozess dazu, dass die Realzinsen derzeit wieder höher liegen als in den Jahren nach der Krise und den negativen Bereich jüngst verlassen haben. Tatsächlich haben sich die Wachstumserwartungen für die Welt, die Industrieländer und die Schwellenländer seit 2011 kontinuierlich verringert, für die nachholenden stärker als für die etablierten Ökonomien (vgl. Abbildung 2).

So zeigt sich auch das Potenzialwachstum in den großen Wirtschaftsräumen der Welt seit der tiefen Krise 2009 deutlich schwächer als zuvor.<sup>4</sup> Anders gewendet: Die Krise ist kein transitorisches Phänomen, das sich lediglich vorübergehend in den Zuwachsraten gesamtwirtschaftlicher Aggregate manifestiert, sondern eine nachhaltige Belastung der volkswirtschaftlichen Wachstumspfade. Dies erscheint deshalb plausibel, weil die Krise dadurch strukturell wirkte, dass sie volkswirtschaftliche Geschäftsmodelle obsolet werden ließ. Zusätzlich sind folgende Wirkungen relevant<sup>5</sup>:

- Infolge der Bankenkrise ist die Finanzintermediation gestört. Die Belastungen der Bankbilanzen durch Abschreibungen und den Bewertungsverfall von Vermögensbeständen reduzieren die Kreditvergabe. Zudem belasten Finanzkrisen über eine starke Verunsicherung hinsichtlich der mittelfristigen Ertragserwartungen das Investitionsverhalten. Trotz sich wieder verbessernder

4 Vgl. Internationaler Währungsfonds: World Economic Outlook, April 2015, S. 70, Abbildung 3.2.  
5 Vgl. ebenda, S. 77 f.; C. Teulings, R. Baldwin, a.a.O., S. 3 ff.

Ertragskennziffern bleibt die Investitionstätigkeit länger schwach.

- *Die Beschäftigungsverluste infolge der Krise können sich besonders in Volkswirtschaften mit rigiden Arbeitsmärkten strukturell verfestigen* (Anstieg der inflationsstabilen Arbeitslosenquote). Verstärkt wird dieser Effekt, wenn die Krise den Wandel der volkswirtschaftlichen Angebotsseite forciert und dadurch Humankapital beschleunigt entwertet wird. Das kann sich als mittelfristige Belastung des Potenzialwachstums erweisen, zumal dann, wenn sich zugleich die Erwerbsneigung reduziert (discouraged-worker effect).
- *Welche Wirkung eine Wirtschaftskrise auf die totale Faktorproduktivität hat, ist unklar.* Zwar belastet die geringere Investitionstätigkeit, vor allem die niedrigeren Ausgaben für Forschung und Entwicklung, das Potenzial für Produktivitätssteigerungen. Zugleich wirkt aber die Krise als Anreiz auf die Unternehmen, sich flexibler und produktiver aufzustellen. Entsprechend muss der Ressourceneinsatz revidiert werden.

Die Analysen des IWF zeigen zudem, dass sich die relativen Entwicklungen zwischen den Industrieländern und den Schwellenländern im Zuge der Krise verschoben haben.<sup>6</sup> Galt zuvor, dass sich das Potenzialwachstum in den entwickelten Volkswirtschaften verlangsamte und in den nachholenden Ökonomien anstieg, so hat die Krise in beiden Ländergruppen den Potenzialpfad abgeschwächt. Für die kommenden Jahre wird erwartet, dass das Potenzialwachstum in den Industrieländern langsam stärker wird (von 1,3% im Durchschnitt der Jahre 2008 bis 2014 auf 1,6% im Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2020) und in den Schwellenländern eher weiter zurückgeht (von 6,5% auf 5,2% in den entsprechenden Zeiträumen). Es wird zunehmend deutlich, dass sich die Struktur der Globalisierung verändert und die für die letzten beiden Jahrzehnte dominierende Dynamik der Schwellenländer, allen voran Chinas, für die kommenden Jahre zu relativieren ist. Ein wesentlicher Grund liegt in den Spannungen, die sich immer deutlicher aus Governance-Problemen ableiten.<sup>7</sup>

Aus alledem folgt, dass die wirtschaftspolitisch gestützte Stimulierung privater Investitionen in einem Umfeld extremer Verunsicherung stattfindet. Die Krisen und die struk-

turellen Umbrüche in der Weltwirtschaft machen eine erfahrungsgestützte Erwartungsbildung schwierig. Das muss bei der Bewertung der derzeit geplanten Investitionsprogramme berücksichtigt werden.

