



Investitionen im Euroraum

Initiativen, Handlungsfelder, Erfolgsfaktoren¹

18. Dezember 2014

Autoren

Nicolaus Heinen
+49 69 910-31713
nicolaus.heinen@db.com

Peter Sidorov
+44 20754-70132
peter.sidorov@db.com

Marco Stringa
+44 20754-74900
marco.stringa@db.com

Marcel Zeitinger

Editor

Barbara Böttcher

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann

Europa leidet unter einer Wachstumsschwäche. Dies hat in den letzten Monaten eine rege Diskussion über Möglichkeiten ausgelöst, wie Investitionen in der Eurozone angefacht werden können, um langfristig Wachstum zu generieren.

Das niedrige Investitionsniveau ist insbesondere den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen zuzuschreiben: Erste Strukturreformen in den Krisenstaaten sind zwar ersichtlich. Das reformpolitische Momentum hat jedoch seit dem Höhepunkt der Eurokrise in 2012 nachgelassen. In einem schwachen reformpolitischen Umfeld bleiben Renditeerwartungen der Unternehmen niedrig – und der Appetit des Privatsektors auf Investitionen kann nicht steigen.

Am 26. November präsentierte die Europäische Kommission einen Investitionsplan für die Eurozone. EUR 21 Mrd. sollen mit einem Hebel von bis zu 15 ein absolutes Investitionsvolumen von EUR 315 Mrd. mobilisieren. Ob der Plan jedoch private Investitionen im gewünschten Ausmaß mobilisieren kann, hängt wiederum von einer Verbesserung des allgemeinen Investitionsklimas ab.

Unabhängig von der aktuellen Debatte über Investitionsoffensiven auf europäischer Ebene hält die Diskussion darüber an, inwiefern das haushaltspolitische Regelwerk der Eurozone flexibler ausgelegt werden kann. Befürworter einer flexibleren Auslegung versprechen sich mehr fiskalischen Freiraum für Länder, damit diese öffentliche Investitionen tätigen und Strukturreformen vorfinanzieren können. Die aktuellen Instrumente der haushaltspolitischen Koordinierung haben sich derweil als stumpf erwiesen.

Das akute Wachstumsproblem der Eurozone kann über die Fiskalpolitik allein nur schwer gelöst werden. Einem alleinigen fiskalischen Impuls, der von europäischer Ebene kommt, stehen wir skeptisch gegenüber. Wirksamer wäre eine Strategie, die Ländern wie Italien oder Frankreich maximale fiskalische Flexibilität zugesteht und zugleich den Druck auf die Umsetzung von Strukturreformen erhöht.

In der aktuellen Lage erscheint es sinnvoll, Steuerungsmechanismen der makroökonomischen Koordinierung stärker zu verfolgen. Dies könnte ein günstigeres Reformumfeld schaffen, in dem Unternehmen wieder Interesse hätten, zu investieren. Jene öffentlich-privaten Investitionsvehikel dürften einen stärkeren Zulauf erhalten, deren Erfolg im aktuellen Umfeld zweifelhaft erscheint. Nicht zuletzt dürften die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der EZB besser greifen, da eine striktere Governance ein bewusstes Verschleppen der Reformbemühungen weniger wahrscheinlich machen würde und somit der geldpolitische Transmissionsmechanismus wieder in Gang käme.

¹ Diese Studie basiert auf einer aktualisierten und erweiterten Übersetzung mehrerer Artikel aus der Deutsche Bank Research Reihe Focus Europe (Ausgabe vom 14. November 2014).



Investitionen im Euroraum

Europa: Wachstum immer noch schwach 1

Land	Wirtschaftswachstum ggü. Vj. (% BIP)		
	2014F	2015F	2016F
BE	1,0	1,0	1,4
DE	1,4	1,0	1,2
IE	4,0	3,3	3,2
GR	1,2	2,7	3,1
ES	1,3	1,9	1,8
FR	0,4	0,9	1,4
IT	-0,4	0,3	0,9
NL	0,7	1,7	1,1
AT	0,4	0,8	1,5
PT	0,9	1,2	1,6
FI	0,0	0,8	1,3
EWU	0,8	1,0	1,3

Quelle: Deutsche Bank Research

Europa leidet unter einer Wachstumsschwäche. Unsere aktuellen Wachstumsprognosen für die Eurozone lassen befürchten, dass sich die Lage auf absehbare Zeit nicht bessern wird (Grafik 1). Dies hat in den letzten Monaten eine rege Diskussion über Möglichkeiten ausgelöst, wie Investitionen in der Eurozone angefangen werden können, um langfristig Wachstum zu generieren. Noch Ende November stellte die Europäische Kommission ein Investitionspaket in Aussicht, das ein Gesamtvolumen an öffentlichen und privaten Mitteln von über EUR 315 Mrd. erreichen soll.

Ein fiskalischer Impuls für die Realwirtschaft wäre sowohl auf europäisch-föderaler Ebene als auch auf nationaler Ebene möglich. Uneinigkeit besteht jedoch darüber, ob dieser Impuls in erster Linie über *deficit spending* oder über die Mobilisierung privater Mittel finanziert werden soll. Weiterhin scheiden sich die Geister an der Frage, ob überhaupt ein Mangel an Investitionen besteht und wenn ja, welche Gründe dafür maßgeblich sind und wie das Investitionsklima generell verbessert werden kann. Auch der fiskalische Spielraum ist in Zeiten steigender Schuldenstände und Konsolidierungserfordernisse enger geworden (Grafiken 2 und 3).

Mehr Neuverschuldung als Wachstum 2

Land	Haushaltssaldo (% BIP)		
	2014F	2015F	2016F
BE	-2,8	-2,8	-2,5
DE	0,1	-0,5	-0,7
IE	-3,6	-2,9	-2,8
GR	-1,3	0,5	1,9
ES	-5,6	-4,5	-3,8
FR	-4,4	-4,2	-3,9
IT	-3,0	-2,8	-2,7
NL	-2,5	-2,0	-1,9
AT	-3,0	-1,9	-1,2
PT	-4,7	-3,5	-3,3
FI	-2,7	-2,3	-1,7
EWU	-2,6	-2,5	-2,3

Quelle: Deutsche Bank Research

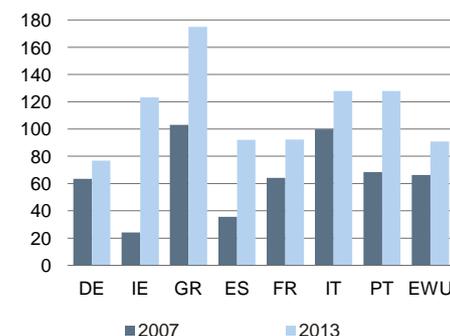
Einen möglichen Bewertungsmaßstab bietet das haushalts- und wirtschaftspolitische Regelwerk der EU: Dieses wurde jedoch in den letzten Jahren mehrfach reformiert und zuletzt durch die Kommission äußerst tolerant ausgelegt. Und so steht die Eurozone vor einer unübersichtlichen Gemengelage aus unterschiedlichen Interessen, begrenzten haushaltspolitischen Spielräumen und unklaren Regeln – und das in einem bescheidenen Wachstumsumfeld.

Dieser EU-Monitor greift die aktuelle Debatte auf und untersucht die Möglichkeiten für Investitionen und den fiskalischen Spielraum für zusätzliche Stimuli auf europäischer und nationaler Ebene. Vier Fragestellungen sollen die Zusammenhänge strukturieren und näher analysieren.

- Besteht eine Investitionslücke – und wenn ja, aus welchem Grund?
- Wie kann das Investitionsklima auf europäischer Ebene wiederbelebt werden?
- Welcher Spielraum besteht für die Fiskalpolitik auf nationaler Ebene?
- Und: Welche Möglichkeiten für einen kohärenten Ansatz in der Wirtschaftspolitik gibt es heute?

Euroland: Staatsschulden steigen 3

Staatsverschuldung (% BIP)



Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat

Besteht eine Investitionslücke?

Seit Ausbruch der Finanzkrise ist das Investitionsniveau in den G7-Staaten gesunken (siehe Grafik 4). Dies wird neuerdings oft zum Anlass genommen, ein verstärktes Engagement des öffentlichen Sektors zu fordern: Befürworter höherer öffentlicher Investitionen konnten in der wirtschaftspolitischen Debatte in Europa zuletzt Boden gewinnen. Selbst der Internationale Währungsfonds (IWF) stellt in seinem jüngsten *World Economic Outlook* (2014) fest, dass nun der richtige Zeitpunkt für öffentliche Infrastrukturprojekte gekommen sei – vor allem in Europa.

Befindet sich Europa also auf einem suboptimalen Investitionsniveau? Und wenn ja, was sind die Gründe für diese Investitionslücke? In der Tat sind die Investitionen in den meisten Industrieländern im Verlauf und nach der Großen Rezession gefallen. Dies ist zunächst nicht verwunderlich, da Investitionen in einem schwachen Wachstumsumfeld und unter hoher politischer Unsicherheit zurückgefahren werden. Im Vergleich zu den USA war der Rückgang in der Eurozone jedoch stärker und hielt länger an. Die Grafiken zeigen, dass dies insbesondere in den Ländern der Europäeripherie der Fall war (Grafik 5).

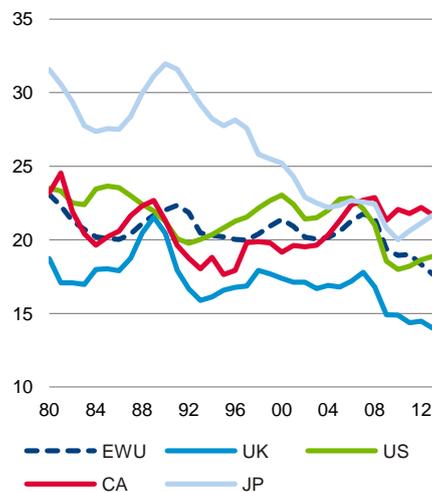


Investitionen im Euroraum

Investitionen weltweit rückläufig

4

Investitionen in G7 und EWU (% BIP)

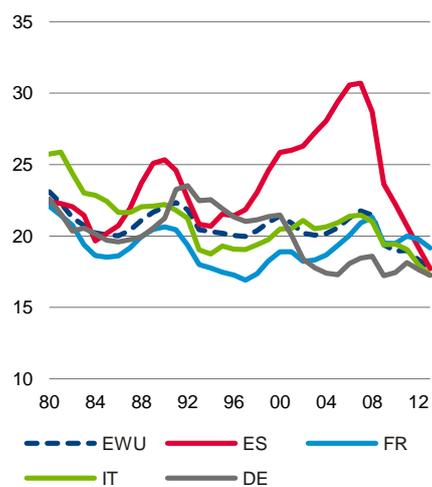


Quellen: Deutsche Bank Research, AMECO

Investitionen: Europa schwächt

5

Investitionen in der EWU (% BIP)

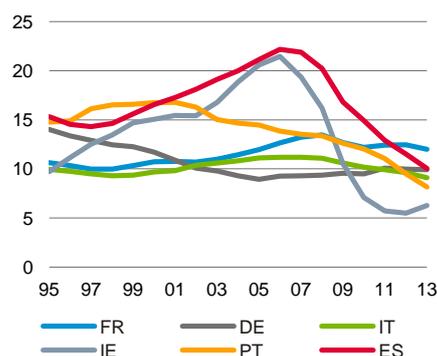


Quellen: Deutsche Bank Research, AMECO

Bauwirtschaft: Unterschiedliche Entwicklung

6

Bausektor (% BIP)



Quellen: Deutsche Bank Research, AMECO

Sinkende Investitionsquoten implizieren nicht unbedingt eine Investitionslücke

Ein Vergleich von Investitionsquoten über Länder und Zeitperioden hinweg ist jedoch nicht immer zielführend, wie die Kollegen Gräf et al. zeigen.² So gibt es zahlreiche Gründe, warum die Investitionsquote in zahlreichen Euroländern momentan niedriger als vor der Krise ist – ohne dass man von einer Investitionslücke sprechen könnte.

