

# Waarom blijft de opleving van de investeringen in het eurogebied zwak ?

P. Butzen  
S. Cheliout  
E. De Prest  
S. Ide  
W. Melyn

## Inleiding

Na het uitbreken van de mondiale financiële crisis werden de investeringen in het eurogebied drastisch terugschroefd en acht jaar later hebben ze hun niveau van vóór 2008 nog steeds niet opnieuw bereikt. Investeringen zijn een belangrijke, sterk cyclische component van de vraag. De forse teruggang ervan en hun daaropvolgende zwakke dynamiek verklaren voor een behoorlijk deel de ernst van de recessie en het moeizaam herstel in het eurogebied. Een laag investeringsniveau drukt bovendien niet enkel de vraag; het ondermijnt tevens het economisch groeipotentieel op lange termijn aangezien het de uitbreiding beknot van de kapitaalvoorraad en de verspreiding van innoverende technologieën. Het zet als dusdanig een rem op de creatie van werkgelegenheid en welvaart.

In dit artikel wordt een verklaring gezocht voor het recente verloop van de investeringen in het eurogebied. Er wordt meer bepaald nagegaan welke factoren een opleving van de investeringen belemmeren en welke initiatieven er op Europees niveau zijn genomen om deze situatie te verhelpen.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In een eerste, veeleer beschrijvend hoofdstuk wordt onderzocht of, sinds de financiële crisis, de investeringsdynamiek in het eurogebied uit historisch en internationaal oogpunt uitzonderlijk is. In het verleden gingen financiële crisissen tenslotte doorgaans ook gepaard met een lange periode van trage investeringsgroei en de huidige crisis heeft evenmin de

investeringen in andere geavanceerde landen gespaard. Vervolgens wordt geanalyseerd of het zwakke investeringsverloop een algemeen verschijnsel is in het eurogebied of, integendeel, beperkt blijft tot bepaalde landen en investeringscomponenten, die vóór de crisis een buitengewoon sterke expansie lieten optekenen. In dat geval zou de teruggang een normale correctie zijn van een onhoudbare situatie waarbij de opgebouwde overcapaciteit wordt gereduceerd.

Hoofdstuk twee zoomt in op de bedrijfsinvesteringen. Deze laatste zijn, meer dan overheidsinvesteringen of investeringen in woongebouwen, van essentieel belang voor het productiepotentieel en voor het concurrentievermogen van een economie. Een gematigde economische groei en een onderbenut productieapparaat hebben de noodzaak van investeringen duidelijk verkleind. Een zwakke conjunctuur op zich is echter niet voldoende om de dynamiek van de bedrijfsinvesteringen te verklaren. Ook andere factoren, die een erfenis zijn van de crisis, zoals een hoge schuldgraad, minder gunstige kredietvoorwaarden of onzekerheid, blijven, zij het in verschillende mate, die investeringen drukken.

Het is niet uitgesloten dat, naast de voornoemde factoren die veeleer op korte tot middellange termijn werkzaam zijn, enkele structurele wijzigingen die zich de afgelopen decennia hebben voorgedaan, een impact hebben gehad op het onderliggend trendmatig verloop van de investeringen. Seculaire trends in het vlak van demografie en mondialisering alsook de overgang naar een

dienstenmaatschappij worden behandeld in het derde hoofdstuk. In het laatste hoofdstuk worden de initiatieven geëvalueerd die op het Europese beleidsniveau zijn genomen als reactie op de zwakke groei van de investeringen. Tot slot volgen enkele conclusies.

## 1. Recent verloop van de investeringen in het eurogebied

### Een uit internationaal en historisch oogpunt uitzonderlijke teruggang

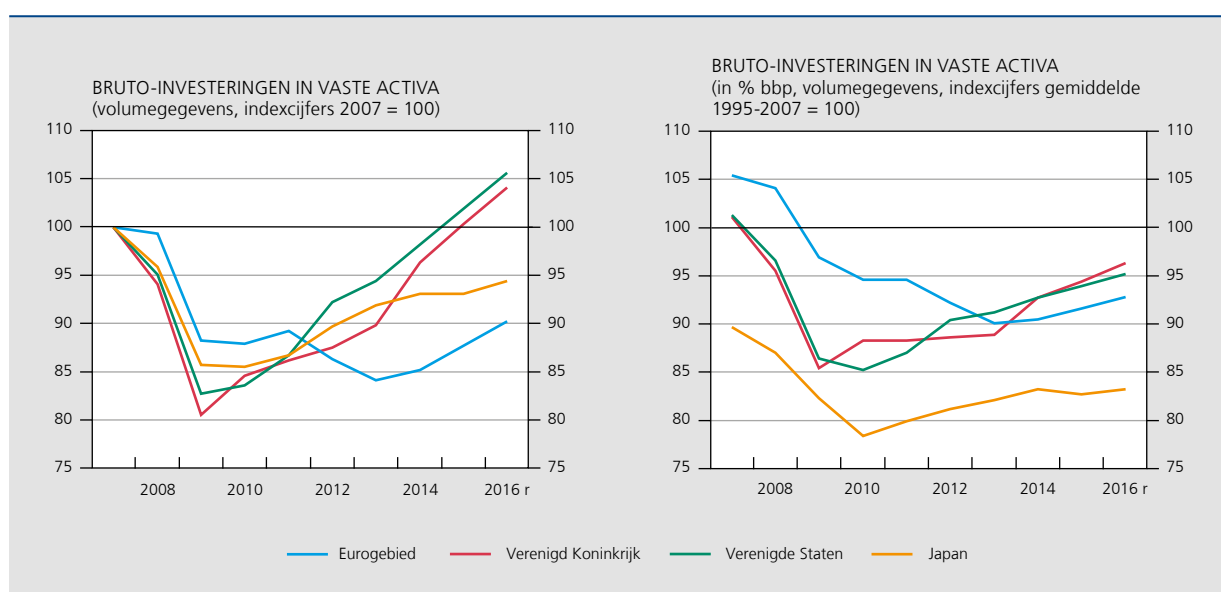
In vergelijking met andere grote geavanceerde economieën bleek de impact van de crisis op de investeringen in het eurogebied aanvankelijk nog mee te vallen; in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk kromp het investeringsvolume in 2009 immers nog sterker in. Omdat de investeringen zich in die landen tijdens de twee daaropvolgende jaren flink herstelden, bleven de verschillen tijdens de eerste fase van de crisis beperkt. In 2012-2013 liepen de investeringen in het eurogebied evenwel verder terug als gevolg van de

overheidsschuldencrisis die het eurogebied opnieuw in een recessie deed belanden. Sedertdien is het herstel bovendien zwak gebleven. Sinds eind 2014 trekt het investeringsvolume enigszins aan, maar volgens de lente-prognoses van de Europese Commissie (EC, 2016b) zou het in 2016 nog ver verwijderd blijven van de piek die vóór de crisis werd bereikt<sup>(1)</sup>. In de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan, daarentegen, duurde het herstel voort en in de eerste twee landen hebben de investeringen inmiddels, in reële termen, hun peil van vóór de crisis overschreden.

Dat peil van vóór de crisis is evenwel slechts een momentopname. Hanteert men als referentie het gemiddelde niveau over een langere periode, namelijk 1995-2007, dan blijkt dat, in het jaar vóór het uitbreken van de crisis, de ratio tussen de investeringen en het bbp in het eurogebied hoger lag dan dat langetermijngemiddelde, wat op een niet-duurzame situatie kan wijzen. In de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk, daarentegen, schommelden de investeringen in verhouding tot het bbp in 2007 rond dat gemiddelde en in Japan kwam die ratio zelfs lager uit als gevolg van de jarenlange malaise na het uiteenspatten, aan het begin van de jaren negentig, van de zeepbel op de activamarkten. Het is derhalve niet denkbeeldig dat de daling van de investeringsratio in het eurogebied een persistente component bevat, namelijk een correctie op voorheen buitensporige investeringen. De investeringen in verhouding tot het bbp zijn er tot dusver hoe dan ook ruim onder hun langetermijngemiddelde

(1) Het moet worden aangestipt dat de investeringen in het eurogebied recentelijk onverwacht een sterke opleving te zien gegeven hebben. In het vierde kwartaal van 2015 lieten ze verrassenderwijs een dynamische groei optekenen en leverden ze de voornaamste bijdrage aan de groei. Verscheidene factoren van tijdelijke aard lijken echter een rol te hebben gespeeld. In het eerste kwartaal van 2016 is de toename van de investeringen verzwakt. Volgens de EC zou de groei van de investeringen in de loop van 2016 matig blijven.