### Der Juncker-Plan als Antwort auf Marktversagen?

Die Europäische Kommission hat am 26. November 2014 ihre Pläne für eine europäische Investitionsoffensive vorgestellt.<sup>8</sup> Dabei geht es nicht um Zuschüsse, deren Rückzahlung erfahrungsgemäß unwahrscheinlich ist, sondern um Garantien. Die geplanten Maßnahmen lassen sich in drei Komponenten untergliedern. Insbesondere die beiden ersten Punkte sollen durch eine teilweise Risikoübernahme (Übernahme des first-loss) durch Mittel des EU-Haushalts bzw. der Europäischen Investitionsbank umgesetzt werden:

- Finanzmittel für Investitionen in Höhe von mindestens 315 Mrd. Euro in den kommenden drei Jahren;
- Investitionen in sogenannte Schlüsselbereiche wie Energie- und Transportinfrastruktur, Bildung sowie Forschung und Entwicklung;
- Beseitigung von sektorspezifischen und finanziellen sowie nicht-finanziellen Hemmnissen.

Die Europäische Kommission hat in Europa eine Investitionsschwäche identifiziert, die sie als Begründung für diese außergewöhnliche Maßnahme heranzieht: „Im Unterschied zu der Situation vor einigen Jahren und dank der verbesserten Wirtschafts- und Finanzmarktlage sowie der Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) im Bereich der Geldpolitik verfügen sowohl die Finanzinstitutionen als auch die Unternehmen über reichlich Liquidität. Darüber hinaus sind die privaten Sparguthaben in vielen Mitgliedstaaten hoch. Das Problem besteht darin, dass diese Liquidität nicht so effizient und schnell in die Realwirtschaft gelangt, wie sie sollte. [...] In der Wirtschaft wird das als ‚Marktversagen‘ bezeichnet, was bedeutet, dass die Marktkräfte allein auf kurze Sicht keine Lösung bringen können.“<sup>9</sup>

Wird die Stockung im Liquiditätskreislauf als Marktversagen eingeordnet, muss das erklärt werden. Marktversa-

6 Vgl. Internationaler Währungsfonds, a.a.O., S. 74 ff., Abbildungen 3.5 und 3.6.

7 Vgl. M. Hüther: Eine veränderte Kulisse globaler Risiken, im Zeitgespräch „Niedrige Zinsen – gesamtwirtschaftliche Ursachen und Folgen“, mit Beiträgen von O. Landmann, J. Boysen-Hogrefe, N. Jannsen, F. Fichtner, M. Schrooten, M. Hüther, in: Wirtschaftsdienst, 94. Jg. (2014), H. 12, S. 854 ff., <http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2014/9/niedrige-zinsen-gesamtwirtschaftliche-ursachen-und-folgen/> (7.5.2015).

8 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über den Europäischen Fonds für strategische Investitionen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1291/2013 und (EU) Nr. 1316/2013 KOM(2015)10 endg., Ratsdok.-Nr: 5112/15 und Mitteilung der Kommission über eine Investitionsoffensive für Europa KOM(2014)903 endg., Ratsdok.-Nr: 16115/14.

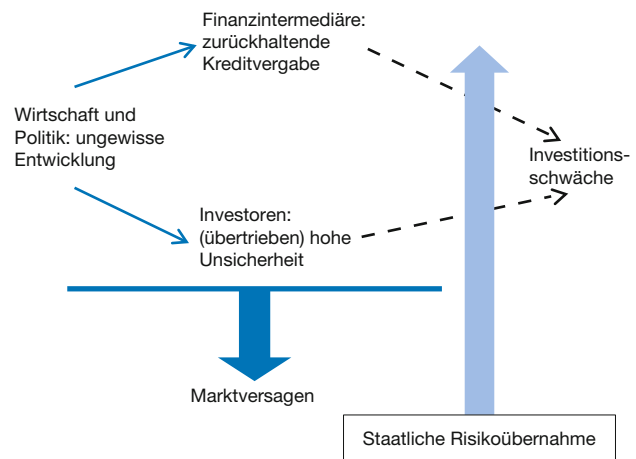
9 Europäische Kommission: Investitionsoffensive: Fragen und Antworten, 2015, S. 5.