- **Anpassungen an vergangene Überinvestitionen zeitigen niedrigere Folgeinvestitionen.** Dieser Punkt bezieht sich auf den Boom bei den Bauinvestitionen in den Peripherieländern Europas vor der Großen Rezession. Die Quote der Bauinvestitionen am BIP erreichte zwischenzeitlich 22% in Spanien und Irland (2007) – nahezu das Doppelte der Länder des Eurozentrums (siehe Grafik 6).
- **Effizienz der Investitionen.** Die Überinvestitionen im Bausektor der Peripherie sind ein typisches Beispiel für relative Effizienz von Investitionen: So haben Investitionen nur eine geringe Auswirkung auf das Wachstum, wenn sie in fragwürdige Vorhaben wie etwa unproduktive Prestigeprojekte fließen. In diesem Zusammenhang zeigt sich, dass Investitionen in Deutschland im Vergleich zu vielen anderen Ländern der Eurozone relativ effizient waren (siehe Grafik 7). Ein Grund dafür liegt in den produktiveren Investitionen in Maschinen und Ausrüstung in Deutschland – verglichen mit relativ unproduktiven Investitionen im Bausektor in anderen Ländern.
- **Aufholdynamik.** Investitionsquoten können zeitweise (selbst für einen längeren Zeitraum) höher sein, wenn es sich um eine Volkswirtschaft handelt, die mit einem Kapitalstock startet, der im Vergleich zu anderen Ländern niedriger ist. Die hohen Investitionsquoten in Japan in den 1960-1970er Jahren und der Investitionsboom in Deutschland in den Jahren nach der Wiedervereinigung dienen hier als Beispiel.
- **Strukturelle Veränderungen von Ländern und Sektoren.** Die Transformation von einer verarbeitenden Industrie hin zu einer wissensbasierten Dienstleistungswirtschaft kann die Investitionsquote durchaus verringern, da es unwichtiger wird, den Kapitalstock zu ersetzen oder zu erhöhen. Die jüngste Reform der *Europäischen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung*, die im September in Kraft getreten ist, versucht diese Transformation zu berücksichtigen, indem sie Ausgaben für Forschung und Entwicklung künftig auch als Investitionen wertet.

Ein weiterer Grund für strukturell bedingt niedrigere Investitionen ist die demographische Entwicklung. So wird etwa Deutschland in den nächsten Jahrzehnten unter einer schrumpfenden Bevölkerung leiden – eine niedrigere Investitionsquote liegt daher nahe.

- **Methodische Einschränkungen.** Wer eine Investitionslücke verlässlich feststellen will, muss wissen, wie hoch die optimale Quote ist – und muss das Ergebnis auch in den jeweiligen zeitlichen Kontext einordnen können. Die Wirtschaftswissenschaften bieten hierfür jedoch kein einheitliches Konzept. Gerade deshalb sind zeitliche wie auch theoretische Überlegungen zu einer Lücke nur eingeschränkt sinnvoll.

Daneben gibt es noch weitere Faktoren, die aktuell und auch zukünftig die Investitionen in der Eurozone begrenzen – und die nicht allein mit den oben genannten Einschränkungen erklärt werden können.

² Gräf, Möbert, Rakau und Schneider (2014). Ausblick Deutschland: Ice Bucket Challenge und strukturelle Investitionslücke. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main.

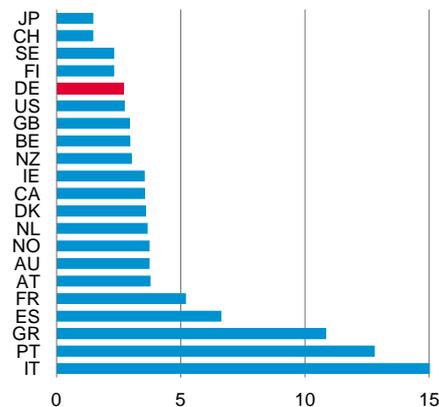


Investitionen im Euroraum

Deutschland: Investitionen sind hoch effizient

7

Durchschnittliche Nettoanlageinvestitionsquote dividiert durch das durchschnittliche Wirtschaftswachstum 2000-2013 (ICOR-Index*)



* Je niedriger der Index, desto effizienter die Investitionen.

Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission

Dennoch: Investitionsbedarf ist in Europa hoch

Erstens befinden sich die öffentlichen Investitionen auf einem Rekordtief (siehe Grafik 8). Freilich kann diese Entwicklung zum Teil mit Anpassungen für Überinvestitionen der Vergangenheit erklärt werden, die sich sowohl im privaten als auch öffentlichen Sektor beobachten ließen. Der Rückgang der öffentlichen Investitionen in der Euro-Peripherie war jedoch mindestens genau so groß wie der der privaten Investitionen (siehe Grafik 8 und 9). Vor allem aber ist im Gegensatz zu den privaten Investitionen, die in der ganzen Eurozone gesunken sind, bei den öffentlichen Investitionen vor allem in der Peripherie ein Rückgang zu beobachten. Fatalerweise sorgte der Druck auf die Staatshaushalte der Krisenländer in erster Linie für eine Absenkung der öffentlichen Investitionen, während konsumptive Ausgaben, die in der Regel höheren politischen Begehrlichkeiten ausgesetzt sind, weitestgehend verschont blieben (siehe Grafik 10).

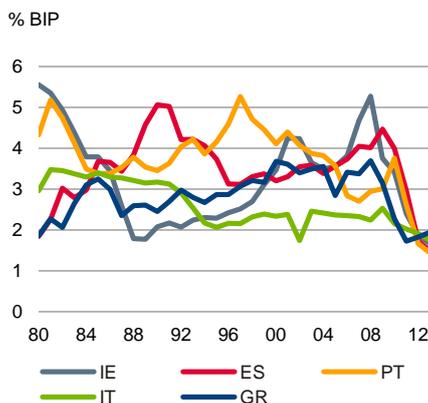
Investitionen des Privatsektors werden indes durch das schlechte Investitionsklima behindert, das zunächst der finanziellen Fragmentierung zuzuschreiben ist. Zwar wurde die lockere Geldpolitik der EZB bei den Finanzierungszinssätzen in den Zentrumsländern durchweg an die Kunden durchgereicht – so sind die Finanzierungszinssätze für Firmen außerhalb des Finanzsektors in Frankreich und Deutschland seit Ende 2011 gesunken. In Italien und Spanien blieben sie hingegen vergleichsweise hoch (siehe Grafik 11). Vor allem aber übertrug sich der starke Rückgang der Zinssätze für Staatsanleihen in den letzten zwei Jahren nicht auf die Bankzinssätze in den Krisenländern (siehe Grafik 12).

Freilich könnte man die Auffassung vertreten, dass die Zinssätze in der Peripherie heute dank der lockeren EZB-Geldpolitik niedriger sind als vor der Krise – und dass das Zinsniveau in Italien und Spanien allein die erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit widerspiegeln würde. Davon unbenommen ist das allgemeine reale Zinsniveau mit Blick auf die mageren Wachstumsaussichten jedoch zu hoch.

Zusammenfassend lässt sich somit festhalten, dass zwar keine explizite Investitionslücke besteht, die Investitionen aber auf einem niedrigen Niveau verharren. Dies hat verschiedene Gründe, wobei hier die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen eine exponierte Rolle spielen. Die Frage ist daher, wie die Rahmenbedingungen verbessert werden können und welche Optionen hier für die EU und die einzelnen Länder in Frage kommen.

Öffentliche Investitionen fallen rapide

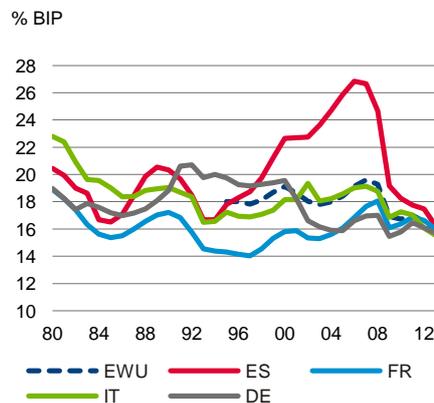
8



Quellen: Deutsche Bank Research, AMECO

Private Investitionen sinken

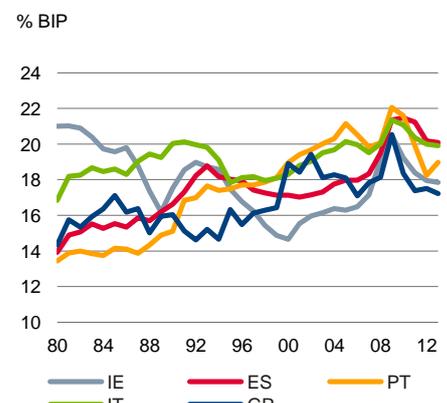
9



Quellen: Deutsche Bank Research, AMECO

Öffentlicher Konsum bleibt stabil

10



Quellen: Deutsche Bank Research, AMECO

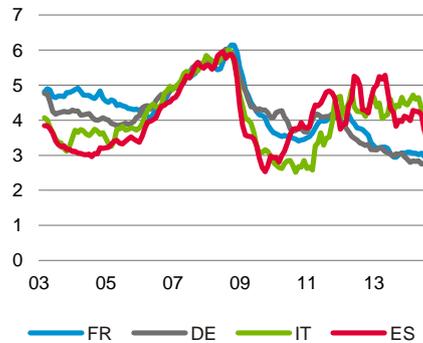


Investitionen im Euroraum

Europa: Unterschiedliche Finanzierungssätze

11

Zinssätze (%) auf neue NFU* Kredite, Laufzeit: 1-5 Jahre



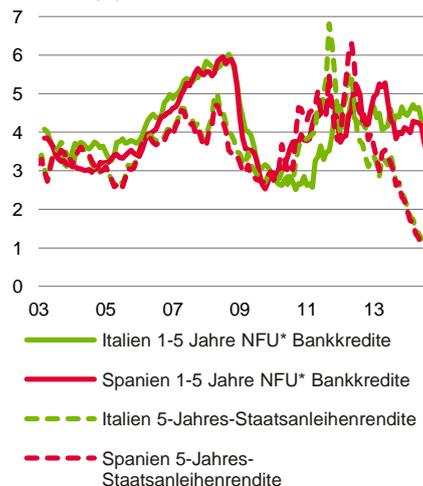
* NFU: Nichtfinanz-Unternehmen

Quellen: Deutsche Bank Research, AMECO

Bankkredite werden nicht günstiger

12

Zinssätze (%)



* NFU: Nichtfinanz-Unternehmen

Quellen: Deutsche Bank Research, AMECO

Investitionshemmnisse abbauen: Was zu tun ist

Auf der Finanzierungsseite dürfte das Projekt der Bankenunion zwar die finanzielle Fragmentierung zwischen den Ländern der Eurozone nicht vollständig aufheben, jedoch zu einem gewissen Teil verringern. Allerdings: Selbst wenn der Transmissionsmechanismus zwischen EZB, Geschäftsbanken und Unternehmen wieder in Gang kommen sollte, so hängen die Unternehmen der Eurozone noch immer stark von der Kreditfinanzierung durch Banken ab. Um ebendiese Abhängigkeit abzubauen, suchen zahlreiche Ansätze in der aktuellen politischen Debatte nach alternativen Finanzierungsquellen für Investitionen. Ihr Ziel ist es zumeist, Investoren an den Kapitalmärkten einzubinden, um so die traditionell starke Unternehmensfinanzierung über das Kreditgeschäft der Banken sinnvoll zu ergänzen. Hierzu gehört sowohl die Ausweitung der Kompetenzen der Europäischen Investitionsbank als auch die Weiterentwicklung des aktuellen regulatorischen Umfelds hin zu einer sog. *Kapitalmarktunion*. Doch dies allein reicht nicht aus.