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN DE INVESTERINGEN: INTERNATIONALE VERGELIJKING



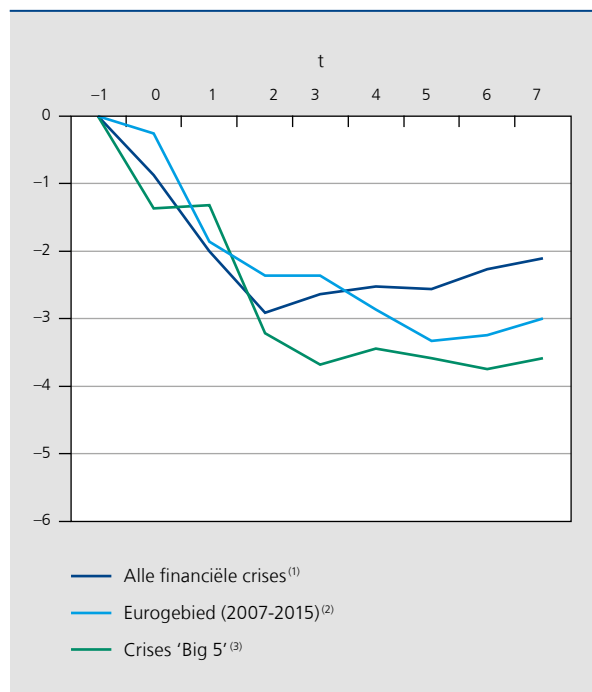
Bron: EC.

gebleven, terwijl de Amerikaanse en Britse ratio er reeds dichterbij de buurt van komen.

Ook uit historisch oogpunt is het verloop van de investeringsratio in het eurogebied vrij uitzonderlijk. Uit onderzoek van het IMF (2014a) naar de gevolgen van de financiële crisissen sinds de jaren zeventig is gebleken dat dergelijke crisissen meestal gepaard gaan met een diepe recessie en een trage opleving aangezien het tijd vergt om de in de aanloop naar de crisis opgebouwde onevenwichten, bijvoorbeeld excessieve schuldposities, te corrigeren. Investerings zijn bovendien volatieler en conjunctuurgevoeliger dan andere bestedingscomponenten en ze worden dan meestal ook zwaarder door de crisis getroffen. Bij een 'gewone' financiële crisis was de investerings/bbp-ratio drie jaar na het uitbreken van de crisis met gemiddeld 3 procentpunt gedaald. Bij de ergste crisissen met een systemisch karakter zou de daling, aldus het IMF, oplopen tot gemiddeld bijna 4 procentpunt. Die effecten zijn bovendien vrij persistent zodat het jaren kan duren vooraleer de investeringsratio naar haar vroegere niveau kan terugkeren.

**GRAFIEK 2** VERLOOP VAN DE INVESTERINGEN: HISTORISCH PERSPECTIEF

(in % bbp, volumegegevens, in procentpunt)



Bronnen: EC, IMF.

(1) Het volledig staal van de financiële crisissen tussen 1970 en 2007 bepaald door Laeven en Valence (2012).

(2) t = 0 geeft het jaar van de financiële crisis aan. Voor het eurogebied is dat het jaar 2008.

(3) Spanje (1977), Noorwegen (1987), Finland (1991), Zweden (1991) en Japan (1992).

Aanvankelijk vertoonde het verloop van de investeringsratio in het eurogebied veel gelijkenis met dat van een 'gewone' financiële crisis. Tijdens de eerste jaren van de crisis werden de investeringen in ongeveer dezelfde mate teruggeschoefd als bij dergelijke crisissen. Nadien begonnen ze opnieuw licht aan te trekken, zij het wel in een duidelijk trager tempo. De tweede schok van de overheidsschuldencrisis riep de prille opleving evenwel een halt toe en zorgde voor een nieuwe correctie van de investeringsratio, tot ver onder het gemiddelde van de 'gewone' financiële crisissen, en meer conform de totale daling die werd opgetekend bij vijf zeer zware systemische financiële crisissen. Het 'double-dip' patroon is echter typisch voor de huidige crisis.

### *Een over sectoren en lidstaten wijdverspreide scherpe daling, gevolgd door een zwak en heterogeen herstel*

De teruggang van de investeringen was bij het begin van de crisis vrij algemeen gespreid over de sectoren en de lidstaten, en volgde in bepaalde landen op een periode van krachtige investeringsdynamiek vooral in woongebouwen. Zo waren zowel de investeringen van de huishoudens<sup>(1)</sup>, die grosso modo samenvallen met de investeringen in woongebouwen, als de investeringen van de niet-financiële ondernemingen in 2009 reeds met 15 % afgenomen. Na een stabilisatie liepen de investeringen van de huishoudens verder terug en ze bereikten pas in 2013 hun dieptepunt, zowat 20 % onder hun niveau van vóór de crisis. Vervolgens zette een licht herstel in. Bij de bedrijfsinvesteringen daarentegen werd reeds vanaf 2010 een opleving vastgesteld die ervoor zorgde dat het niveau van vóór de crisis in 2015 werd overschreden<sup>(2)</sup>. Het afwijkende verloop van de overheidsinvesteringen wordt verklaard door de budgettaire stimuleringsmaatregelen tijdens de eerste jaren na de crisis, en vervolgens door de inspanningen inzake begrotingssanering. In 2008, maar vooral in 2009, namen de overheidsinvesteringen nog vrij fors toe onder impuls van met name de infrastructuuruitgaven die de lidstaten van het eurogebied deden in het kader van het Europees economisch herstelplan (European Economic Recovery Plan). Eerst het verstrijken van dat plan en vervolgens de noodzaak om de begrotingen op orde te brengen, vertaalden zich vanaf 2010 in een drastische vermindering van de overheidsinvesteringen.

(1) Voor de investeringen per institutionele sector zijn enkel waardegegevens beschikbaar. De stijging van de investeringsdeflator verklaart het verschil tussen de daling van de totale investeringen over de periode 2008-2015 naar waarde en naar volume (grafiek 1).

(2) De investeringen in uitrustingsgoederen – een belangrijke component van de bedrijfsinvesteringen, en waarvoor wél volumegegevens beschikbaar zijn – bevonden zich in 2015 in reële termen nog ongeveer 5 % onder hun niveau van vóór de crisis.

Dankzij een licht accommoderend geworden begrotingskoers, hebben de overheidsinvesteringen zich meer recentelijk, in 2015, licht hersteld. Al met al is de daling van de totale investeringen tijdens de periode na de crisis voor meer dan de helft toe te schrijven aan de investeringen van de huishoudens.

Een blik op het investeringsverloop in de grootste lidstaten van het eurogebied alsook in enkele landen uit de periferie, leert dat ook landspecifiek de teruggang van de investeringen aanvankelijk algemeen was, maar dat de sterkste dalingen zich wel voordeden in Griekenland, Ierland, Spanje en Portugal. In die vier economieën werden tijdens de jaren vóór de crisis onhoudbare macro-economische ontwikkelingen opgetekend die mede aanleiding gaven tot de euroschuldencrisis, bijvoorbeeld een buitensporige schuldoopbouw en overcapaciteit op de woningmarkt. Alle vier<sup>(1)</sup> ontvingen ze financiële bijstand in ruil voor een economisch aanpassingsprogramma dat onder meer een gezondmaking van de begroting beoogde. De bewuste landen legden die sanering ten uitvoer door hun overheidsinvesteringen te reduceren. Behalve in Griekenland hebben de investeringen in die landen blijkbaar hun bodem bereikt en, vooral in Ierland, heeft kennelijk een herstel ingezet.