gen kann durch produktionstechnische Besonderheiten (öffentliche Güter, externe Effekte, natürliches Monopol) und Informationsasymmetrien (Adverse Selection, Moral Hazard) begründet sein. Funktionsstörungen auf Märkten sind nicht per se ein Marktversagen, sondern können gute Gründe bei ansonsten hoher Funktionsfähigkeit haben. Herrscht beispielsweise ein hohes Maß an wirtschaftlicher oder politischer Verunsicherung, dann ist ein Investitionsattentismus plausibel. Tatsächlich ist beispielsweise seit der Krise 2009 bei den deutschen Unternehmen eine hohe Liquiditätspräferenz zu beobachten; deren Bargeld- und Sichteinlagen sind überproportional gestiegen. Gleichzeitig reduzieren die Unternehmen netto ihre Kreditbestände und reinvestieren verstärkt ihre Gewinne im Ausland.<sup>10</sup> Mit Marktversagen hat dies nichts zu tun. Die Ursachen der Funktionsstörung liegen nicht auf den Finanzmärkten.

Bezüglich der latent vorhandenen, aber nicht in Angriff genommenen Investitionsprojekte wird im Dokument der EU-Kommission ausgeführt: „Private Investoren sind sich aufgrund der Komplexität dieser Projekte oftmals der möglichen Vorteile nicht bewusst und scheuen das Risiko, weshalb sie sich mit Investitionen zurückhalten.“<sup>11</sup> Dies kann man mit viel gutem Willen als Informationsasymmetrie verstehen. Wirklich plausibel ist das nicht. Denn Komplexität kann zwar besondere Herausforderungen der Informationsbeschaffung und -bewertung verursachen, rechtfertigt aber keinen staatlichen Eingriff. Für die EU-Kommission ist hingegen klar: Wichtige Projekte von strategischem und zugleich europäischem Interesse würden ohne politische Intervention nicht finanziert, obwohl reichlich Liquidität für Investitionen vorhanden ist. Auf dem Markt herrsche eine übertriebene Unsicherheit bei privaten Investoren. Die hohe Komplexität langfristiger, strategischer Investitionen verstärke diese Unsicherheit weiter und resultiere in einem Marktversagen. Abbildung 3 visualisiert diese politische Logik.

Bewegt die öffentliche Hand durch Risikoübernahme Investoren zu vermehrter Investitionsbereitschaft, löst sich – so die Erwartung – das vermeintliche Marktversagen. Unternehmen würden dann soviel investieren wie unter einer adäquaten Risikobeurteilung – die Investitionsschwäche wäre behoben. Der Staat übernimmt bei dem Plan der Kommission die Finanzintermediation. In der Argumentation der EU führt dies nicht zu zusätzlichen Risiken für den Staat, da er lediglich seinen Informationsvorteil über die komplexen Investitionsprojekte ausnutzt. Er

**Abbildung 3**  
**Begründungsmuster der Europäischen Kommission für die geplante Investitionsoffensive**



Quelle: eigene Darstellung.

übernimmt ein Risiko, das es eigentlich nicht gibt. Wäre das Risiko relevant, würden Infrastrukturinvestitionen den privaten Investor ohne staatliche Garantie nie locken. Für die Finanzierung der Infrastruktur ist aber nicht ein Krisenpaket notwendig, sondern eine nachhaltige Finanzierung über den Staat.

### Bestimmungsgründe der Investitionsschwäche

Neben den konzeptionellen Fragen, die sich aus der Argumentation der EU-Kommission ergeben, ist zu prüfen, wie es mit dem empirischen Befund bestellt ist. Abbildung 4 zeigt zunächst, dass die Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen in Europa der Ausgangsthese der Europäischen Kommission entspricht. Es wird deutlich, dass sich zum einen die einzelnen Länder nach der Krise sehr unterschiedlich entwickelt haben, zum anderen aber die Ausrüstungsinvestitionen am aktuellen Rand tatsächlich im europäischen Durchschnitt um 12% unter dem Höchststand 2007 liegen. Lediglich für Deutschland lässt sich eine leichte Steigerung über das Vorkrisenniveau feststellen. Die Gründe der Investitionsschwäche sind damit freilich noch nicht geklärt. Gerade für die deutsche, in Europa bedeutsamste Volkswirtschaft, zeigen sich besondere Faktoren der unbefriedigenden Investitionstätigkeit: Die starken Schwankungen in der letzten Dekade und die Belastungen nach der Krise gehen vor allem auf die Ausgaben für neue Fahrzeuge zurück (Nutzfahrzeuge, Schiffe, Schienenfahrzeuge).<sup>12</sup>