Erste Strukturreformen in den Krisenstaaten sind zwar bereits ersichtlich. Doch gerade auf der Angebotsseite müssen weitere Maßnahmen ergriffen werden, um das Investitionsklima und das potenzielle Wachstum zu verbessern sowie die politische Unsicherheit zu reduzieren. Das reformpolitische Momentum hat jedoch seit dem Höhepunkt der Eurokrise in 2012 nachgelassen – einige Beobachter machen hierfür die Bestandsgarantie der EZB für die Eurozone verantwortlich, die den Druck von Investoren auf den Staatsanleihenmärkten und damit den Marktdruck für Reformen auf die Regierungen von Krisenstaaten hat sinken lassen. In einem schwachen reformpolitischen Umfeld kann jedoch der Appetit des Privatsektors auf Investitionen nicht steigen, da die Renditeerwartungen niedrig bleiben.

Umso mehr rücken nun öffentliche Investitionen in den Mittelpunkt des öffentlichen Interesses. In der Tat können öffentliche Investitionen in einer Konjunkturlaute den Output erhöhen und kurz- sowie mittelfristig die Staatsschuldenquoten sogar senken – vorausgesetzt, die Investitionen sind effizient. Öffentliche Investitionen sind deshalb für das Wirtschaftswachstum wichtig, da es sich beispielsweise bei den staatlichen Infrastrukturinvestitionen oft um Vorleistungen für die private Investitionstätigkeit handelt. Als eine Verwendungskomponente des BIP haben Investitionen einen direkten Nachfrageeffekt und erzeugen mittel- bis langfristig (indirekt) positive Angebotseffekte. So entfalten gerade Infrastrukturinvestitionen direkte Wachstumseffekte durch Mobilisierung von Arbeitskräften. Indirekte Effekte entstehen durch eine effizientere Infrastruktur – also etwa kürzere Fahrtzeiten auf Autobahn und Schiene, die Unternehmen international wettbewerbsfähiger machen.

Angesichts des begrenzten fiskalischen Spielraums empfiehlt es sich jedoch, solche Maßnahmen haushaltsneutral zu gestalten, damit sich die Haushaltspolitik allgemein mehr in eine wachstumsfreundliche Richtung bewegt. Andernfalls würde die Glaubwürdigkeit wirtschaftspolitischer Akteure aufs Spiel gesetzt, und die Angst vor möglichen Fehlverwendungen schuldenfinanzierter Ausgabenprogramme könnte Investoren veranlassen, sich weiter in Zurückhaltung zu üben. Höhere öffentliche Investitionen sollten strukturelle Maßnahmen nur komplementieren, ersetzen können sie sie nicht.

Im weiteren Verlauf dieser Studie greifen wir diese Punkte auf und konzentrieren uns dabei auf Investitionsfinanzierung, die das Ziel hat, weitestgehend haushaltsneutral zu sein. Zudem erörtern wir, welche Spielräume im haushaltspolitischen Regelwerk bestehen, um Investitionen zu finanzieren.



Investitionen im Euroraum

Die wichtigsten Instrumente der EIB

13

- **Projektarlehnen für Einzelvorhaben**, deren Gesamtinvestitionskosten EUR 25 Mio. übersteigen. Die Darlehenssumme kann sich auf bis zu 50% der Gesamtkosten belaufen. Der gegenwärtige Anteil der EIB beläuft sich auf ein Drittel – den Rest übernehmen private Investoren.
- **Darlehen über nationale Förderbanken**, welche an lokale Banken vergeben werden, die diese wiederum an KMU oder öffentliche Institutionen weiterreichen – insofern die Finanzierungsvorhaben konform mit den Zielen der EIB sind – wie zum Beispiel wirtschaftliche und soziale Kohäsion.
- **ESIF-Finanzinstrumente** wandeln EU-Mittel in Finanzprodukte wie Darlehen, Garantien, Beteiligungen und andere Mechanismen um, die mit einer Risikoübernahme verbunden sind. Bisher wurden diese für Strukturfondsinvestitionen genutzt.
- **Projektanleihen**. Die EIB garantiert eine nachrangige Tranche von Anleihen einer öffentlich-privaten Projektgesellschaft, die in den Bereichen Energie, Transport und Breitband-Infrastruktur investiert. Dies erhöht die Bonität der Gesellschaft – institutionelle Anleger investieren zusätzliche Mittel.

Quelle: EIB

Investitionsinitiativen auf europäischer Ebene

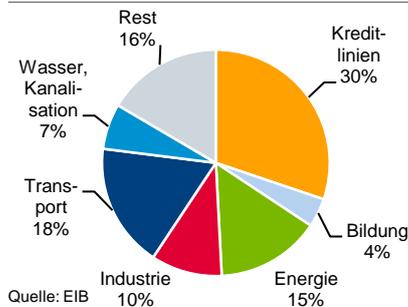
Ein wichtiger Akteur der Investitionsvorhaben auf europäischer Ebene ist die Europäische Investitionsbank (EIB). Eigentümer der EIB sind die 28 EU-Mitgliedsstaaten, die jeweils einen Teil am Gesamtkapital von EUR 243 Mrd. halten. Die EIB arbeitet mit verschiedenen Instrumenten und versucht dabei, die Ziele der europäischen Politik zu fördern (siehe Box 13) – und zwar mit einem Investitionsmix, der die unterschiedlichen Regionen und Sektoren Europas berücksichtigt (siehe Grafiken 14 und 15).

Abgesehen von den Finanzprodukten hält die EIB 64% der Anteile am *Europäischen Investitionsfonds* (EIF), welcher Wagniskapital für kleine und mittlere Unternehmen bereitstellt. Noch ist der Erfolg dieser Maßnahmen mit Blick auf die Mobilisierung von öffentlichen und privaten Investitionen nicht abschließend und vollumfänglich bewertet worden. Ungeachtet dessen besteht ein genereller Konsens, die Aktivitäten der EIB auszuweiten. In diesem Kontext wurden bislang unterschiedliche Optionen diskutiert – so etwa die Möglichkeit, die sogenannte *Special Activities Reserve* der EIB auszuweiten, deren Volumen aktuell bei EUR 6,1 Mrd. liegt. Diese sichert in der Regel Investitionen mit einem höheren Risiko ab. Sie auszuweiten würde jedoch bedeuten, dass das AAA-Rating der Bank gefährdet wäre, welches ihr momentan eine besonders günstige Refinanzierung sichert. Alternativ müsste das Eigenkapital erhöht werden – dies würde einen einstimmigen Beschluss der Aktionäre erfordern, und die allgemeinen Sparanstrengungen zahlreicher Euroländer lassen es als zweifelhaft erscheinen, dass diese Lösung angestrebt wird.

Die Europäische Kommission ist sich dieses Dilemmas durchaus bewusst und hat unter ihrem neuen Präsidenten Jean-Claude Juncker zuletzt einen Investitionsplan vorgestellt, der das Ziel hat, risikoreichere Investitionen zu mobilisieren und zugleich die hohe Kreditwürdigkeit der EIB zu wahren.

Finanzierte Projekte der EIB nach Sektor

14



Quelle: EIB

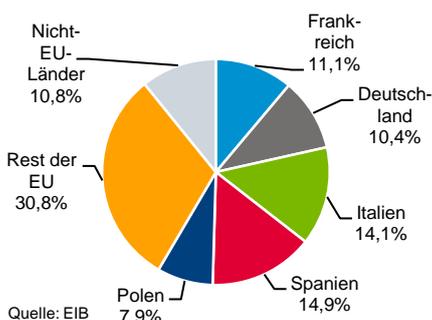
Aktuelle Diskussion: Der EUR 315 Mrd. Plan der Kommission

Am 26. November präsentierte die Europäische Kommission einen Investitionsplan für die Eurozone. Dieser ist ein zentrales Thema der Gespräche der Staats- und Regierungschefs auf dem Europäischen Rat am 18. und 19. Dezember. Der Plan umfasst drei Elemente.

- **Strukturreformen**. Ein günstiges Reformumfeld soll Unternehmen motivieren, zu investieren. Verbindlich ist dieses Ziel jedoch nicht.
- **Kapitalmarktunion**. Unternehmensfinanzierung soll künftig stärker und grenzüberschreitend über die Kapitalmärkte erfolgen.
- **Im Kern des Plans steht die Gründung eines Europäischen Fonds für Strategische Investitionen (EFSI)**. Der Fonds soll eine Kapitaleinlage von insgesamt EUR 21 Mrd. erhalten. Eine zusätzliche Haushaltsbelastung soll für die Mitgliedstaaten nicht entstehen, da für die Kapitalausstattung des Fonds bereits bereitgestellte Mittel umgewidmet werden. So steuert die EIB EUR 5 Mrd. bei, die sie – nach eigenen Angaben – dank einer verbesserten Anlagequalität ausstehender Kredite seit 2012 mobilisieren kann, ohne dass das Rating der EIB gefährdet wäre. Weiterhin stellt die EU eine Garantie bereit, welche durch den EU-Haushalt abgesichert ist. Hierzu werden EUR 8 Mrd. des Budgets umstrukturiert und weitere EUR 8 Mrd. werden in den nächsten Jahren aus dem Budget realloziert.³

Finanzierte Projekte der EIB nach Regionen

15



Quelle: EIB

³ EUR 2 Mrd. kommen aus ungenutzten Quellen des EU-Budgets sowie EUR 3,3 Mrd. aus dem Connecting Europe Programme (CEF) und EUR 2,7 Mrd. aus dem Horizon 2020 Programme. Der Vorschlag sieht vor, dass Mitgliedsländer direkte Beträge in den Fonds einzahlen können. Es

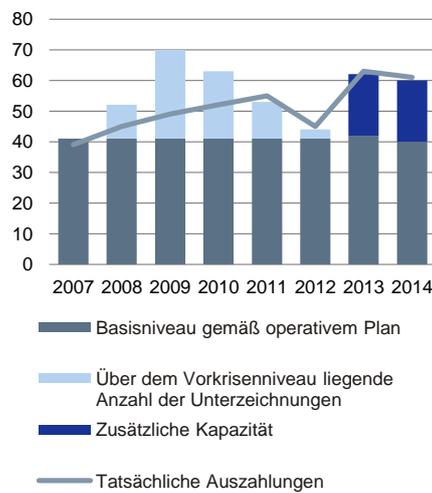


Investitionen im Euroraum

EIB: Entwicklung der Kreditvergabe

16

EUR Mrd.