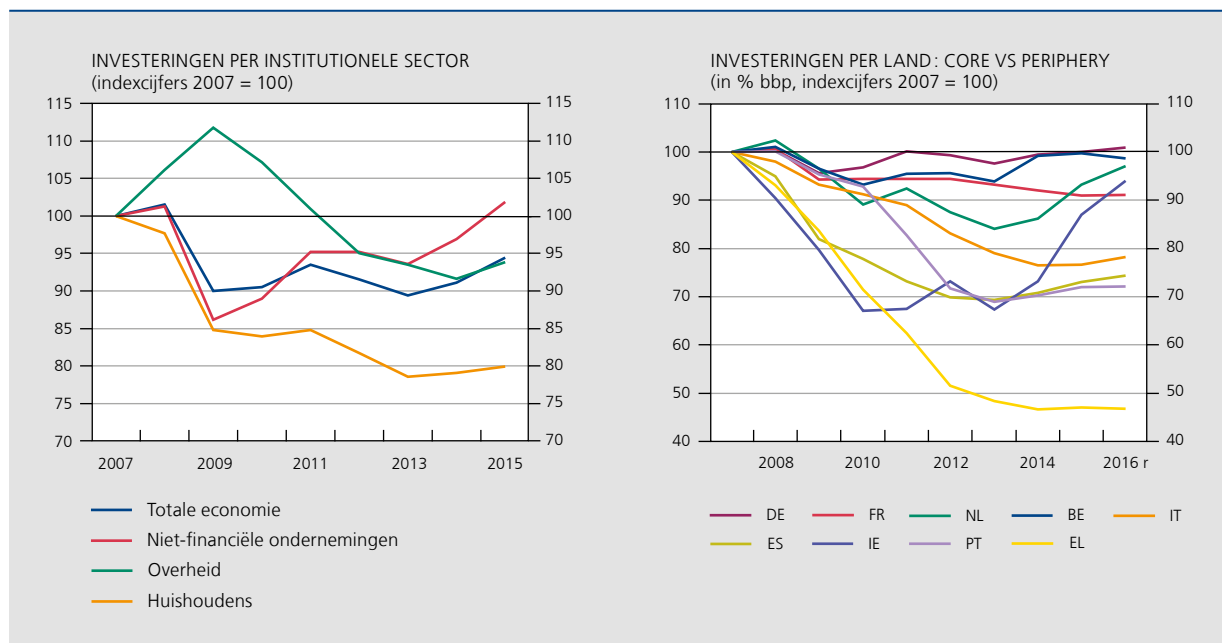
Na de aanvankelijke inzinking liet de situatie in 2011 in enkele andere landen, bijvoorbeeld in Duitsland, Nederland en België, een lichte verbetering optekenen, maar als gevolg

van de euroschuldencrisis en de matige groeivoorzichten gingen de investeringen er tijdens de daaropvolgende jaren niet langer noemenswaardig op vooruit, al overschreden de investeringen in Duitsland wél hun peil van 2007. In die landen, behalve in Nederland, blijft, volgens de lentevoorzichten van de EC (2016b), een krachtige investeringsgroei vooralsnog uit. Opvallend is overigens dat in Frankrijk en Italië, twee van de grootste landen van het eurogebied, de investeringen sedert 2009 nog geen duidelijke tekenen van herstel vertonen. Vooral in Italië betreft het een zeer forse, vrijwel onafgebroken daling, van in totaal meer dan 20% ten opzichte van 2007; in Frankrijk bedraagt die daling ongeveer 10%. Dit zijn onrustwekkende ontwikkelingen, niet alleen vanwege het belang van die landen in het eurogebied, maar ook omdat ze niet of veel minder dan de perifere landen macro-economische evenwichtsverstoringen vertoonden en de teruggang van de investeringen dus niet kan worden geïnterpreteerd als een correctie van buitensporige investeringen in de periode vóór de crisis.

De zwakke investeringen in het eurogebied kunnen deels inderdaad worden beschouwd als een correctie op bovenmatige investeringen en op het ontstaan van overcapaciteit in de periode vóór de crisis, met name in het vlak van de investeringen van de huishoudens in woningen, die

(1) Ook Cyprus kreeg financiële bijstand en legt een economische aanpassingsprogramma ten uitvoer.

**GRAFIEK 3** VERLOOP VAN DE INVESTERINGEN: INSTITUTIONELE SECTOREN EN LANDEN VAN HET EUROGEBIED



Bron: EC.

in sommige lidstaten omvangrijker waren dan in andere. Zoals reeds vermeld, moet daarbij rekening worden gehouden met eventuele persistente effecten omdat in de eerste plaats de overcapaciteit moet worden weggewerkt en de investeringsratio vervolgens opnieuw kan aantrekken, zij het wel naar een lager, houdbaarder niveau dan tevoren. Aldus zij eraan herinnerd dat, na de vastgoedboom in de eerste helft van de jaren negentig, de crisis in de Duitse bouwsector jarenlang bleef aanslepen. Na de piek van 1994 duurde het vijftien jaar vooraleer de investeringen in woningen zich enigszins begonnen te herstellen in verhouding tot het bbp; in het eerste kwartaal van 2016 lag die investeringsratio nog steeds ietwat minder dan 25% onder haar hoogtepunt van meer dan twintig jaar eerder.

In het eurogebied zijn de zwakke investeringen evenwel niet beperkt gebleven tot de landen waar een vastgoedzeepbel was ontstaan. Bovendien werden ook andere sectoren dan de gezinnen getroffen. Verderop in dit artikel wordt gezocht naar eventuele verklaringen voor het tegenvallende verloop van de investeringen. In hoofdstuk 2 wordt de situatie op kortere termijn beschouwd; daarbij wordt gefocust op de bedrijfsinvesteringen. In hoofdstuk 3 worden enkele trends op langere termijn bekeken.

## 2. Verklarende factoren voor het recente verloop van de bedrijfsinvesteringen

In het eurogebied zijn sinds de financiële crisis ook de bedrijfsinvesteringen ondermaats gebleven. De bedrijfsinvesteringen zijn de grootste categorie investeringen; ze maken ongeveer 55% uit van de totale investeringen en zijn dus tevens een belangrijke component van de vraag. Bovendien zijn ze, meer dan de investeringen in woningen of de overheidsinvesteringen, van cruciaal belang voor het behoud en de uitbreiding van het groeipotentieel van een economie.

In de economische literatuur worden diverse factoren vermeld die de investeringsbeslissingen van de bedrijven kunnen beïnvloeden. Traditionele determinanten zijn vraag- en winst(verwachtingen) alsook de reële kapitaalkosten. Meer recent onderzoek<sup>(1)</sup> wijst op het belang van andere factoren zoals de financiële bedrijfssituatie (onder meer de schuldratio, de cashpositie), de toegang tot externe financieringsbronnen (onder meer de bancaire kredietvoorwaarden, de marktfinanciering) en de

onzekerheid. Zeker in de nasleep van de financiële crisis is het niet ondenkbeeldig dat verscheidene van deze factoren een extra verklaring kunnen bieden voor de zwakke investeringsdynamiek.

Aan de hand van een eenvoudig econometrisch model kan immers worden aangetoond dat, gelet op het verloop van het bbp, de bedrijfsinvesteringen geringer uitvallen dan wat zou mogen worden verwacht. Dat geldt zowel voor het eurogebied als geheel als voor de meeste landen afzonderlijk. Worden enkele van de hierboven vermelde determinanten toegevoegd aan het basismodel, dan wordt voor verschillende landen een beduidend grotere verklaring voor het futloos verloop van de investeringen bekomen.

### *Zwakke economische groei en het acceleratormodel*

Volgens het meest eenvoudige investeringsmodel, het acceleratormodel, laten de bedrijven zich vooral leiden door hun verwachtingen ten aanzien van de vraag. Uit empirisch onderzoek is gebleken dat dit model het verloop van de bedrijfsinvesteringen doorgaans vrij goed verklaart<sup>(2)</sup>.

Een langdurige periode van geringe en zelfs negatieve economische groei – de diepe recessie die gepaard ging met de financiële crisis, de matige opleving in 2010-2011, de tweede inkrimping van het bbp als gevolg van de overheidsschuldencrisis en, vervolgens, een aarzelend herstel en flauwe vooruitzichten voor de komende jaren – maakte het voor de bedrijven minder noodzakelijk om hun productiecapaciteit uit te breiden.