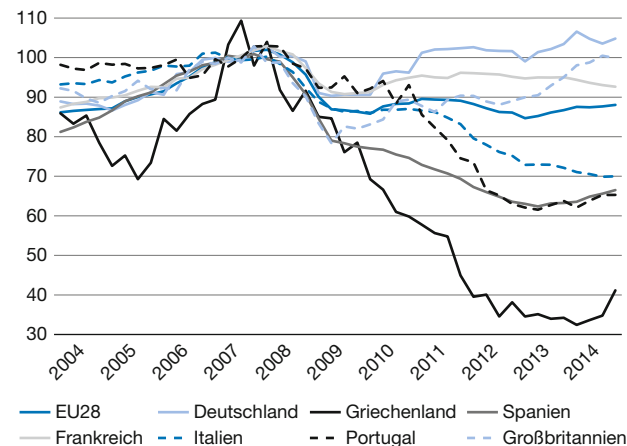
<sup>10</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Mehr Vertrauen in Marktprozesse, Jahresgutachten 2014/15, Ziffern 421 ff.

<sup>11</sup> Europäische Kommission, a.a.O.

<sup>12</sup> Vgl. M. Hüther: Investitionen – Zinsen – Konjunktur ..., a.a.O., S. 37; H. Bardt, M. Grömling, M. Hüther: Schwache Unternehmensinvestitionen in Deutschland? Diagnose und Therapie, IW policy paper, 04/2015.

**Abbildung 4**  
**Ausrüstungsinvestitionen in Europa**

Volumen-Index 2007 = 100



Quelle: Eurostat; eigene Berechnungen.

Die von der Kommission vorgetragene Argumentation einer übermäßigen Risikoaversion auf Seiten der Investoren, die zu einem Marktversagen führt, lässt sich nicht so leicht bestätigen. Abbildung 5 zeigt das Geschäftsklima und die politische Unsicherheit. Während die Stimmung am aktuellen Rand wieder gegen sein Vorkrisenniveau strebt, ist die vorherrschende, politische Unsicherheit in Europa immer noch doppelt so hoch wie 2007. Es bestätigt sich die These, dass die Krise wegen ihrer im historischen Vergleich besonderen Qualität nachhaltig die für die Investitionsbereitschaft bedeutsame Erwartungsbildung der Wirtschaftsakteure belastet.

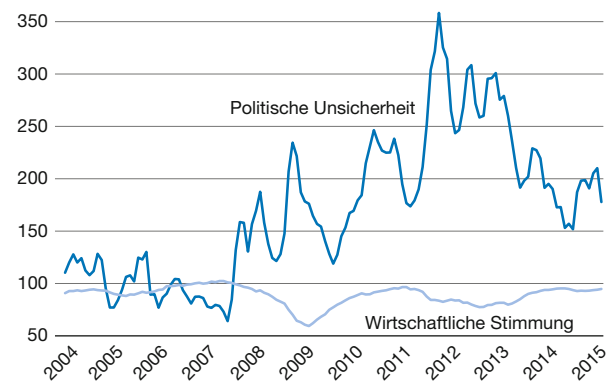
Die Behauptung, dass eine übermäßige Risikoaversion für die Investitionsschwäche verantwortlich sei, darf demnach bezweifelt werden. Denn trotz der von der Politik ausgehenden Unsicherheit schätzen die europäischen Marktakteure die wirtschaftliche Lage als durchweg gut ein – von übertriebener Risikoaversion kann keine Rede sein. Auch der aktuelle „World Economic Outlook“ des Internationalen Währungsfonds untermauert die Bedeutung der politischen Unsicherheit für die Investitionsentscheidung privater Investoren.<sup>13</sup> Politische Unsicherheit ist ein rationales Investitionshemmnis, das zwar zur Schwächung oder gar zum Zusammenbruch der Investitionstätigkeit führen kann, jedoch kein Marktversagen begründet.

Damit bleibt offen, über welchen Kanal politische Unsicherheit in den Kreditmarkt wirkt. Durchaus möglich wäre es, dass Investitionen insbesondere in südeuropäischen Ländern an mangelnder Kreditvergabe scheitern. Die Re-

13 Vgl. Internationaler Währungsfonds, a.a.O., S. 125 ff.

**Abbildung 5**  
**Stimmung in Europa**

Index 2007 = 100, Drei-Monats-Durchschnitt



Quelle: Economic Policy Uncertainty; Europäische Kommission; eigene Berechnungen.