Quellen: Deutsche Bank Research, EIB, Europäische Kommission

Die Schätzung der Kommission sieht vor, dass die EUR 21 Mrd. ein privates Investitionsvolumen mit einem Hebel von bis zu 15 mobilisieren können. Dies entspräche einem totalen Investitionsvolumen von EUR 315 Mrd. Der 15-fache Hebel ähnelt dem 18-fachen Hebel, der bei der Kapitalerhöhung der EIB in 2012 angepeilt wurde. Ein Unterschied besteht jedoch in der jeweiligen Risikoübernahme. Die EIB hebelt ihr Eigenkapital auf den Kapitalmärkten um das Sechsfache, um Kredite mit geringem Risiko zu vergeben. Diese werden dann wiederum über andere Kreditinstitute gehebelt (Ko-finanzierungsrate: ~3-fach). Dahingegen darf der neu geschaffene EFSI auch risikoreichere Finanzierungsgeschäfte tätigen: Riskante vorrangige Verbindlichkeiten, nachrangige Kredittranchen und Eigenkapitalinstrumente. Mithilfe der EUR 21 Mrd. sichert der EFSI diese Finanzierungsgeschäfte in Höhe von EUR 63 Mrd. ab (3-facher Hebel), welche wiederum insgesamt ein Investitionsvolumen von 315 Mrd. (5-facher Hebel) mobilisieren sollen (siehe Grafiken 17 und 18). Die erhöhte Risikoaufnahme des EFSI bedingt somit eine größere private Ko-finanzierungsrate, verringert damit jedoch den jeweils möglichen Ausfallbetrag.

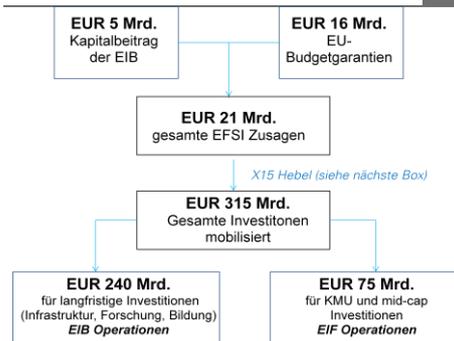
In der Tat könnte der Investitionsplan einen zusätzlichen finanziellen Impuls für private Investoren in Europa geben. Dennoch birgt der Plan einige Umsetzungsrisiken.

— **Es bleibt abzuwarten, ob der Plan der Kommission als glaubwürdig aufgenommen wird.** Das Abkommen für Wachstum und Beschäftigung (2012) wies ein ganz ähnliches Design auf – jedoch wurden die finanziellen Ressourcen nur zu einem geringen Teil abgerufen oder haben konventionelle Investitionsfinanzierungen in den Zentralländern der EWU verdrängt. Trotz der erhöhten Flexibilität ist es fraglich, ob der neue Plan wirklich die Schwächen des alten überwunden hat (vgl. Kasten 19).

— **Die Wahl der Projekte.** Die Projekte sollen von einem unabhängigen Investitionsausschuss ausgewählt werden, dessen Mitglieder allerdings von der Kommission, der EIB mit den Mitgliedstaaten bestimmt werden. Es kann daher nicht ausgeschlossen werden, dass am Ende nationale Partikularinteressen bei der Auswahl der Projekte die Oberhand gewinnen. Fraglich ist zudem, ob eine Bestenauswahl überhaupt gelingen kann, da der Fonds in erster Linie darauf abzielt, Investitionen in solche Projekte zu fördern, in die Investoren ohne öffentliche Förderung aus eigenen Risiko-Rendite-Erwägungen nicht investieren würden. Diese Überlegungen gelten im aktuellen Niedrigzinsumfeld umso mehr.

Der EUR 315 Mrd. Plan

17

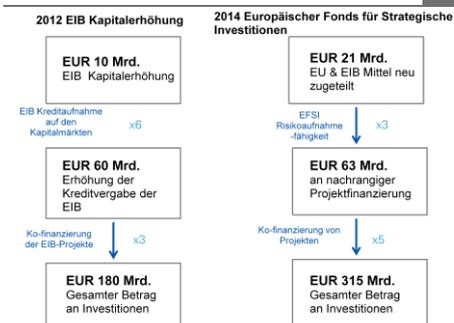


Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission

— **Ohne zusätzliche Mittel ist der Plan darauf angewiesen, private Investitionen zu mobilisieren. Diese hängen wiederum von einer Verbesserung des allgemeinen Investitionsklimas ab.** Auf der Habenseite ist immerhin zu verzeichnen, dass durch den Plan regulatorische Hürden für die Finanzierung durch den Privatsektor abgebaut werden – wie zum Beispiel für den hochqualitativen Verbriefungsmarkt oder standardisierte Kreditinformationen über KMU. Da jedoch keine genaueren zeitlichen Vorgaben bestehen, bleibt abzuwarten, ob sich aufgrund dessen kurzfristig positive Erwartungen bei Investoren bilden. Ebendies könnte sich als schwierig erweisen, denn selbst die bisherigen bindenden Empfehlungen der Kommission haben nicht zu einem signifikanten Reformeifer geführt. Während der Signaleffekt des Investitionsplans kurzfristig auf das Investitionsvolumen wirken könnte, ist aufgrund langer Vorlaufzeiten zu erwarten, dass sich die ökonomische Wirkung des Pakets frühestens ab 2016 entfalten dürfte.

Der Hebelmechanismus

18



Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission

ist geplant, dass diese Beträge nicht bei der Berechnung des Haushaltsdefizits nach Maastricht erfasst werden.



Investitionen im Euroraum

Das Abkommen für Beschäftigung und Wachstum (2012)

19

Im Juni 2012 verabschiedeten die Staats- und Regierungschefs der EU den sogenannten *Compact for Growth and Jobs* (Abkommen für Wachstum und Beschäftigung). Das Abkommen sah eine Reihe von hybriden Finanzierungsprodukten vor, um staatliche Gelder mittels privater finanzieller Ressourcen auf ein Volumen von EUR 120 Mrd. zu hebeln. Ein Großteil wurde jedoch aus anderen Quellen und Budgets umgewidmet:

- Das Eigenkapital der Europäischen Investitionsbank (EIB) wurde um EUR 10 Mrd. aufgestockt, um so die Kreditvergabekapazität um EUR 60 Mrd. zu erhöhen, welche die Geschäftsbanken wiederum an KMU weiterleiten sollten. Da sich das allgemeine Investitionsklima aber nicht verbessert hat, blieb die erwartete Kreditnachfrage in der Peripherie aus (moderate Erhöhung – siehe Chart 16). Zudem konnten nur wenige potenzielle Kreditnehmer in den Peripherieländern den Bonitätsansprüchen der EIB gerecht werden. Gleichzeitig verdrängten die EIB-Ressourcen nicht selten das Kreditangebot von Geschäftsbanken in den Zentrumsländern der EWU.
- Es wurde beschlossen, dass EUR 55 Mrd. von nicht gezogenen Strukturfondsmitteln des EU-Budgets verwendet werden sollte, um Maßnahmen für KMU und gegen die Jugendarbeitslosigkeit zu finanzieren. Für die erforderliche Ko-finanzierung konnten die Staaten aufgrund der knappen Haushaltslage jedoch nicht den nötigen Eigenanteil leisten. Die Mittel wurden daher oft nicht abgerufen.
- Zudem wurden EUR 4,6 Mrd. für sogenannte Projektanleihen vorgesehen. Dieses sind Anleihevehikel, die in Großprojekte im Bereich Energie, Transport oder Breitbandtechnologie investieren, und bei denen die EIB durch eine Absicherung schlechterer Risikotranchen eine Bonitätsverbesserung erzielen kann.

Rückblickend lässt sich zusammenfassen, dass die finanziellen Ressourcen nicht wie erwartet in Anspruch genommen wurden. Und wenn sie in Anspruch genommen wurden, entfalteten sich nicht die erwartete Investitionsdynamik und die Zweit- bzw. Drittrundeneffekte. Im folgenden Jahr merkte die Kommission in einem Zwischenevaluationsbericht an, dass die durch das Abkommen bereitgestellten Mittel „nicht in dem Maße genutzt wurden wie erwartet“.⁴ Zur gleichen Zeit verlangsamte sich die Geschwindigkeit der Strukturreformen: Noch am 1. Oktober 2014 stellte die Europäische Kommission fest, dass nur 10% der Empfehlungen überhaupt vollständig implementiert wurden.

Fiskalischer Spielraum auf nationaler Ebene

Unabhängig von der aktuellen Debatte über Investitionsoffensiven auf europäischer Ebene hält die Diskussion darüber an, inwiefern das aktuelle haushaltspolitische Regelwerk der Eurozone dahingehend flexibler ausgelegt werden kann, dass einzelne Länder mehr fiskalischen Freiraum erhalten können, um auf nationaler Ebene Investitionen zu tätigen. Im Zuge der Eurokrise wurde der Rahmen der haushaltspolitischen Koordinierung mehrfach geändert und in einigen Bereichen auch geschärft. Trotz allem bestehen innerhalb des Rahmens zahlreiche Möglichkeiten zur flexiblen Interpretation. Die Kommission hat bereits angekündigt, dass sie die Möglichkeiten der flexiblen Interpretation des Regelwerks vollumfänglich zulassen wird – zugleich jedoch sicherstellen möchte, dass die zusätzlichen Freiräume für die Vorfinanzierung von Strukturreformen genutzt werden.