De standaardspecificatie van het acceleratormodel is:

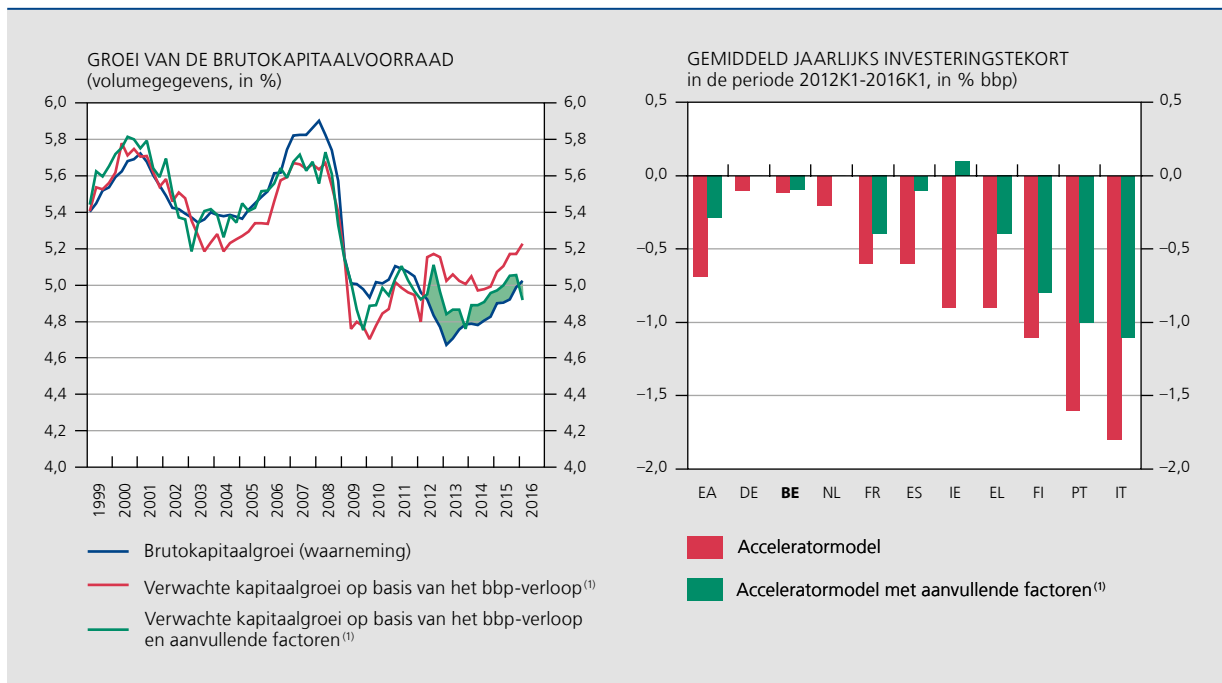
$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \frac{\alpha}{K_{t-1}} + \sum_{i=1}^N \beta_i \frac{\Delta Y_{t-i}}{K_{t-1}} + \delta + e_t$$

De onderliggende hypothese van dit model is dat veranderingen in de gewenste (netto)kapitaalvoorraad (K) evenredig zijn aan de wijzigingen in het bbp (Y). De gewenste kapitaalvoorraad – rekening houdend met de depreciatie ( $\delta$ ) ervan – bepaalt dan de dynamiek van de bruto-investeringen (I).

Dit model verklaart in grote lijnen het verloop van de investeringen sinds 1999. Het bevestigt het uitzonderlijke karakter van de investeringsboom in de aanloop naar de financiële crisis (2004-2008), alsook de budgettaire stimulus die onder meer via investeringen in

(1) Zie Barkbu *et al.* (2015), IMF (2015), IMF (2014b).

(2) Voor de bedrijfsinvesteringen zijn enkel nominale gegevens beschikbaar, geen volumegegevens. In de literatuur worden hiervoor verschillende proxy's gebruikt. Sommige researchers deflateren de nominale bedrijfsinvesteringen aan de hand van de totale investeringsdeflator. Anderen, zoals de EC (2013), werken met de reële niet-residentiële investeringen. Gelet op het geringe aandeel van de overheidsinvesteringen, omvatten die voornamelijk bedrijfsinvesteringen. In dit artikel wordt deze laatste benadering gevolgd.



Bron: NBB-berekeningen op basis van IMF (2015).

(1) De verwachte kapitaalgroei is het resultaat van een schatting van het zogeheten acceleratormodel, eventueel aangevuld met additionele factoren zoals de reële bankrente, de schuldratio, financiële beperkingen voor de productie en politieke onzekerheid.

infrastructuur tijdens de periode 2009-2010 de economische bedrijvigheid ondersteunde. Sinds 2012, het jaar waarin de overheidsschuldencrisis culmineerde, vallen de investeringen geringer uit dan wat op grond van de economische groei zou mogen worden verwacht. Die vaststelling geldt zowel voor het eurogebied als geheel als voor de meeste lidstaten afzonderlijk. In procenten bbp is het gemiddelde investeringstekort, op jaarbasis beschouwd, het grootst in Ierland, Griekenland, Finland, Portugal en Italië. In België, Duitsland en Nederland is dat tekort zeer klein.

Aangezien het verloop van het bbp het sinds 2012 opgetekende geringe investeringsvolume niet kan verklaren, wordt het acceleratormodel uitgebreid met andere mogelijke determinanten. In het eurogebied komen daar een aantal factoren voor in aanmerking<sup>(1)</sup>.

### Financieringsvoorwaarden

Om hun investeringsprojecten te realiseren, zijn bedrijven vaak aangewezen op externe financieringsbronnen.

(1) Om de illustraties overzichtelijk te houden, worden de landen ingedeeld in drie groepen, waarvan de landen op min of meer homogene wijze scoren voor de additionele factoren: de kernlanden van het eurogebied (Duitsland, Frankrijk, Nederland, België, Finland), de programmalanden (Griekenland, Ierland en Portugal) en een tussengroep met Italië en Spanje.

Doorgaans doen bedrijven in het eurogebied voornamelijk een beroep op bankleningen, veeleer dan op marktfinanciering via de uitgifte van schuldbewijzen of aandelen. Tot aan de financiële crisis was dat de externe financieringsstructuur van de niet-financiële bedrijven. De crisis, waardoor zowel de banken als de bedrijven zwaar werden getroffen, zorgde voor een forse inkrimping van de bancaire kredietstromen naar de bedrijven. Na een korte opleving volgde een nog sterkere teruggang tijdens de overheidsschuldencrisis. Het ziet ernaar uit dat de bancaire kredietverlening momenteel opnieuw enigszins aantrekt. De vermindering van de bankfinanciering tijdens de crisis werd deels gecompenseerd door een toegenomen uitgifte van schuldbewijzen waarvan de financieringskosten sterk waren teruggelopen door onder meer een search for yield vanwege beleggers.

Niettemin blijft de markt voor bedrijfsobligaties in het eurogebied veeleer beperkt qua omvang; enkel voor grote bedrijven biedt ze een volwaardig alternatief. Frankrijk, waar de bedrijven relatief groter zijn dan in vele andere landen van het eurogebied, is het enige land waar dit een stabiel financieringsinstrument lijkt te zijn en het Franse segment van de markt is goed voor ongeveer de helft van alle uitgiftes in het eurogebied. In Duitsland en Italië worden niet méér dan respectievelijk

10 % en 13 % van alle bedrijfsobligaties in het eurogebied uitgegeven.

De bancaire kredietverlening aan niet-financiële ondernemingen is sinds de crisis in alle landen van het eurogebied bedroevend laag gebleven, maar vooral in de lidstaten die het zwaarst door de financiële crisis werden getroffen en die in de periode ervoor bovendien vaak een forse kredietgroei hadden laten optekenen, zoals Ierland, Spanje en Portugal. Zowel aanbod- als vraagfactoren hebben een rol gespeeld in de vermindering van het kredietvolume. Aan de vraagzijde hadden de bedrijven hun investeringsplannen opgeborgen vanwege met name de economische situatie, waardoor ze minder behoefte hadden aan externe financiering. Aan de aanbodzijde werden de banken in het eurogebied in verschillende mate geconfronteerd met toenemende non-performing loans en afschrijvingen, liquiditeitsnoden en een daling van hun rentabiliteit. Ze dienden zich tevens aan te passen aan een nieuwe strengere regelgeving met onder meer zwaardere kapitaalvereisten. Het verwerken van die erfenis van de crisis in een zwakke, onzekere conjuncturele omgeving maakte de banken selectiever in het toekennen van nieuwe leningen. Dat gold des te meer voor de banken in de kwetsbare landen. Door de ernst van de recessie waren hun balansposities sterk verzwakt en waren de kredietrisico's toegenomen. Bovendien resulteerde de financiële crisis, vooral de overheidsschuldencrisis, in een fragmentatie van de financiële markten in het eurogebied waardoor de banken in die landen zelf moeilijkheden ondervonden om zich tegen redelijke voorwaarden te financieren. Als reactie daarop heeft het Eurosysteem via verscheidene niet-conventionele maatregelen getracht rechtstreeks te voorzien in de liquiditeitsbehoeften van de banken. Dat kon echter niet verhinderen dat in het eurogebied een divergerend kredietaanbod ontstond, met in de kwetsbare lidstaten hogere debetrentes op bankleningen en strengere kredietvoorwaarden die de investeringsdynamiek mogelijk hebben afgeremd.