striktion läge dann auf der Angebots- und nicht auf der Nachfrageseite des Kreditmarkts. Für die Eurozone deuten aktuelle Daten aber eine beträchtliche Lockerung der Kreditvergabe in den vermeintlichen Krisenstaaten an (vgl. Abbildung 6). Während die Kreditstandards der Banken ein so niedriges Niveau wie vor der Krise wieder erreicht haben, ziehen zugleich die bei Banken eingereichten Kreditanträge deutlich an. Ebenso zeigen Befragungen im Eurosystem, dass sich die Finanzierungsbedingungen für kleinere und mittlere Unternehmen auch in Spanien und Italien deutlich verbessert haben, vergleicht man den Zeitraum von Ende 2012 bis Anfang 2013 mit dem ersten Halbjahr 2014.<sup>14</sup> Die expansive Geldpolitik einerseits und die Sanierungsbemühungen für die Banken der Krisenländer andererseits zeigen somit deutliche Effekte. Findet man in diesem Marktumfeld keine Refinanzierung, dann stellt sich schlicht die Frage nach der Wirtschaftlichkeit oder der ordnungspolitischen Qualität der strategischen Investitionsprojekte.

Die Beweislast über den Nachweis eines staatlichen Informationsvorsprungs bei Investitionsgroßprojekten liegt im Lichte der skizzierten Befunde weiterhin bei der Europäischen Kommission. Nichtsdestotrotz scheint der politische Wille zur Umsetzung der Investitionsoffensive ungebrochen. Verschiedene neue, institutionelle Akteure sollen geschaffen werden, um Angebot und Nachfrage auf dem europäischen Investitionsmarkt wieder auf Vorkrisenniveau zu heben.

14 Vgl. Europäische Zentralbank: Bank lending survey, erstes Halbjahr 2014.

Die Rolle des Finanzintermediärs soll ein neugeschaffener Europäischer Fonds für Strategische Investitionen (EFSI) übernehmen. Dessen Eigenkapital setzt sich aus 16 Mrd. Euro aus dem EU-Haushalt (wobei 8 Mrd. Euro auf Garantien entfallen) und 5 Mrd. Euro Zuschüssen der Europäischen Investitionsbank zusammen. Für 8 Mrd. Euro Eigenkapital aus dem EU-Haushalt werden Mittel mobilisiert, die eigentlich für die Programme „Horizon 2020“ sowie „Connecting Europe“ vorgesehen waren. Ein durchschnittlicher Hebel von 1 zu 15 soll die gewünschten Investitionen in Höhe von 315 Mrd. Euro ermöglichen. Die Beiträge der Mitgliedstaaten sind auf Fremdkapitalzuschüsse der nationalen Förderbanken beschränkt – aus Deutschland wird die Kreditanstalt für Wiederaufbau 8 Mrd. Euro zuschießen.

Auf der Mittelverwendungsseite sollen 240 Mrd. Euro für strategische Investitionen – beispielsweise für Infrastruktur oder Bildung, Forschung und Innovationen – und 75 Mrd. Euro für die Finanzierung von Kleinen und Mittleren Unternehmen (KMU) und Mid-Cap-Unternehmen zur Verfügung stehen. Die Mittel der Kreditanstalt für Wiederaufbau werden ebenfalls für die beiden Schwerpunkte Projektfinanzierung und KMU verwendet werden, wobei die Ausweitung der Globaldarlehen an europäische KMU sowie die verstärkte Projektfinanzierung mit EU-Bezug den Großteil des Zuschusses ausmachen (1,75 Mrd. Euro bzw. 5,5 Mrd. Euro). Darüber hinaus wird die Kreditanstalt für Wiederaufbau, wie auch andere Förderbanken, dem EFSI mit ihrer Expertise beratend zur Seite stehen.

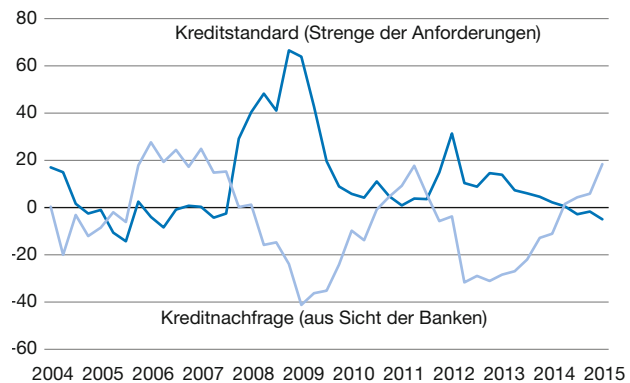
Neben dem Crowding-in privater Investitionen erhofft sich die Kommission dabei auch, 1 bis 1,3 Mio. zusätzliche Arbeitsplätze zu schaffen und das Bruttoinlandsprodukt in der EU während der Programmlaufzeit um 330 Mrd. bis 410 Mrd. Euro zu steigern. Private Investoren haben die Möglichkeit, in verschiedenen Risikokategorien der EFSI-Projekte zu investieren. Über die Erstverlustabsicherung ist darüber hinaus eine asymmetrische Risikoallokation zwischen staatlichen und privaten Investoren möglich. Generell sind sowohl direkte Beteiligungen als auch Modelle der Public-Private-Partnership vorgesehen.