Haushaltspolitische Koordinierung in der Eurozone – ein Überblick

Die fiskalische Koordination in der Eurozone basiert auf dem Stabilitäts- und Wachstumspakt. Dieser wird im *Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union* (AEUV) und zwei Verordnungen des Ministerrats aus 1997 näher definiert, die in den letzten Jahren mehrfach geändert wurden. Ergänzt wird das haushaltspolitische Regelwerk durch den sog. *Fiskalpakt* als Abschnitt des intergouvernementalen *Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion*.⁵

Die fiskalpolitische Koordination in der EWU besteht aus einem präventiven und einem korrektiven Arm. Der präventive Arm zielt darauf ab, haushaltspolitische Fehlentwicklungen über umfangreiche Transparenz- und Berichtspflichten in jedem einzelnen Euroland zu vermeiden. Die Berichterstattung erfolgt auf jährlicher Basis im Zuge des sogenannten *Europäischen Semesters*. Das Semester beginnt offiziell im November eines jeden Jahres, wenn die Kommission in einem *Jahreswachstumsbericht* ihre fiskalischen und ökonomischen Prioritäten für das Folgejahr festlegt. Mitgliedstaaten orientieren ihre Haushaltspolitik an den Maßgaben des *Jahreswachstumsberichts* und dokumentieren diese in sogenannten *Stabilitätsprogrammen* (Nicht-EWU-Länder: Konvergenzprogramme), die sie im April eines jeden Jahres der Kommission vorlegen. In diesen Programmen legen die Mitgliedstaaten dar, wie sie haushaltspolitische Mittelfristziele (*medium term objectives, MTOs*) zu erreichen planen. Diese MTOs sind Zielwerte, die sich auf den strukturellen Haushaltsaldo beziehen. Der allgemeine Referenzpunkt für EWU-Länder liegt momentan bei einem strukturellen Defizit von 0,5% (BIP) oder besser. So sollen die Länder eine Art „Sicherheitsabstand“ zur weitaus bekannteren Maastricht-Defizitgrenze von 3% (BIP) einhalten können, die sich auf das nominale Haushaltsdefizit bezieht – und zugleich noch einen ausreichenden haushaltspolitischen Spielraum für den Fall eines plötzli-

⁴ Siehe Europäische Kommission (2013). *The compact for jobs and growth: One year on*. Bericht zur Vorlage beim Europäischen Rat. Juni 2013. Brüssel: Europäische Kommission. S. 4.

⁵ Das Regelwerk der haushaltspolitischen Koordinierung ist generisch gewachsen. Die Gesamtheit seiner Maßgaben und Ausnahmetatbestände erschließt sich selbst erfahrenen Politökonomern nicht immer in allen Einzelheiten. Dies hat zuletzt auch zu Kritik seitens einiger Euroländer geführt, die die hohe Flexibilität des Regelwerks grundsätzlich nicht ablehnen, für die die Komplexität der Maßgaben jedoch mittlerweile ein Maß erreicht hat, das sie als intransparent empfinden. Diese Studie vereinfacht daher an Stellen, an denen wir es für vertretbar halten: Wir klammern die rechtlichen Details des Rahmenwerks und seine zahlreichen Reformen aus unserer Darstellung aus. Sanktionen gegen einzelne Mitgliedstaaten als mögliches Druckmittel werden im öffentlichen Diskurs oft erwähnt, sind jedoch in Anbetracht einer zuletzt äußerst toleranten Haltung der Kommission und der Blockademöglichkeiten des Ecofin sehr unwahrscheinlich. Daher gehen wir auf die umfangreichen Abstimmungsprozesse bis hin zu Sanktionen auch nur am Rande ein (vgl. Box 20). Zudem werden wir nur die Maßgaben für die Euroländer darstellen und die Bedingungen für die Nicht-Euro Länder ausklammern.



Investitionen im Euroraum

Sanktionen sind unwahrscheinlich

20

Im Falle einer größeren Abweichung der Stabilitätsprogramme der Euroländer von den Vorstellungen der Kommission sieht das Regelwerk die Möglichkeit von Sanktionen nach mehreren Abstimmungsschritten vor. Jeder Schritt muss von der Kommission vorgeschlagen und vom Ecofin freigegeben werden – teils mit expliziter Zustimmung, teils mit stillschweigendem Einverständnis.

Sanktionen drohen im präventiven Arm dann, wenn strukturelle Konsolidierungsvorgaben nicht erreicht und wirtschaftspolitische Empfehlungen nicht umgesetzt werden. In diesem Fall besteht die Möglichkeit einer erneuten Abmahnung mit Fristsetzung (6 Monate, Schnellverfahren: 4 Monate); bei anhaltender Nichtbefolgung droht eine Einlage von 0,2% (BIP).

Im korrekativen Arm drohen Sanktionen ebenfalls, wenn das nominale Defizit nicht reduziert wird oder der Schuldenabbau als unzureichend angesehen wird – und empfohlene Korrekturmaßnahmen nicht umgesetzt wurden. Bereits auf dieser Stufe des Verfahrens können Länder der Eurozone mit finanziellen Sanktionen belegt werden (Unverzinsliche Einlage von bis zu 0,2% des BIP, die bei weiterer Nichtbefolgung als Strafe eingezogen werden kann). Werden Empfehlungen nicht eingehalten, werden innerhalb der gesetzten Frist die nächsten Schritte eingeleitet. Darin eingeschlossen ist die Möglichkeit weiterer Sanktionen.

Bei der Formulierung der Sanktionen werden zwei Muster deutlich, die die Wirkungsmacht der fiskalischen Regeln einschränken: Zum einen fallen die Sanktionen relativ schwach und stark zeitverzögert aus. Zum anderen bedarf es bei den Entscheidungen immer einer qualifizierten Mehrheit des Ecofin – der mehr oder minder paritätisch durch die Mitgliedsstaaten besetzt ist – was harte Sanktionen unwahrscheinlich macht.

Quelle: BMF (2011): Monatsbericht April.

Neu seit 2011:
Präventiver Arm mit Ausgabenziel

21

Im Jahr 2011 wurde der präventive Arm des Stabilitätspakts um einen weiteren Referenzwert ergänzt. Dieser bezieht sich auf die Wachstumsrate der öffentlichen Ausgaben abzüglich Zinsausgaben, Ausgaben für EU-Programme und Arbeitslosenunterstützung. Vereinfacht gesprochen sieht die Maßgabe vor, dass Länder, die ihr MTO erreicht haben, ihre Staatsausgaben nur in dem Maße ansteigen lassen dürfen, wie sie diese durch zusätzliche Einnahmen decken können.

Bei jenen Ländern, die ihr MTO noch nicht erreicht haben, dürfen die Staatsausgaben jedoch nur mit einer Rate unterhalb ihres mittelfristigen Trendwachstums ansteigen.

chen Wirtschaftsabschwungs haben. Solchen Euroländern, die ihr Mittelfristziel nicht erreichen, gibt die Kommission länderspezifische *Anpassungspfade* vor, entlang derer jedes Land sein strukturelles Defizit um 0,5% des BIP p. a. verringern sollte, bis das jeweilige MTO erreicht ist. Die Kommission bewertet im Mai, ob die Mitgliedstaaten in ihren *Stabilitätsprogrammen* hinreichend belegen können, dass ihr Anpassungsfortschritt nach Plan verläuft. Die Bewertung wird sodann in *länderspezifischen Empfehlungen* im Juni veröffentlicht, die vom Ministerrat bestätigt werden.

Der Ermessensspielraum ist groß: So muss die Kommission bei der Bewertung der fiskalischen Mittelfristziele in Betracht ziehen, ob zusätzliche Ausgaben, die zu einer Verfehlung der Ziele geführt haben, einen langfristigen Effekt auf die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen haben werden – und zwar entweder im Zuge von

- Reformen des Rentensystems, die kapitalgedeckte Vorsorgeelemente fördern,
- oder Strukturreformen, die darauf abzielen, das langfristige strukturelle Wachstum zu erhöhen.

Gerade der letzte Punkt bietet einen enormen Interpretationsraum und könnte die Kommission dazu verleiten, eine weitere Verlängerung des strukturellen Anpassungspfad im Gegenzug zu ehrgeizigeren Reformzielen zuzulassen. Allerdings: Seitens der Mitgliedstaaten reichen allein Reformankündigungen aus – deren Umsetzung in der Gesetzgebung und die tatsächliche Implementierung können aufgrund begrenzter Kompetenzen auf europäischer Ebene zunächst nicht bewertet werden.

Euroländer reichen diese Haushaltsentwürfe am 15. Oktober ein. Sie fügen diesen Entwürfen Prognosen zu mehr als 100 verschiedenen makroökonomischen Indikatoren mitsamt der zugrundeliegenden methodischen Annahmen bei. Die Kommission bewertet diese bis Ende Oktober und prüft, ob diese mit der Projektion des MTO, dem generellen Wachstumsausblick und den ökonomischen Empfehlungen vom Juni konform sind. Bei Ländern, die sich in einem Defizitverfahren befinden, welches zum korrekativen Arm der Haushaltsüberwachung gehört (siehe unten) kann die Kommission befinden, dass diese nicht ausreichend sind. In Folge kann sie einen geänderten Haushaltsplan anfordern. Dies geschieht zumeist Ende Oktober. Zwar sind die Empfehlungen der Kommission nicht bindend. Stärkere Verfehlungen der Zielvorgaben unter dem präventiven Arm gehen jedoch in die Bewertung im Zuge des *Defizitverfahrens* (korrekativer Arm, siehe unten) ein – und können somit wiederum sanktionsrelevant werden. Die offizielle Bewertung der Kommission wird Mitte November veröffentlicht.

Ebenfalls 2011 eingeführt wurde ein weiteres Instrument innerhalb des präventiven Arms, das den Abbau der Staatsverschuldung misst. Vereinfacht gesprochen müssen Länder, deren Staatsschulden über 60% (BIP) liegen, diesen Schuldenüberhang jenseits dieser Grenze jährlich um $\frac{1}{20}$ reduzieren.

- Rückblickend wird bewertet, ob das jeweilige Land seinen Schuldenüberhang mit einer Rate von $\frac{1}{20}$ p.a. über eine Periode von drei Jahren abgebaut hat.
- Mit Blick auf die kommenden drei Jahre müssen die Haushaltspläne, wie sie bei der Kommission eingereicht wurden, einen Abbau des Schuldenüberhang um $\frac{1}{20}$ p.a. bei unveränderter Politik innerhalb des gesamten Zeitraums vorsehen.



Investitionen im Euroraum

¹/₂₀-Regel: Wann beginnt die Messung?

22

Die ¹/₂₀-Regel gilt nicht für Länder, die sich aktuell in einem Defizitverfahren befinden – und auch nicht innerhalb einer Zeitspanne von bis zu drei Jahren nach Beendigung des Defizitverfahrens. Diese Dreijahresperiode beginnt in dem Jahr, in dem das Defizitverfahren endet. Im Falle Italiens bedeutet dies beispielsweise, dass sich das Land nach dem Auslaufen des Defizitverfahrens im Juni 2014 nun in einer Übergangsphase von drei Jahren befindet (2014-2016), indem es substanzielle Fortschritte bei der Einhaltung der Schuldenvorgaben machen muss. Der Referenzwert für den Schuldenabbau gilt dann ab dem Jahr 2016. Innerhalb dieser dreijährigen Übergangsphase müssen Euroländer sogenannte lineare Mindeststruktur Anpassungen vornehmen, um sicherzustellen, dass die Vorgaben des Schuldenabbaus anschließend auch eingehalten werden. Eine Abweichung von bis zu ¼ % des BIP ist erlaubt, aber die restlichen jährlichen strukturellen Anpassungen innerhalb der Dreijahresperiode sollten nicht über ¾ % des BIP liegen. Dieser Weg wird auch in der rückblickenden Prüfung im letzten Jahr der Dreijahresperiode nach dem Defizitverfahren bewertet.