Nochtans had een sterk expansieve monetairbeleidsvoering door het Eurosysteem sinds het uitbreken van de financiële crisis geresulteerd in historisch lage rentetarieven in het eurogebied, onder meer de rente op bancaire kredieten aan de bedrijven, althans in de kernlanden. Via search for yield-effecten zakte ook de rente op bedrijfsobligaties tot een bodemniveau en trokken de aandelenmarkten fors aan.

De reeds vermelde financiële fragmentatie, die sterker voelbaar werd vanaf 2010 toen de crisis een overheidsschuldencrisis was geworden en opeenvolgende landen

(Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje) een beroep moesten doen op financiële bijstand, zorgde echter via de negatieve wisselwerkingen tussen de financiële sector en de overheidssector ook voor een grotere heterogeniteit van de rentes die de banken in de verschillende lidstaten aan bedrijven aanrekenen. Verlagen van de basisrentes door het Eurosysteem in 2011 en 2012 werkten niet door in de bancaire debetrentetarieven, wat erop wees dat de monetaire transmissiekanalen slecht functioneerden. Vanaf medio 2012 begonnen die rentetarieven echter opnieuw meer te convergeren nadat de president van de ECB ingrijpende maatregelen had aangekondigd. Die maatregelen kregen in de herfst van 2012 concreet gestalte met de goedkeuring, door de Raad van Bestuur van de ECB, van het OMT-programma (outright monetaire transacties). Een tweede beweging naar meer convergentie werd ingezet vanaf 2014 via een aantal supplementaire niet-conventionele maatregelen van het Eurosysteem die culmineerden met de aankondiging en de implementatie, begin 2015, van het uitgebreid programma voor de aankoop van activa (Expanded Asset Purchase Program of APP).

Toch blijven de verschillen tussen de landen groot, wat uiteraard ook te maken heeft met de uiteenlopende kredietrisico's in de verschillende landen en de solvency van hun banken. Bovendien heeft de daling van de inflatie en de inflatieverwachtingen sinds 2013 geleid tot een stijging van de reële rente<sup>(1)</sup>.

Bedrijven kunnen ten aanzien van hun investeringsplannen niet alleen worden afgeschrikt door een hogere rente, ze kunnen zich ook beknot weten in hun financieringsmogelijkheden, bijvoorbeeld doordat banken aan hun kredietverlening strengere voorwaarden verbinden. Zo blijkt uit de resultaten van de Bank Lending Survey van de ECB dat, onmiddellijk na het uitbreken van de financiële crisis en op het hoogtepunt van de overheidsschuldencrisis, ook de aanscherping van de kredietvoorwaarden een belangrijke rem zette op de financiering van niet-financiële ondernemingen via bankleningen, vooral in de programmalanden. Inmiddels wordt in vrijwel alle landen een nettoversoepeling opgetekend.

Meer nog dan de opinie van de banken is vooral relevant hoe de bedrijven zelf hun financieringsmogelijkheden percipiëren. In haar bedrijfsenquête naar het ondernemersvertrouwen peilt de EC op kwartaalbasis ook de factoren die de productie belemmeren. Hoewel bedrijven

(1) De reële rentes worden normaliter berekend op basis van de inflatieverwachtingen, die stabiel zijn gebleven dan de inflatiecijfers. Inflatieverwachtingen zijn echter alleen beschikbaar voor het eurogebied en voor enkele grotere lidstaten.

in het gehele eurogebied recentelijk minder gewag hebben gemaakt van financiële restricties, blijven er tussen de landen duidelijke verschillen bestaan, waarbij vooral bedrijven in de programmalanden financiering als een probleem blijven aangeven. Er zij ook opgemerkt dat, zelfs in de kernlanden, die statistiek zich nog niet heeft hersteld op zijn niveau van vóór de crisis. Een alternatieve indicator kan worden afgeleid uit de halfjaarlijkse SAFE-enquête die gezamenlijk wordt georganiseerd door de ECB en de EC. De resultaten tonen dat, in tegenstelling tot grote ondernemingen, kmo's in de programmalanden gewag blijven maken van een financieringstekort. Meer dan grote bedrijven zijn kmo's aangewezen op een banksector, die zich op zijn beurt in een precaire situatie bevindt. Bovendien ligt het aandeel van de kmo's – zowel inzake werkgelegenheid als inzake toegevoegde waarde – in Griekenland en Portugal, maar ook in Italië en Spanje, jammer genoeg ver boven het gemiddelde van het eurogebied. Dat maakt de financieringsproblematiek in deze landen des te prangender.

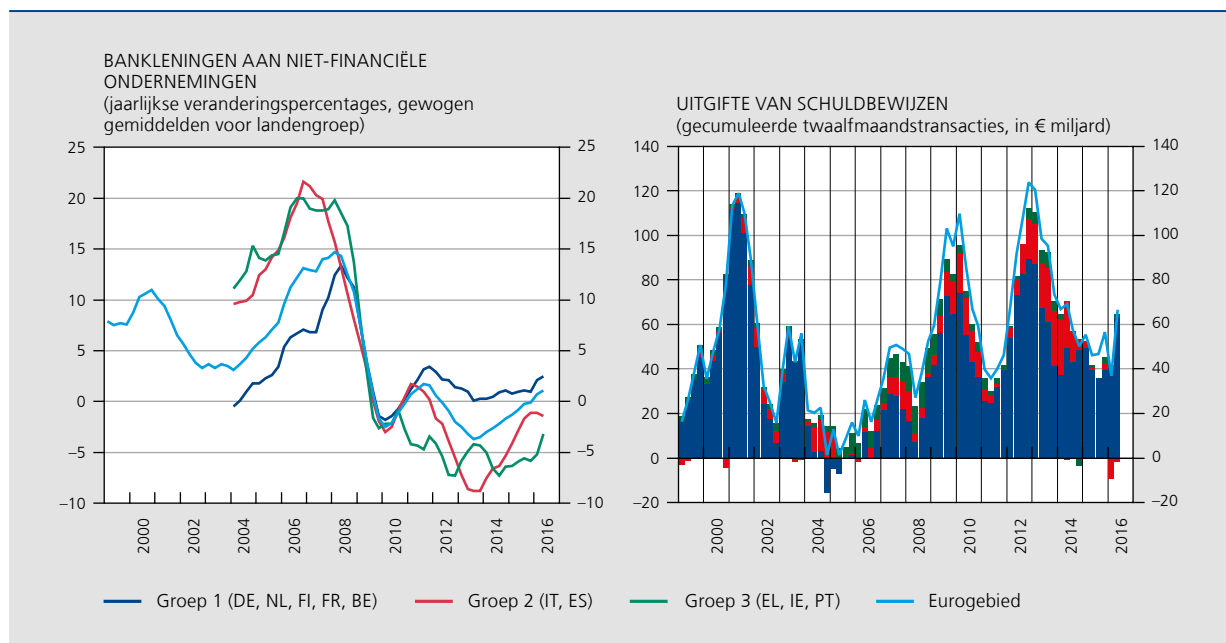
Bij de bedrijven georganiseerde enquêtes bevestigen blijkbaar in grote lijnen de resultaten van de Bank Lending Survey, in de zin dat er de laatste jaren sprake is van een tendens naar minder strikte kredietvoorwaarden en een vlottere toegang tot financiering. Toch lijken de banken de situatie doorgaans ietwat optimistischer in te schatten dan de ondernemingen, en vooral dan de kmo's in de kwetsbare landen.

## Deleveraging

Tijdens de jaren vóór de financiële crisis was er een snelle kredietexpansie, die bij de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied tot een sterk oplopende schuldgraad leidde. Die schulddynamiek werd gestimuleerd door gunstige groeiverwachtingen, een geringe risicoperceptie en soepele kredietvoorwaarden. De kredietverlening zorgde op haar beurt voor een relatief snelle economische groei, stijgende activaprijzen en een algemeen sentiment van optimisme. Daardoor ontstond er een zichzelf in de hand werkende interactie tussen de kredietexpansie en de (inschatting van de) economische toestand. Die wisselwerking mondde uit in hoge schuldposities die, zoals de financiële crisis heeft aangetoond, de bedrijven erg kwetsbaar maakten voor schokken. De crisis ging immers gepaard met een ommekeer in het marktsentiment, een opwaartse herwaardering van risico's, een daling van de activaprijzen en een diepe recessie, evenzeveel factoren die een impact hadden op de verwachte inkomensstromen, op de afbetalingscapaciteit en op de kredietwaardigheid van bedrijven.