### Projektauswahl

Die Task Force Investitionen hat bereits 2000 potenzielle Investitionsprojekte mit einem Volumen von über 1300 Mrd. Euro in einer Projektpipeline zusammengestellt. Zur Projektauswahl wird ein Investitionsausschuss gebildet, in den unabhängige Sachverständige berufen werden. Die Sachverständigen sind keine Vertreter der Mitgliedstaaten und sollen Projekte ausschließlich nach den folgenden drei Schlüsselkriterien auswählen:

### Abbildung 6 Veränderung von Angebot und Nachfrage auf dem Kreditmarkt der Eurozone

Gewichteter Index der Differenz positiver und negativer Antworten der Banken



Quelle: Europäische Zentralbank: Bank lending survey.

1. EU-Mehrwert,
2. Wirtschaftlichkeit unter Berücksichtigung der sozio-ökonomischen Rendite,
3. erwarteter Projektstart vor 2017.

Die Frage nach dem EU-Mehrwert kann hierbei durchaus ökonomisch konsistent begründet werden. Volkswirtschaftlich kann ein Staatseingriff durch externe Effekte wie Multiplikator-, Integrations-, Spillover- und Netzwerkeffekte legitimiert werden. Solche Effekte werden von privaten Investoren nicht in ihren Kalkulations- und Planungsprozess einbezogen, mit ihnen ist generell die Bereitstellung von öffentlichen Gütern – wenn auch nicht zur staatlichen Risikoübernahme privater Investments – zu begründen. Dennoch muss konkret erkennbar werden, dass die Investitionsprojekte einen Beitrag zum Strukturwandel liefern. Das setzt voraus, dass die kreditgewährende Institution die Angebotsseite in der Europäischen Union realistisch einschätzt, um entsprechend passgenau öffentliche oder öffentlich anzuregende Investitionen zu identifizieren.

In Europa ist beispielsweise eine weitreichende Verflechtung des Verarbeitenden Gewerbes mit anderen Wirtschaftszweigen zu beobachten; die Industrie hat eine Hub-Funktion für die gesamte Wirtschaftsstruktur.<sup>15</sup>

<sup>15</sup> Vgl. Institut der deutschen Wirtschaft Köln/Institut der deutschen Wirtschaft Köln Consult: Manufacturing in Europe. A growth engine in the global economy, Köln 2014.

Dabei nehmen industrielle Frontrunner – also global aufgestellte besonders innovative Unternehmen – gerade kleinere Unternehmen über ihre Vorleistungen quasi mit auf den Weltmarkt. Auch der branchenübergreifende Strukturwandel wird im Wesentlichen durch Impulse aus der Industrie gesteuert. Ein Alleinstellungsmerkmal Europas im globalen Vergleich ist die umfassende Integration von industrieller Wertschöpfung und Dienstleistungen (Verbundsektor oder Joint Production). Die europäische Wirtschaft lebt von einer intensiven Vernetzung, und zwar entlang der gesamten Wertschöpfungskette der Industrie, sowie von der Integration in unterschiedliche Netzwerke und Cluster. Die grenzüberschreitende Integration von Wertschöpfungsketten und die europaweite Kooperation bei Innovationen machen dafür einen forcierten Ausbau transeuropäischer Infrastruktur nötig. Das gilt nicht nur im Verkehr, sondern auch mit Blick auf den digitalen Binnenmarkt und die europäischen Energienetze. Folgenden Kriterien sollten deshalb bei der Auswahl von Investitionsprojekten aus der Projektpipeline besondere Beachtung zuwenden: Industriebasierung mit Fokus Industrie-Dienstleistungsverbund; Stärkung der Netzwerk- und Integrationseffekte (Clusterförderung); FuE-Orientierung und Investitionsstärkung; Europäisierung der Wertschöpfungsketten; Digitalisierung der Wertschöpfungsketten (B2B); Vorleistungsfunktion europäischer Infrastrukturnetze für den Strukturwandel.