Allerdings gibt es zahlreiche Ausnahmen, die dazu führen, dass diese Regel in den seltensten Fällen zur vollen Anwendung gebracht wird. So gilt die Maßgabe nicht für Länder, die sich aktuell in einem Defizitverfahren befinden. Ebensov wenig gilt die Regel innerhalb einer Zeitspanne von bis zu drei Jahren nach Beendigung des Defizitverfahrens. In diesem Fall ist es ausreichend, wenn die Kommission bei dem jeweiligen Land feststellt, dass es ausreichende Fortschritte bei der Erreichung seiner MTO unter dem Stabilitätsprogramm macht. Auch hier ist der Ermessensspielraum groß.

Der korrektive Arm des Stabilitäts- und Wachstumspakts besteht aus dem Defizitverfahren. Dieses wird in der Regel eingeleitet, wenn das Haushaltsdefizit die Referenzmarke von 3% (BIP) überschreitet oder wenn festgestellt wird, dass der Schuldenstand jenseits der 60% (BIP) unzureichend abgebaut wird.⁶ Innerhalb des Defizitverfahrens bestimmt der Ecofin einen fiskalischen Anpassungspfad für das nominale Defizit. Dieser Pfad spezifiziert

- eine Frist, bis zu der das Staatsdefizit die 3%-Schwelle (BIP) wieder erreicht haben sollte, und die jeweiligen jährlichen Anpassungsempfehlungen;
- die jährliche Verbesserungsrate, mit der das Land sein strukturelles Defizit verringern muss. Diese Rate enthält auch den Bedarf an Konsolidierungen und die Wachstumsaussichten. Die minimale Verbesserung der strukturellen Haushaltsbilanz muss bei mindestens 0,5% des BIP liegen; und
- Politikempfehlungen, die das Land implementieren muss, um die Defizitziele zu erreichen. Den Ländern wird ein Zeitfenster von drei bis sechs Monaten eingeräumt, um damit zu beginnen, die Empfehlungen umzusetzen.

Ein Defizitverfahren wird in der Regel beendet,

- wenn das öffentliche Defizit unter 3% (BIP) sinkt
- oder wenn die Prognosen voraussagen, dass das Defizit innerhalb des Prognosehorizonts nicht über 3% des BIP steigt und dass die Staatsschuldenquote sinkt oder zumindest stabil bleibt.

Falls die 3%-Schwelle(BIP) nicht innerhalb des vorgegebenen Zeitraums erreicht werden sollte, besteht die Möglichkeit, die Frist zu verlängern – sofern das Land die strukturellen Konsolidierungsmaßnahmen des präventiven Arms erfolgreich erfüllt. Ist auch dies nicht der Fall, kann die Kommission das Land im Defizitverfahren abmahnen – oder weitere Ausnahmetatbestände prüfen. Falls das Defizitverfahren weiter fortgeschritten ist, muss die Kommission auch solche Faktoren in ihrer Analyse berücksichtigen, die nach Ansicht des betroffenen Staats zu einer nachteiligen Entwicklung des Defizits geführt haben könnten.

- **Reformen:** Länder im Defizitverfahren müssen in einem sogenannten *Wirtschaftspartnerschaftsprogramm* gegenüber der Kommission ihre Reformpläne aufzeigen, die ihnen unter dem präventiven Arm bereits vorgeschlagen wurden (z.B. Ausgabenziele und frei wählbare Maßnahmen auf der Einnahmenseite). Falls die Empfehlungen umgesetzt wurden, wird ein weiterer Aspekt in Betrachtung gezogen.
- **Wachstum:** Gab es unerwartete ökonomische Ereignisse außerhalb des Einflussbereichs des jeweiligen Landes, wie z.B. einen plötzlichen Abschwung mit größeren Folgen für den Haushalt?

Fiskalische Zielwerte im Überblick

23

Referenzvariable	Zielwert
Haushaltsdefizit	< 3% (BIP)
Strukturelles Defizit = Medium Term Objective (MTO)	≤ 0,5% (BIP) Konvergenzkriterium: Rückführung von 0,5 % (BIP) p. a. bis MTO erreicht ist.
Ausgabenbegrenzung - abzüglich von Zinszahlungen, Arbeitslosenversicherung und Ko-Finanzierung von EU-Programmen	a) wenn MTO eingehalten wird → Erhöhung der Ausgaben in der mittleren Frist ≤ potenzielles BIP b) wenn MTO nicht eingehalten wird → Erhöhung der Ausgaben in der mittleren Frist < potenzielles BIP
Abbau der Staatsverschuldung	Abbau des Schuldenüberhangs jenseits der 60% (BIP) Grenze um ¹ / ₂₀ pro Jahr. Diese Regel gilt nicht für Länder im Defizitverfahren – aber sie gilt nach einer Übergangsphase von drei Jahren ab Ende des Defizitverfahrens. Um sicherzustellen, dass das Land nach der Übergangsphase die Abbauregel einhält, muss jedes Land Anpassungen vornehmen.

Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission

⁶ Auf Vorschlag der Kommission muss der Ecofin mit qualifizierter Mehrheit (55% der Stimmen, 65% der Bevölkerung) beschließen, um das Verfahren einzuleiten. Sobald es eingeleitet ist, werden weitere Verfahrensschritte quasi-automatisch ergriffen: Die jeweils nächste Verfahrensstufe tritt ein, sofern die Kommission dies vorschlägt und der Ecofin nicht mit qualifizierter Mehrheit widerspricht.



Investitionen im Euroraum

Strukturelles Defizit: Nur Deutschland und Griechenland halten Ziele ein 24

% des BIP	2014F	2015F	2016F
DE	0,7	0,6	0,5
FR	-3,0	-2,9	-3,4
IT	-0,9	-0,8	-1,0
ES	-2,2	-2,3	-2,8
NL	-0,5	-0,8	-1,1
BE	-2,6	-2,2	-2,3
AT	-1,1	-1,0	-0,7
FI	-1,1	-1,1	-1,3
PT	-1,3	-1,7	-2,0
GR	2,0	1,6	1,0
IE	-3,8	-3,3	-3,3
CY	-0,8	-1,3	-1,0
SK	-2,1	-1,3	-1,1

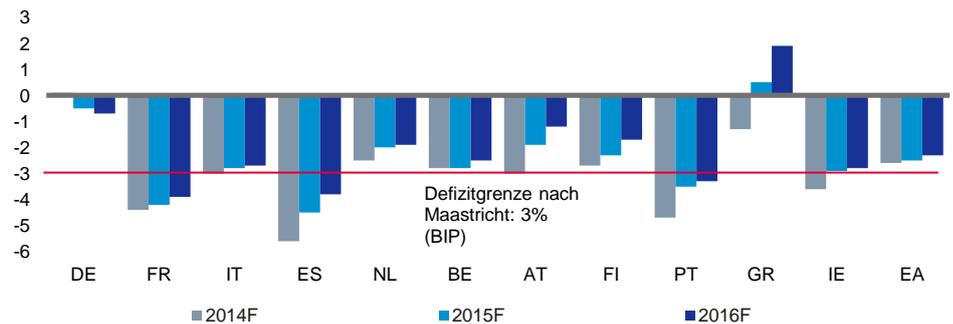
Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission

Falls beide Punkte zutreffen, wird das Defizitverfahren zwar nicht beendet, da das Verfahren nur eingestellt werden kann, wenn das Defizit wieder unter die Schwelle von 3% (BIP) fällt. Gleichwohl kann das Stichdatum nach hinten verschoben werden – so wie dies zuletzt im Falle von Frankreich, Spanien, Portugal und Griechenland in den letzten Jahren auch geschehen ist. Falls weder das erste noch das zweite Kriterium erfüllt sind, kann die Kommission die Versäumnisse des Landes dem Ecofin gegenüber dokumentieren. Falls der Ecofin diesem zustimmt, hat das betroffene Land bis zu vier Monate Zeit, um Maßnahmen vorzuschlagen, wie das Defizit verringert werden könnte.

Im Falle dauerhafter Nichtbefolgung wirtschaftspolitischer Empfehlungen und erneuter Mahnungen kann die Kommission schließlich Sanktionen vorschlagen. Allerdings sind Sanktionen höchst unwahrscheinlich: Der Ecofin hat zahlreiche Möglichkeiten, die Empfehlungen der Kommission abzulehnen. Die Kommission muss dies in ihren Voten bereits berücksichtigen und wird ihre Empfehlungen entsprechend milde ausfallen lassen. Vor diesem Hintergrund ist auch die zuletzt tolerante Positionierung der Kommission zu den jüngsten haushaltspolitischen Verfehlungen Frankreichs und Italiens zu sehen.

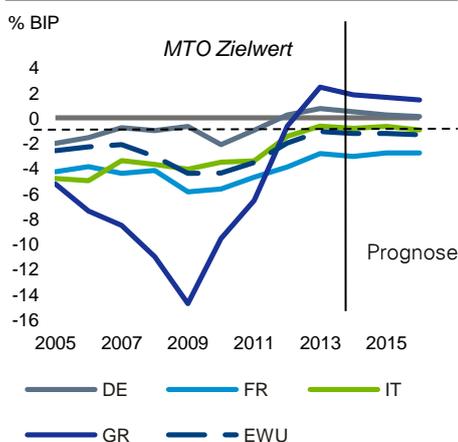
Europa tief im Minus 25

Haushaltssaldo nach Maastricht in % BIP



Quelle: Deutsche Bank Research

Strukturelles Defizit: Verbesserungen zwar sichtbar, aber nicht genug 26



Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission

Aktuelle Lage setzt Glaubwürdigkeit der Koordinierungsmechanismen aufs Spiel

Ein Blick auf die bisherigen Erfolge der haushaltspolitischen Koordinierung kann nicht restlos überzeugen: Freilich begehen die meisten Euroländer keinen Regelverstoß. Dies liegt jedoch weniger an ihren haushaltspolitischen Leistungen, sondern vielmehr an der enormen Flexibilität der Regeln.

- **Präventiver Arm: Mittelfristziele (MTOs):** Obwohl die meisten Mitgliedsländer das nominale 3%-Ziel einhalten, gibt es nur zwei Länder, für die die aktuellen Projektionen das Erreichen des strukturellen Mittelfristziels von 0,5% (BIP) für den Zeitraum von 2014-2016 verlässlich vorhersagen: Deutschland und Griechenland. Letzteres zeigt das Ausmaß der Anpassungen, die durch die Krise in Griechenland hervorgerufen wurden (siehe Grafik 26). Verglichen mit dem durchschnittlichen strukturellen Defizit von 12% in der Phase von 2008-2010, verzeichnete Griechenland einen strukturellen Haushaltsüberschuss im Jahr 2013 von 3,1% (BIP) – den höchsten Wert aller Euroländer (Deutschland: 0,6%).⁷ Unseren Berechnungen nach wird fast keines der anderen Länder den länderspezifischen Anpassungspfad hin zum MTO

⁷ Einschränkung muss festgehalten werden, dass die Rettungspolitik den Zinsdienst Griechenlands in den letzten Jahren dramatisch gesenkt hat und so einen entscheidenden Freiraum für die Haushaltspolitik des Landes erwirkt hat.