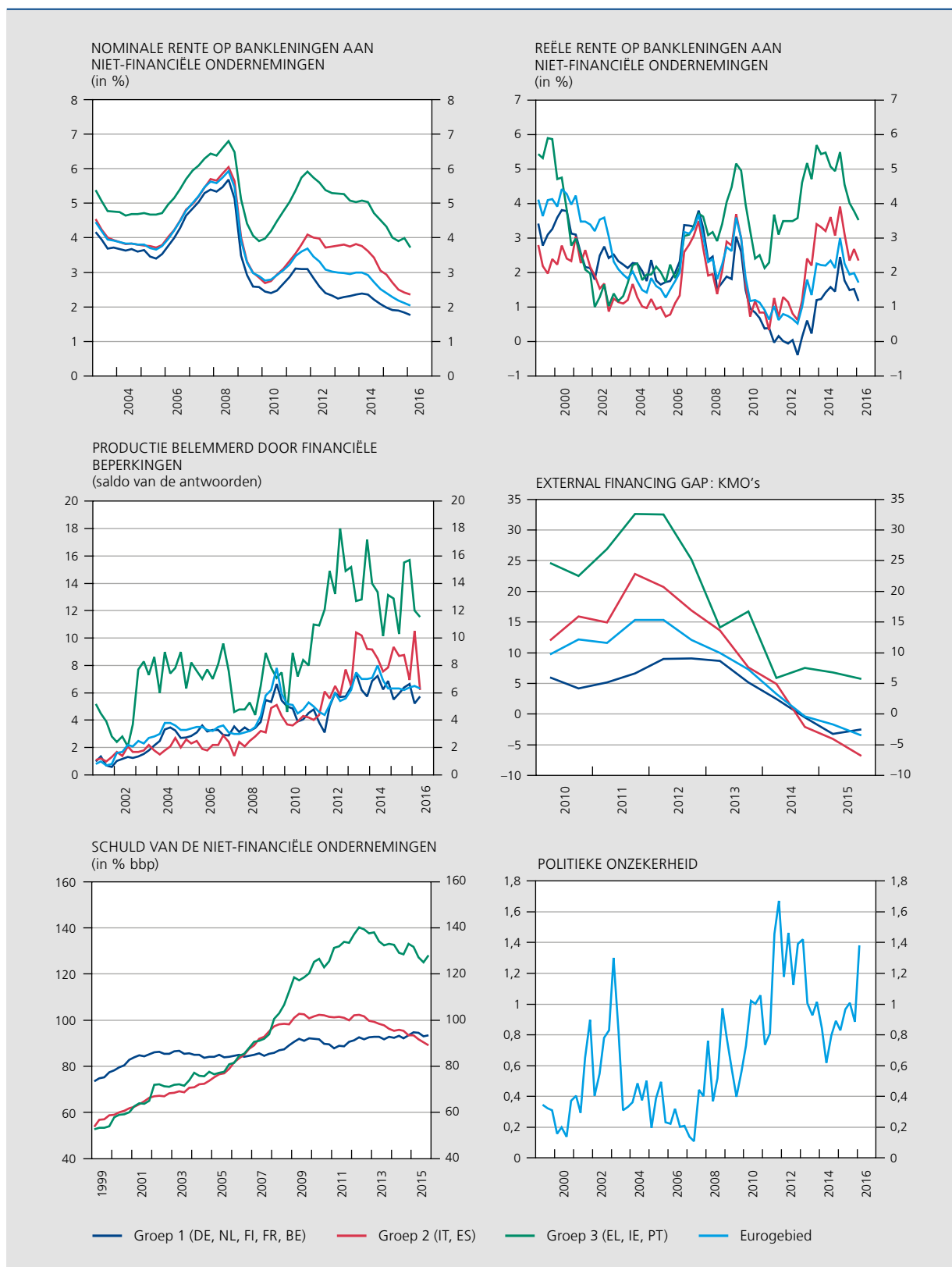
Ondernemingen kunnen vanuit verschillende hoeken onder druk komen om hun schuldposities af te bouwen. Ze kunnen er enerzijds zelf toe besluiten hun balansen te saneren teneinde zich beter te wapenen tegen (supplementaire) schokken. Tegen de achtergrond van de economische recessie en het matig

**GRAFIEK 5** DALING BANKLENINGEN AAN BEDRIJVEN VERSUS TOEGENOMEN UITGIFTE VAN SCHULDBEWIJZEN



Bron: ECB.





Bronnen: EC, ECB, OESO, Thomson Reuters Datastream, eigen berekeningen van de NBB.

herstel is het bovendien niet uitgesloten dat bedrijven hun investeringsplannen hebben opgeborgen zodat ze de bijbehorende kredieten niet onmiddellijk nodig hebben. Anderzijds kan deleveraging ook aanbodgedreven zijn wanneer banken bij hun kredietverlening een grotere selectiviteit aan de dag leggen. Vooral bij kleinere ondernemingen die moeilijker toegang hebben tot alternatieve financieringsbronnen, kan dat kanaal van deleveraging significant zijn. Ongeacht de motieven die in een specifieke bedrijfssituatie een rol spelen, kan deleveraging een stevige rem zetten op de bedrijfsinvesteringen.

Na de crisis zette in de meeste landen het proces van schuldafbouw in, zoals blijkt uit de daling van de schuldratio's van de niet-financiële ondernemingen ten opzichte van hun piekniveaus. De vermindering van de schuldgraad blijft vooralsnog echter veeleer beperkt en is slechts een fractie van de toename van vóór de crisis. Dat kan worden verklaard door de povere economische groei van de afgelopen jaren. Actieve inspanningen inzake deleveraging via negatieve kredietstromen (zowel vraag als aanbodgedreven) die zorgden voor een vermindering van de uitstaande nominale schuld, werden immers deels tenietgedaan door de inkrimping van de economische bedrijvigheid en de lage inflatiecijfers. In Griekenland compenseerde de daling van het nominaal bbp vrijwel integraal de impact van de actieve schuldafbouw.

Gelet op de huidige schuld niveaus zal de deleveraging bij de niet-financiële ondernemingen zich wellicht voortzetten. Dat is ook nodig om de schuldratio's tot houdbaarder niveaus te reduceren. Houdbaarheid is echter een complex concept waarover geen consensus bestaat qua definitie of geschikte maatstaf. Diverse onderzoekers opteren daarom voor een multidimensionale aanpak. In tal van benaderingen spelen tevens landspecifieke factoren, wat leidt tot een benchmark per land. Uit recente schattingen van de EC die gebaseerd zijn op de methode van Bricongne *et al.* (2016)<sup>(1)</sup> blijkt dat er eind 2014 nog extra deleveraging van de niet-financiële ondernemingen nodig was, vooral in Ierland, Portugal en Griekenland en, in mindere mate, in Spanje<sup>(2)(3)</sup>.

### Onzekerheid

Ook onzekerheid wordt vaak genoemd als een afdoende verklaring voor de zwakke investeringsdynamiek in het eurogebied. Uit onderzoek<sup>(4)</sup> blijkt immers dat bedrijven die geconfronteerd worden met een onzekere omgeving hun investeringsbeslissingen uitstellen tot er meer informatie beschikbaar komt. Een dergelijk gedrag zou toe te schrijven zijn aan een specifiek kenmerk van

investerings, namelijk hun onomkeerbaarheid. Het is meestal zeer moeilijk en duur om een gedane investering te ontmantelen en de resterende marktwaarde is vaak slechts een fractie van de oorspronkelijke kosten. Daarnaast beïnvloedt onzekerheid ook de houding van de kredietverleners die in hun debetrentes een hogere risicopremie zullen aanrekenen en strengere voorwaarden zullen stellen.