Die Frage nach der Wirtschaftlichkeit führt zurück zur Begründung der gesamten Investitionsoffensive. Denn es ist davon auszugehen, dass diese Projekte grundsätzlich von privaten Akteuren übernommen werden. Nur wenn tatsächlich eine Informationsasymmetrie zwischen öffentlichen und privaten Akteuren vorliegt, dient die öffentliche Förderung der Wirtschaftlichkeit. Das zweite Schlüsselkriterium sollte daher um das Prinzip der Zusätzlichkeit ergänzt werden. Zusätzlichkeit bedeutet, dass das Crowding-out privater Investoren unbedingt vermieden werden muss. Investitionsprojekte, die auch ohne staatliche Förderung realisiert würden, sollten daher ebenso unangetastet bleiben, wie Projekte, die aus anderen EU- oder Förderbanktöpfen unterstützt werden könnten.<sup>16</sup>

16 So kritisierte ein Direktor der Bankengruppe der Kreditanstalt für Wiederaufbau als Sachverständiger in der öffentlichen Anhörung des Bundestagsausschusses für die Angelegenheiten der Europäischen Union zur Investitionsoffensive für Europa am 22.4.2015: „Wir haben nicht genügend Projekte. Es ist nicht gelöst über diese Projektliste. Dort wurde alles Mögliche gemeldet. Das meiste davon wird überhaupt nicht tauglich sein. Es hat auch nicht den Zweck. Wir sind momentan mit der Europäischen Investitionsbank im Besprechen, was wir suchen und das ist Additionality. Wir suchen Projekte, die die Europäische Investitionsbank oder die Kreditanstalt für Wiederaufbau nicht normalerweise gemacht hätte. Sondern es muss ja irgendwas zusätzlich sein.“

Das dritte Kriterium, der erwartete Projektstart vor 2017, ist sicherlich mehr dem EU-Haushaltszyklus geschuldet als der weitsichtigen Förderung zukunftssträchtiger Investitionen. In der Tat lässt die Kommission eine kohärente Analyse des Investitionsattentismus vermissen. Indem sie die Folgen der Finanzkrise als Begründung für den EFSI heranzieht wird der Eindruck erweckt, als handle es sich um ein transitorisches Problem. Hierfür spricht auch, dass das Mobilisieren von Investitionen auf die kommenden drei Jahre begrenzt ist. Zugleich kanalisiert die Kommission Finanzmittel in strategische Infrastrukturprojekte, was wiederum darauf hindeutet, dass sie versucht, ein strukturelles Problem in den Griff zu bekommen. Dabei muss ihr klar sein: Ein zeitlich begrenztes Überbrücken einer strukturellen Investitionsschwäche mag Probleme in die Zukunft verschieben – lösen kann es sie nicht.

### Erfahrungen mit Investitionsprogrammen

Große staatliche Investitionsprogramme hat es in der Vergangenheit immer wieder gegeben, Insbesondere als Antwort auf die globale Finanzkrise. So wurde in den USA der American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) beschlossen, der die Wirtschaft von 2009 bis 2019 mit 840 Mrd. US-\$ stärken soll. Bis heute wurden hiervon 816 Mrd. US-\$ abgerufen. Das Programm umfasst Steuererleichterungen, die Förderung von Infrastruktur und Bildung sowie die Bezuschussung der Sozialsysteme und hat die Stärkung des Arbeitsmarktes zum primären Ziel. Obwohl etwa 100 Mrd. US-\$ in Infrastruktur und Energieeffizienz investiert wurden, unterscheidet sich das US-Programm grundsätzlich von Junckers Initiative. Während die EU-Kommission durch Risikoübernahme private Investitionen hebeln möchte, steigt der Staat in den USA als alleiniger Investor in verschiedene Märkte ein und stärkt Verbraucher und Unternehmen über Steuererleichterungen sowie implizite Subventionen den Rücken.<sup>17</sup> Dies spiegelt unter anderem die unterschiedliche Motivation der beiden Programme: Während der ARRA auf die Finanzkrise mit einer Stärkung der Nachfrage reagiert, versucht der EFSI lediglich ein vermeintliches Marktversagen bei den Investitionen zu lösen – indem vorhandene private Nachfrage mobilisiert wird.