Investitionen im Euroraum

Das Ende der Defizitverfahren naht 27

Land	Ende Defizitverfahren
MT	2014
CY	2016
PT	2015
SI	2015
FR	2015
IE	2015
GR	2016
ES	2016

Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission

(strukturelles Defizit von 0,5% (BIP)) einhalten können.⁸ Das bedeutet, dass die Kommission die Anpassungsmaßnahmen entweder stark kritisieren wird und Sanktionen in Aussicht stellen wird oder dass die Länder die eingebaute Flexibilität – Strukturreformen im Gegenzug für erneute Fristverlängerungen – ausnutzen werden. Letzteres erscheint angesichts der toleranten Rhetorik der Kommission in den letzten Monaten wahrscheinlicher. Dies gilt insbesondere für Frankreich: Das Land konnte zuletzt nur eine Anpassung von 0,3% (BIP) beim strukturellen Defizit leisten und liegt damit weit unter der Konsolidierungsmaßgabe der Kommission. Kritisch ist, dass Frankreichs Erfolgsbilanz bei den Strukturreformen ebenfalls mager ist – die zuletzt in Aussicht gestellte Fristverlängerung der Kommission war daher nur mit einem hohen Maß an gutem Willen möglich.

— **Präventiver Arm: Schuldenabbau, $\frac{1}{20}$ -Regel.** Allein Deutschland hält die Maßgaben des Schuldenabbaus vollständig ein. Sieben weitere Länder, deren Schuldenstand jenseits der 60%-Marke (BIP) liegt, und auf die die Regel daher zutrifft, befinden sich in einem Defizitverfahren oder noch unter gesonderter Beobachtung nach einem Hilfsprogramm durch die Eurorettungsschirme. Frankreich, Griechenland, Irland, Malta, Portugal, Spanien und Zypern müssen die $\frac{1}{20}$ -Regel nicht einhalten. Weiterhin befinden sich vier Länder in der dreijährigen Übergangsphase nach einem Defizitverfahren (Belgien, Italien, Niederlande, Österreich). In den kommenden Jahren wird sich der Anwendungsbereich der Schuldenabbauregel auf weitere Euroländer ausweiten – dies gilt auch für Länder in der Übergangsperiode, die die Mindestanpassungen im strukturellen Defizit umsetzen müssen (siehe oben). Ein Vergleich der aktuellen Bemühungen zum Schuldenabbau (siehe Tabelle 28) lässt erahnen, dass noch einige Anstrengungen unternommen werden müssen.

Europäisches Semester: Dringender Aufholbedarf 28

Einschätzung der Kommission zu			
Land*	Präventiver Arm: Maßgaben	Länderspez. Empfehlungen	Beginn $\frac{1}{20}$ -Regel
Länder unter dem präventiven Arm			
BE	Verstoß wahrscheinlich (2015)	Partieller Fortschritt	2016
DE	Befolgung	Wenig Fortschritt	2015
IT	Verstoß wahrscheinlich (2015)	Partieller Fortschritt	2016
NL	Befolgung	Partieller Fortschritt	2016
AT	Verstoß wahrscheinlich (2015)	Wenig Fortschritt	2016
FI	Partielle Befolgung	Partieller Fortschritt	**
SK	Befolgung	Wenig Fortschritt	**
Länder unter dem korrekativen Arm			
ES	Verstoß wahrscheinlich (2015)	Partieller Fortschritt	2019
FR	Verstoß wahrscheinlich (2014, 2015)	Wenig Fortschritt	2020
IE	Befolgung	Partieller Fortschritt	2018
PT	Verstoß wahrscheinlich (2014, 2015)	Wenig Fortschritt	2018
SI	Partielle Befolgung	Wenig Fortschritt	**

* Griechenland und Zypern befinden sich in einem makroökonomischen Anpassungsprogramm.

** Schuldenquote bereits unter 60%

Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission

— **Defizitverfahren:** Im Jahr 2014 verzeichneten vier Euroländer ein Defizit jenseits der kritischen Marke von 3% (BIP) – Frankreich, Irland, Portugal und Spanien. Alle diese Länder befinden sich bereits in einem Defizitverfahren, und bei allen vier Ländern wurde bereits der Korrekturzeitplan verlängert. Weitere Verlängerungen der Korrekturfristen sind möglich – und mit Blick auf die zuletzt äußerst tolerante Rhetorik der Kommission sogar wahrscheinlich. Dies gilt vor allem für Spanien, Frankreich und Portugal. Grafik 25 zeigt, dass Frankreich und Portugal ihr übermäßiges Defizit nicht bis zum Stichjahr 2015, das von der Kommission vorgegeben wurde, unter die kritische Marke werden senken können. Spanien wird dies bis zum Zieljahr 2016 ebenfalls nicht gelingen. Freilich könnte die Kommission eine Verlängerung der Stichdaten zur Korrektur bis zum Jahr 2017 veranlassen. Dies jedoch würde voraussetzen, dass die Länder in ihrer strukturellen Konsolidierung Fortschritte machen würden. Ein Blick auf die aktuellen Prognosen für die strukturellen Defizite der Länder, die sich momentan in einem Defizitverfahren befinden, zeigt jedoch, dass alle gelisteten Länder derzeit ihre Schwierigkeiten haben, ihre Anpassungspfade für das strukturelle Defizit einzuhalten. Zudem weichen die Prognosen der Mitgliedstaaten, wie sie in den jährlichen Stabilitätsprogrammen angegeben werden, noch immer stark von den Prognosen der Kommission ab: So zeigt ein Blick auf Frankreich, Portugal und Spanien, dass die Selbsteinschätzung der Länder durchweg optimistischer ausfällt als das Urteil der Kommission (siehe Tabelle 29).

Unter jenen Ländern, die sich nicht in einem Defizitverfahren und damit unter dem präventiven Arm des Stabilitäts- und Wachstumspakt befinden, riskieren Belgien, Italien und Österreich einen Verstoß gegen die fiskalischen Regeln (vgl. Tabelle 28).

⁸ Für Länder unter Defizitverfahren oder mit einer hohen Staatsschuldenquote können die Empfehlungen der Kommission hinsichtlich der Anpassung des strukturellen Defizits sogar noch umfangreicher sein.



Unterschiedliche Prognosen der strukturellen Bilanz (SB): Europäische Kommission (KOM) und Stabilitätsprogramme (SP)

29

Land	Indikator (% BIP)	2014		2015		2016	
		KOM	SP	KOM	SP	KOM	SP
CY	Fiskalische Überwachung unter makroökonomischem Anpassungsprogramm						
FR	SB	-3,0	-2,2	-2,9	-1,6	-3,4	-1,2
	Veränderung	0,3	0,7	0,1	0,6	-0,5	0,4
DE	SB	0,7	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5
	Veränderung	0,1	0	-0,1	-0,2	-0,1	0,1
GR	Fiskalische Überwachung unter makroökonomischem Anpassungsprogramm						
IE	SB	-3,8	-4,7	-3,3	-2,7	-3,3	2,6
	Veränderung	1,0	1,5	0,4	2	0	0,1
IT	SB	-0,9	-0,6	-0,8	-0,2	-1,0	0
	Veränderung	-0,1	0,2	0,1	0,4	-0,2	0,3
MT	SB	-2,7	-1,7	-2,9	-1,1	-2,4	-0,3
	Veränderung	0	0,4	-0,2	0,5	0,5	0,9
PT	SB	-1,3	-2	-1,7	-1,2	-2,0	-0,8
	Veränderung	0,6	0,5	-0,3	0,8	-0,3	0,4
SI	SB	-2,5	-2,2	-2,2	-1,6	-2,8	-1,1
	Veränderung	-0,7	0,8	0,3	0,6	-0,6	0,5
ES	SB	-2,2	-2,2	-2,3	-1,9	-2,8	-1,4
	Veränderung	0,2	0,6	-0,2	0,1	-0,5	0,5

Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission

Es steht außer Frage, dass die haushaltspolitische Koordinierung in der Eurozone einen Einfluss auf die nationale Haushaltspolitik hat. Zweifel sind jedoch berechtigt, ob dieser Einfluss so weit reicht, dass nachhaltige Konsolidierungserfolge erreicht werden können: Der Ermessensspielraum der Kommission und die Möglichkeit des Ecofin, Sanktionen der Kommission abzuwenden, sind groß. Gerade deshalb erscheint auch die ursprüngliche Option, über freiwillige Strukturreformen Sanktionen abzuwenden, für Mitgliedstaaten im aktuellen Umfeld wenig attraktiv.

All dies dürfte mit Blick auf ein vielversprechendes Investitionsumfeld problematisch sein. Wenn einerseits die Disziplinierungswirkung des fiskalpolitischen Regelwerks fraglich ist, zum anderen jedoch Strukturreformen in wesentlichen Bereichen ausbleiben, dürften jene Mittel, die sich aus Investitionsinitiativen auf europäischer Ebene und zusätzlichem haushaltspolitischen Spielraum auf nationaler Ebene ergeben, keine allzu große Investitionsdynamik entfalten.

Ausblick: Besseres Investitionsumfeld dank breiter makroökonomischer Koordinierung?

Das akute Wachstumsproblem der Eurozone kann über die Fiskalpolitik allein nur schwer gelöst werden. Einem positiven fiskalischen Impuls, der von europäischer Ebene kommt, stehen wir skeptisch gegenüber. Und auch eine expansivere Fiskalpolitik auf nationaler Ebene ist problematisch: Jene Länder, die es sich leisten könnten, wollen nicht (Deutschland, Niederlande). Und jene Länder, die wollen, können es sich nicht leisten: Frankreich und Italien sind nicht nur durch die Regeln der Eurozone beschränkt. Eine expansivere Haushaltspolitik könnte solange keine positiven Erwartungen entfalten, solange es klar ist, dass diese aufgrund von höheren Staatsschulden bald wieder aufgegeben werden



Investitionen im Euroraum

Makroökonomische Überwachung

30

Die Makroökonomische Überwachung der Euroländer ist ähnlich organisiert wie deren haushaltspolitische Überwachung. Sie zielt auf die großen Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den Euroländern ab. Herzstück ist das sogenannte *Makroökonomische Ungleichgewichtsverfahren (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP)*, das aus drei Elementen besteht.