Onzekerheid is moeilijk kwantificeerbaar en het is onduidelijk door welke maatstaf het verloop van de bedrijfsinvesteringen het best kan worden verklaard. De recente literatuur betreft in de analyse meestal een indicator die representatief is voor de politieke onzekerheid. De huidige onderzoekspraktijk hanteert daartoe de Economic Policy Uncertainty Index die op basis van nieuwsberichten samengesteld wordt door Baker *et al.* (2013). Sinds het begin van de financiële crisis is die indicator fors gestegen met, in het eurogebied, een duidelijke piek tijdens de overheidsschuldencrisis. De politieke onzekerheid is de laatste jaren sterk afgenomen, maar ze blijft groter dan vóór de crisis. Bovendien kunnen tijdelijke nieuwe spanningen zoals die van begin 2016 niet worden uitgesloten.

### Het uitgebreid acceleratormodel

Worden enkele van de hierboven vermelde factoren, namelijk de reële bancaire debetrente, de schuldratio van de bedrijven, de indicator voor financiële beperkingen die de productie drukken en de politieke onzekerheidsindex, toevoegd aan de standaardspecificatie, dan blijkt het uitgebreid acceleratormodel het recente verloop van de investeringsratio vrij goed te kunnen verklaren. De verbetering ter zake is vooral duidelijk in de perifere landen, en zelfs spectaculair in Spanje en Ierland. Onzekerheid, financiële beperkingen, omvang van de schuld en reële rente hebben dus een zware impact gehad op de investeringsdynamiek in die landen. Andere studies leveren analoge resultaten op<sup>(5)</sup>. Voor zover die factoren de investeringen nog steeds afremmen, lijkt er een rol te zijn weggelegd voor het beleid. Niettemin blijft het recente verloop van de ratio van de bedrijfsinvesteringen voor een deel onverklaard in Italië, Finland, Portugal en Griekenland.

(1) De benchmark van 'duurzame' schuld is geraamd op basis van vorige periodes van deleveraging. Zie ook EC (2014).

(2) In Ierland, Portugal en Griekenland wordt de behoefte geraamd tussen 10 % en 20 %; in Spanje op minder dan 10 %.

(3) Vermits in Ierland de toename van de schuldratio van de bedrijven grotendeels kan worden verklaard door grensoverschrijdende (intra-groep) leningen, nuanceert de EC de verdere behoefte aan deleveraging in dat land.

(4) Zie onder meer Dixit en Pindyck (1994); Carruth *et al.* (2000).

(5) Zie onder meer Barkbu *et al.* (2015).

### 3. Seculaire trends in de investeringen

De analyse hierboven focust op factoren die het verloop van de investeringen op korte termijn mede kunnen verklaren. De afgelopen decennia hebben in de (wereld)economie bovendien enkele structurele ontwikkelingen plaatsgehad die aanleiding hebben kunnen geven tot meer seculaire trends in de investeringen. Daarbij kan worden verwezen naar de overgang op een dienstenmaatschappij, de mondialisering en de daarmee gepaard gaande offshoring van activiteiten naar de opkomende landen, de kortere economische levensduur van investeringsgoederen alsook demografische ontwikkelingen. In dit hoofdstuk wordt aandacht besteed aan die ontwikkelingen en alsook aan de impact die ze hebben op de investeringen.

#### *De overgang op een dienstenmaatschappij*

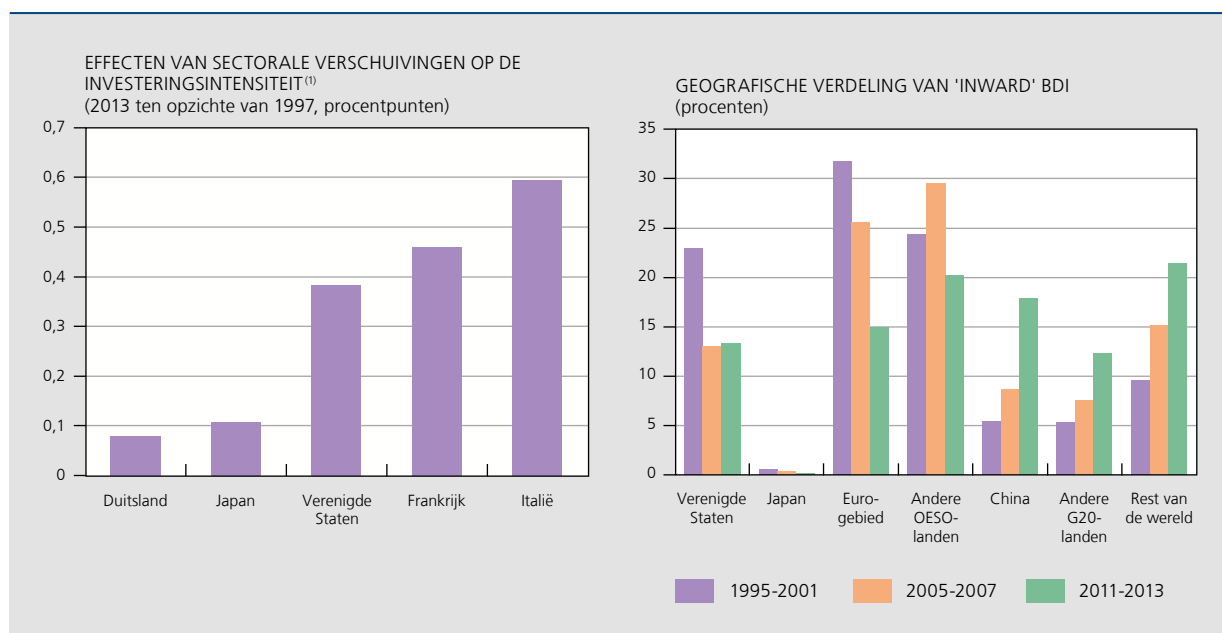
Een daling van de investeringsratio wordt soms in verband gebracht met de relatieve inkrimping van de industriële sector ten voordele van een groeiende, minder kapitaalintensieve dienstensector. Die hypothese valt vaak moeilijk te toetsen doordat naar bedrijfstak uitgesplitste gegevens over de kapitaalvoorraad slechts voor weinig landen beschikbaar zijn. In Duitsland bijvoorbeeld – een land waarvoor die gegevens wél voorhanden zijn-, lijkt over de laatste twee decennia evenwel niet echt sprake te zijn van ingrijpende

verschuivingen wat de grote categorieën van sectoren betreft. Het aandeel van de diensten in de totale toegevoegde waarde is niet vergroot ten koste van de verwerkende nijverheid. Bovendien blijven de verschillen in kapitaalintensiteit, gemiddeld beschouwd over de sectoren, beperkt en is het aandeel van de nutsbedrijven en de energiesector, namelijk de zeer kapitaalintensieve industriële bedrijfstakken, in de totale economie nog licht toegenomen.

De OESO<sup>(1)</sup> hanteert in haar analyse het aanverwante concept van de 'investeringsintensiteit', dat is de verhouding van de investeringen tot de toegevoegde waarde per bedrijfstak. Voor een groep van landen stelt de Organisatie vast dat de investeringsintensiteit van de dienstensector inderdaad beduidend lager uitvalt dan die van de industriële bedrijfstakken inclusief mijnbouw, energie en nutsbedrijven. Bovendien is in een aantal OESO-landen het aandeel van die minder investeringsintensieve diensten in de totale toegevoegde waarde toegenomen. Dat bleek evenwel niet voldoende te zijn om een duidelijke impact te hebben: de vergelijking voor het jaar 2013 van de werkelijke investeringsintensiteit met de raming ervan op basis van een onveranderde sectorale samenstelling ten opzichte van 1997, sorteert gemiddeld beschouwd slechts een beperkt effect, al komt het in Italië en in Frankrijk wel op ongeveer 0,5 procentpunt uit.

(1) OECD (2015).

GRAFIEK 7 SECULAIRE TRENDS



Bron: OESO.

(1) Nominale investeringen in verhouding tot de nominale bruto toegevoegde waarde

### *Mondialisering, global value chains en offshoring*

De mondiale investeringsstromen zijn mettertijd drastisch gewijzigd. Vaak wordt aangenomen dat de binnenlandse investeringsactiviteit in de geavanceerde economieën zich deels heeft verplaatst naar andere delen van de wereld als gevolg van de ontplooiing van mondiale productieketens (global value chains) en de offshoring van productie-eenheden. Volgens empirisch onderzoek staat het echter niet vast dat investeringen in het buitenland de binnenlandse investeringsactiviteit vervangen (substitutie) dan wel aanvullen (complementariteit).