Obwohl verschiedene Stimuli-Programme nur schwer vergleichbar sind, hat der IWF kürzlich die Wirksamkeit öffentlicher Investitionsschocks empirisch analysiert. Auf ein Investitionsprogramm folgend steigt der Multiplikator von 0,4 im ersten Jahr nach dem staatlichen Impuls kontinuierlich auf 1,4 im vierten Jahr.<sup>18</sup> Im Durchschnitt

17 Vgl. American Recovery and Reinvestment Act Data Center.

18 Vgl. Internationaler Währungsfonds: World Economic Outlook, Oktober 2014, S. 82 ff.

haben die Investitionsschocks dabei in der mittleren und langen Frist keine Auswirkungen auf die Schuldenquote, und auch das Crowding-out privater Investitionen wird vermieden. Ein Investitionsprogramm ist der Studie zufolge jedoch nicht per se ein Erfolgsrezept. Vielmehr ist der Erfolg durch verschiedene Faktoren bedingt:

- Öffentliche Investitionsschocks haben nur in einem Umfeld von niedrigem Wirtschaftswachstum einen signifikant positiven Effekt.
- Nur Länder mit einer hohen Effizienz der öffentlichen Verwaltung (unter anderem unabhängige Projektbeurteilung, keine Korruption in der Projektvergabe, rigorose Kosten-Nutzen-Rechnungen) können einen positiven Multiplikator nachweisen.
- Nur wenn ein Investitionsprogramm durch Kreditaufnahme finanziert wird und nicht budgetneutral ist, konnte ein positiver Impuls auf das Wirtschaftswachstum nachgewiesen werden.
- Solche schuldenfinanzierten Investitionsschocks haben außerdem keine Auswirkungen auf die Schuldenquote.

Für das aktuelle Nachkrisenumfeld kommt der IWF zu dem Schluss, dass gerade schuldenfinanzierte staatliche Investitionsimpulse in Kombination mit einer effizienten Projektvergabe schwächelnden Staaten aus der Stagnation helfen können. Bei der strategischen Investitionsoffensive der Europäischen Kommission ist zu begrüßen, dass sektorspezifische sowie finanzielle und nicht-finanzielle Hemmnisse abgebaut werden sollen. Die Projektauswahl

des Investitionsausschusses wird effizienter, wenn ausschließlich ökonomische Kriterien herangezogen werden und eine politische Lenkung von vornherein ausgeschlossen bleibt. Problematisch ist außerdem, dass gerade die europäischen Krisenländer Projekte eher weniger effizient umsetzen, Investitionen hier aber am nötigsten sind.

Ein weiterer, insbesondere vom Europäischen Parlament angemerkt, umstrittener Aspekt wird auch vom IWF in den Vordergrund gerückt: Die Umschichtung der Mittel aus bereits geplanten Budgets. Der EFSI wird sich letztlich daran messen lassen müssen, welche Wirkung die verwandten Mittel in Projekten wie „Horizon 2020“ oder „Connecting Europe“ gehabt hätten und in welchem Maße tatsächlich zusätzliche, private Investitionen angesprochen werden.

Kritisch ist das Gesamturteil über das Juncker-Programm neben diesem Opportunitätskostenargument vor allem wegen der weder ordnungspolitisch noch empirisch überzeugenden Begründung. Die tiefe, politisch verankerte Verunsicherung der Investoren muss durch konsistentes politisches Handeln mit Blick auf die relevanten Probleme (z.B. Forschungsinfrastruktur, Arbeitsmarktflexibilität, demografischer Wandel) und eine verlässliche Umsetzung der europäischen Regelwerke beantwortet werden. Unstrittig sollte sein, dass die transeuropäischen Netze strategisch notwendig sind, deren Finanzierung aber nur zu Lasten stark konsumtiver Budgetposten (EU-Agrarpolitik) möglich ist. Wenn man dies bedenkt, geht es nicht um Krisenpolitik, sondern um nachhaltige Infrastrukturpolitik. Der große Hebel wird kaum den großen Zauber bewirken können, die politische Diskussion mag er freilich beruhigen.

---

**Title:** *High Leverage for More Investments: An Economic Evaluation of Juncker's Investment Plan*

**Abstract:** *The global financial and economic crisis has starkly unsettled private investors. An investment plan recently initiated by the president of the EU Commission, Jean-Claude Juncker, is supposed to bring private investors back into the market. Through the assumption of partial risk, the investment plan targets a leverage ratio of 15, multiplying the fund's 21 billion euro equity with private investments. The authors question the Commission's economic reasoning behind the initiative. In fact, investors' uncertainties seem to accurately reflect market risks rather than indicating a market failure. The investment plan's motivation is based on erroneous economic reasoning.*

**JEL Classification:** E22, E61, E62