- Frühwarnsystem: Das wichtigste Element der MIP ist ein Warnmechanismus, welcher elf gesamtwirtschaftliche Indikatoren auf einem sog. *Scoreboard* analysiert. Das *Scoreboard* bildet makroökonomische Ungleichgewichte ab (vgl. Box 31). Das Ziel des *Scoreboards* ist es, jene Länder zu kennzeichnen, bei denen in einer näheren Analyse (*in-depth review*) überprüft werden kann, ob die potenziellen Ungleichgewichte harmlos oder potenziell problematisch sind. Diese nähere Analyse ist notwendig, da – im Gegensatz zu fiskalischen Zielwerten – makroökonomische Ungleichgewichte auch durch Entwicklungen beeinflusst werden können, die außerhalb des Einflusses nationaler Regierungen liegen. Die Überwachung findet im Jahreszyklus innerhalb des europäischen Semesters statt.
- Der präventive Arm: Kommission und Ecofin können präventive Empfehlungen an Mitgliedsländer in den länderspezifischen Empfehlungen aussprechen, welche die Kommission im Mai/Juni jedes Jahres innerhalb des Europäischen Semesters veröffentlicht.
- Der korrektive Arm: Ähnlich wie das *Defizitverfahren* in der haushaltspolitischen Überwachung wird der korrektive Arm nur bei schwerwiegenden Verstößen angewandt: ein übermäßiges Ungleichgewichtsverfahren (*Excessive Imbalance Procedure – EIP*) kann eröffnet werden, wenn die Kommission bei ihrer Analyse zum Schluss kommt, dass in einem Mitgliedsstaat ein übermäßiges Ungleichgewicht besteht. In diesem Fall muss das Land einen Korrekturmaßnahmenplan bei der Kommission vorlegen. Die Überwachung während des EIPs erfolgt dann durch die Kommission auf Basis eines regelmäßigen Verlaufsberichts, der von dem jeweiligen Mitgliedsland eingereicht werden muss.

Ähnlich wie beim Defizitverfahren drohen für Euroländer Sanktionen, wenn sie den wirtschaftspolitischen Empfehlungen der Kommission und des Ecofin dauerhaft nicht nachkommen – zunächst in Form einer verzinnten Kautions, anschließend in Form einer Strafe von bis zu 0,1% des BIP. Der Entscheidungsprozess verläuft ähnlich wie beim Defizitverfahren – und lässt Sanktionen daher als unwahrscheinlich erscheinen.

muss. Strukturreformen als weitere Möglichkeit, langfristig das Investitionsumfeld zu bessern, werden in der aktuellen politischen Debatte ebenfalls nur zaghafte verfolgt. Ein gängiges Gegenargument ist in diesem Zusammenhang, dass die kurzfristigen Kosten von Strukturreformen in der gegenwärtigen Lage Deflationsgefahren in der Eurozone nähren würden. Auch wird als Gegenargument gegen Strukturreformen angeführt, dass populistische Parteien kurzfristig erneuten Zulauf erhalten könnten.

Der mangelnde Handlungsspielraum der Fiskalpolitik auf nationaler Ebene einerseits und die fehlende Bereitschaft für tiefgreifende Strukturreformen auf der anderen Seite setzt mittelbar wiederum die Glaubwürdigkeit der EZB aufs Spiel. Sofern sich das aktuelle Umfeld nicht ändert, könnte ihre unkonventionelle Geldpolitik Krisenstaaten dazu verleiten, deflationäre Tendenzen als Grund dafür anzuführen, die angestrebten Reformen zurückhaltender umzusetzen. Ebendiese Aufschiebung der Reformen würde einerseits ein noch stärkeres Engagement der EZB erfordern, gleichzeitig jedoch Kritik am Kurs der EZB (*Moral Hazard*) hervorrufen. Ein schwieriges Dilemma.

Weiterhin Flexibilität in der haushaltspolitischen Überwachung ...

Welche Optionen verbleiben? Die Geldpolitik kann die Krise auf Dauer nicht lösen, die Fiskalpolitik scheint ebenfalls an ihre ökonomischen und regulatorischen Grenzen zu gelangen. Der Ball liegt nun wieder bei der Wirtschaftspolitik. Wirksam wäre eine Strategie, die Ländern wie Italien oder Frankreich maximale fiskalische Flexibilität zugesteht und zugleich den Druck auf die Umsetzung von Strukturreformen erhöht. Sie allein vermögen es, das Investitionsumfeld in Krisenstaaten wieder dahingehend zu verbessern, dass die Maßnahmen der unkonventionellen Geldpolitik Wirkung zeigen und nichts ins Leere greifen.

Der bislang eingeschlagene Kurs der flexiblen haushaltspolitischen Überwachung kann nur schwer wieder rückgängig gemacht werden. Dies liegt weniger an politischen Begehrlichkeiten, sondern vor allem an der Tatsache, dass eine erneute Verschärfung des Sparkurses die Rahmenbedingungen für Investoren ein weiteres Mal einengen würde. Umso wichtiger ist es, dass im aktuellen haushaltspolitischen Umfeld die Anstrengungen für Strukturreformen einen neuen Impetus erhalten.

... und null Toleranz in der makroökonomischen Überwachung

Daher erscheint es in der aktuellen Lage sinnvoll, jene Steuerungsmechanismen der makroökonomischen Koordinierung stärker zu verfolgen, die die gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu begrenzen suchen.

Ebenso wie die haushaltspolitische Koordinierung umfasst die makroökonomische Koordinierung einen präventiven und korrektiven Arm. Bislang wurde die makroökonomische Überwachung als Instrument eher vernachlässigt. Vor allem die länderspezifischen Empfehlungen im präventiven Arm der makroökonomischen Überwachung waren bislang weniger detailliert und enthielten nur einen ungenauen Zeitpfad zur Umsetzung. Eine Stärkung der makroökonomischen Überwachung würde voraussetzen, dass die Europäische Kommission in der Bewertung von Reformen strenger sein müsste – zumindest bei solchen Maßnahmen, die signifikante ökonomische Vorteile bei gleichzeitig geringen politischen Kosten mit sich bringen. Für konkretere Formulierungen und klare Umsetzungsfristen bedürfte es keiner Änderung der jeweiligen Verordnungen.

In diesem Kontext besteht die besondere Herausforderung, dass eine Bewertung der gesamtwirtschaftlichen Lage mit Hilfe des Indikatorenansatzes, wie ihn das *Scoreboard* vorsieht (vgl. Kasten 31), nur in der Gesamtschau sinnvoll ist. Einzelne Indikatoren sind nämlich – je nach gesamtwirtschaftlicher Lage – auch exogenen Einflüssen ausgesetzt, die die Politik nicht beeinflussen kann. Dies wiederum eröffnet einen enorm großen Ermessensspielraum, der politisch verantwortungsvoll genutzt werden muss – zugleich jedoch auch schnell vertei-



Investitionen im Euroraum

Makroökonomisches Scoreboard:
Indikatoren und Grenzwerte

31

Das Scoreboard unterscheidet zwischen internen und externen Ungleichgewichten sowie der Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit.

Externe Ungleichgewichte:

1. Leistungsbilanz (% BIP): 3-Jahresdurchschnitt : -4/+6%
2. Nettoauslandsvermögen (% BIP):-35%

Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit:

1. Realer Effektiver Wechselkurs: Prozentuale Veränderung (3 Jahre): $\pm 5\%$ bzw. $\pm 11\%*$
2. Exportmarktanteile: Prozentuale Veränderung (5 Jahre):-6%
3. Nominale Lohnstückkosten: Prozentuale Veränderung (3 Jahre): +9% bzw. +12%*

Interne Ungleichgewichte:

1. Häuserpreise: Prozentuale Veränderung ggü. Vj.: +6%
2. Private Neuverschuldung (% BIP): 15%
3. Verschuldung des Privatsektors (% BIP): 133%
4. Verschuldung des öffentlichen Sektors (% BIP): 60%
5. Durchschnittliche Arbeitslosenrate (3 Jahre): 10%
6. Prozentuale Veränderung der Verbindlichkeiten des Finanzsektors ggü. Vj.: 16,5%

* Zielwert für Nicht-Euroländer

Quelle: Europäische Kommission

lungspolitischen Begehrlichkeiten ausgesetzt sein könnte. Allein die Definition dessen, was wachstumsfördernd ist, dürfte Gegenstand politisch motivierter Interpretationsdebatten sein. Dies gilt allzumal das Makroökonomische Ungleichgewichtsverfahren dann auch stärker gegen Überschussländer wie Deutschland oder die Niederlande zum Einsatz kommen dürfte. Die Leistungsbilanzüberschüsse von beiden Ländern wurden unlängst von der Kommission als unausgeglichen und als potenzielle Gefahr für die Stabilität der Eurozone identifiziert.

Dennoch bietet die stärkere Anwendung der makroökonomischen Überwachung auch Chancen, zumal die jeweiligen länderspezifischen Empfehlungen auch mit der haushaltspolitischen Überwachung über ein Maß hinaus verzahnt werden könnten, wie es bereits heute im Rahmen des *Europäischen Semesters* der Fall ist. Ebendies würde es wiederum erlauben, eine größere Flexibilität in der haushaltspolitischen Überwachung zuzulassen, ohne die Gefahr, dass der reformpolitische Kurs nachlassen würde.

So könnte ein günstigeres Umfeld entstehen, in dem Unternehmen wieder verstärkten Anreizen ausgesetzt wären, Investitionen zu tätigen.

- Zunächst würden Strukturreformen in den jeweiligen Ländern wieder die erwartete Rendite von Investitionsprojekten erhöhen. Dies gilt sowohl für implementierte Strukturreformen als auch für die reformpolitische Perspektive.
- Weiterhin dürften in einem günstigen reformpolitischen Umfeld auch jene öffentlich-privaten Investitionsvehikel einen stärkeren Zulauf erhalten, deren Erfolg im aktuellen Umfeld zweifelhaft erscheint.
- Nicht zuletzt dürften die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der EZB besser greifen, da eine striktere *Governance* ein bewusstes Verschleppen der Reformbemühungen weniger wahrscheinlich machen würde und ein besseres reformpolitisches Umfeld den geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederbeleben könnte.

Voraussetzung dafür bleibt jedoch der Wille der politisch Verantwortlichen, künftig besser zu kooperieren. Das Ziel – höhere Investitionen mit direkten, dauerhaften Wachstumseffekten – sollte es ihnen wert sein.

Nicolaus Heinen (nicolaus.heinen@db.com, +49 69 910-31713)

Peter Sidorov (peter.sidorov@db.com, +44 20754-70132)

Marco Stringa (marco.stringa@db.com, +44 20754-74900)

Marcel Zeitinger



EU-Monitor

- ▶ Alleine sind wir stark? Ökonomische Aspekte regionaler Autonomie- und Unabhängigkeitsbestrebungen in Europa..... 17. Dezember 2014
- ▶ Eine Zukunft in der EU? Die Brexit-Diskussion als Anstoß für eine modernere EU 29. September 2014
- ▶ Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften im Aufwind..... 25. Juli 2014
- ▶ Atlantisches Fragment? Finanzmarktregulierung, die G20 und TTIP 3. Juli 2014
- ▶ Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung in Europa: Anhaltende Herausforderungen 2. April 2014
- ▶ EU-Skeptiker im Aufwind? Wirtschaftspolitische Implikationen der Europawahl 31. Januar 2014
- ▶ Re-Industrialisierung Europas: Anspruch und Wirklichkeit 4. November 2013
- ▶ EU-Bankenunion: Richtige Idee, schlechte Durchführung 20. September 2013
- ▶ Der EU-Binnenmarkt nach 20 Jahren: Erfolge, unerfüllte Erwartungen und weitere Potenziale 19. September 2013
- ▶ Project Bond Initiative: Projektauswahl für Erfolg entscheidend 23. August 2013

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:
Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

© Copyright 2014. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

Print: ISSN 1612-0256 / Internet/E-Mail: ISSN 1612-0264