De thematiek is complex en tot dusver blijven de conclusies betreffende de impact op de geavanceerde economieën onduidelijk. Oorzaak daarvan zijn de statistieken ter zake die empirisch werk bemoeilijken. Een veel gebruikte maatstaf zijn de stromen buitenlandse directe investeringen (BDI), maar die omvatten behalve de aanschaf van kapitaalgoederen ook financiële stromen, onder meer 'mergers' en 'acquisitions'. Er wordt tevens gebruik gemaakt van gegevens over de investeringen door multinationale ondernemingen (inclusief hun filialen), maar die zijn slechts voor enkele landen beschikbaar.

Een eerste indicatie over de veranderende stromen is afkomstig van de binnenkomende BDI. Daaruit blijkt dat het aandeel van OESO-landen de laatste twee decennia sterk is verkleind, onder meer in het eurogebied na de crisis, ten voordele van de opkomende economieën, vooral China. Dat heeft mogelijk mede een neerwaartse invloed gehad op de binnenlandse investeringsactiviteit in de geavanceerde landen. Tegelijkertijd stelt de OESO vast dat de investeringsactiviteit van buitenlandse filialen van multinationale ondernemingen na de crisis in tal van OESO-landen, ook in het eurogebied, gestegen is in verhouding tot het bbp.

In de veronderstelling dat gegevens over de investeringen door buitenlandse filialen van multinationale ondernemingen uit de Verenigde Staten en Japan daarvoor een graadmeter kunnen zijn, blijkt dat 'outward investment' uit de geavanceerde economieën door de jaren heen toegenomen is. Dergelijke investeringen maken een toenemend aandeel uit van de totale groepsinvesteringen. Aangenomen wordt dat de herlokalisering van activiteiten door multinationale ondernemingen die veeleer horizontaal geïntegreerd zijn, waarbij verschillende vestigingen dus dezelfde producten afleveren, zal resulteren in substitutie-effecten, met tot gevolg een negatieve impact op de economische bedrijvigheid van het land van oorsprong. Indien het gaat over zogenoemde 'verticale' multinationals, die in de context van global value chains de bedoeling hebben om via investeringen in het buitenland het productieproces uit te

splitsen, dan kunnen voor het land van oorsprong echter complementaire activiteiten ontstaan, bijvoorbeeld via het toeleveren van intermediaire inputs. Er wordt dan relatief meer in het buitenland geïnvesteerd, maar dat impliceert nog niet automatisch een daling van het absolute niveau van de investeringen in het thuisland. A priori valt dan moeilijk uit te maken wat het totaaleffect zal zijn. De resultaten van landspecifieke empirische studies zijn gemengd: terwijl voor de Amerikaanse economie in bepaalde gevallen wel positieve effecten op de binnenlandse economie worden vastgesteld, zouden die effecten voor Duitsland negatief zijn<sup>(1)</sup>.

### *Een snellere afschrijving van investeringsgoederen*

Voorts wijst de OESO erop dat de gemiddelde afschrijvingspercentages toegenomen zijn als gevolg van een groter aandeel van de investeringen met een kortere economische levensduur, zoals ICT en immateriële investeringstypes. Bijgevolg zouden de investeringen zelfs boven de historische referentieniveaus moeten uitkomen om te vermijden dat de netto-investeringen en de nettokapitaalvoorraad teruglopen.

### *Demografische trends*

Gelet op de demografische vooruitzichten mag er worden van uitgegaan dat de vergrijzing van de bevolking in Europa in de toekomst een sterk negatieve impact zal hebben op het arbeidsaanbod; in bepaalde landen, zoals Duitsland, is dat proces reeds op gang gekomen. Daardoor slinkt het groeipotentieel en zouden er minder investeringen nodig zijn (zie verderop). Het is echter evenzeer waar dat kapitaal en arbeid nooit volledig complementair zijn, zodat kan worden ingezet op meer kapitaalintensieve productiewijzen en meer investeringen. Om de demografische effecten op de groei te compenseren moet bovendien in eerste instantie werk worden gemaakt van een verhoging van de activiteitsgraad, onder meer door langer te werken en, om het potentieel van de beroepsbevolking beter te benutten, de structurele werkloosheid terug te dringen die na de crisis in een aantal landen toegenomen is als gevolg van hysteresiseffecten. Er moet ook bijzondere aandacht worden verleend aan het reduceren van de jeugdwerkloosheid. Werkloosheid in de eerste stadia van de beroepsloopbaan heeft immers tot gevolg dat het 'human capital' van die cohorten snel veroudert of onderontwikkeld blijft, zodat productief potentieel verloren gaat.

(1) Zie Braunerhjelm *et al.* (2004); Herzer (2008); Herzer en Schrooten (2008).

## Wisselwerking tussen groei en investeringen

Er is een sterke wisselwerking tussen de economische groei en de investeringen. Enerzijds zullen bij een hogere groei meer investeringen noodzakelijk zijn om de kapitaalvoorraad en, derhalve, de kapitaalintensiteit van de groei op peil te houden. Anderzijds blijft een langdurig ondermaatse investeringsratio niet zonder nadelige gevolgen voor de potentiële groei. Investeringsresultaten immers rechtstreeks in de opbouw van de kapitaalvoorraad en indirect in de daarin vervatte technologische vooruitgang<sup>(1)</sup>. Op lange termijn ontstaat er aldus een zogenoemd 'steady state'-evenwicht tussen groei en investeringen. Tal van geavanceerde economieën zijn blijkbaar vastgereden in een ongunstige toestand waarbij een geringe groei en een lage investeringsratio elkaar in evenwicht houden<sup>(2)</sup>. De vraag rijst bijgevolg in welke mate de investeringen een hefboom kunnen zijn om dat 'slecht' evenwicht te doorbreken. Sommige waarnemers<sup>(3)</sup> menen echter dat de potentiële groei, in het bijzonder in het eurogebied, een dalende trend volgt die kan worden verklaard door een combinatie van tragere productiviteitsgroei en demografische ontwikkelingen. Daaruit zou een permanent lagere evenwichtsratio van de investeringen in verhouding tot het bbp voortvloeien. Extra investeringen zouden de vraag slechts tijdelijk stimuleren en alleen maar resulteren in overcapaciteit; als gevolg van een te geringe rentabiliteit zouden die investeringen later opnieuw moeten worden teruggeschroefd. Investeringsresultaten kunnen inderdaad alleen maar een hefboom zijn om de huidige impasse van trage groei en ondermaatse investeringen te doorbreken als het om zeer doelgerichte investeringen gaat, die voldoende productief en rendabel zijn. Er moet worden gemikt op investeringen met een sterk groeibevorderend potentieel via met name de aanwending van nieuwe technologieën. Daarbij wordt het vaakst melding gemaakt van investeringen in R&D en ICT.

## 4. Beleidsinitiatieven

In hoofdstuk 2 werd aangetoond dat, hoewel het bbp een belangrijke determinant blijft van het cyclische

investeringsverloop, een aantal andere factoren de zwakke investeringsdynamiek sedert 2012 mede verklaren: het gaat met name om onzekerheid, de schuldafbouw, divergerende bancaire rentes en financieringsbeperkingen voor kmo's. Onzekerheid is typisch een factor die van heel wat omstandigheden afhankelijk is en vaak gedreven wordt door mondiale gebeurtenissen waar Europese beleidsmakers geen vat op hebben. Er moet hoe dan ook worden vermeden dat het beleid zelf een bron van onzekerheid wordt. Een andere factor, de schuldafbouw, vordert geleidelijk en moet zijn beloop krijgen. Gezien de ernst van de problematiek, blijft er echter een belangrijke rol voor het beleid weggelegd. Vanwege de ruime waaier van remmende factoren is een omvangrijk pakket beleidsmaatregelen vereist om de zwakke investeringsdynamiek in het eurogebied aan te pakken.

In eerste instantie zal het monetair beleid de vlotte werking van de kanalen voor monetaire transmissie moeten blijven ondersteunen (het doorwerken van de basisrentetarieven naar de bancaire rentes) en aldus de fragmentatie van de bankrentes verder trachten te verminderen. Via de stabilisering van de inflatieverwachtingen beoogt het monetair beleid tevens de reële rente onder controle te houden. Inzake het bancaire krediet is het de taak van het prudentieel beleid te waken over de balansposities van de banken en aldus indirect een divergerend kredietaanbod in het eurogebied tegen te gaan. Indien nodig moeten non-performing loans gepast worden afgeschreven en moet de kapitaalbasis van de banken worden versterkt.

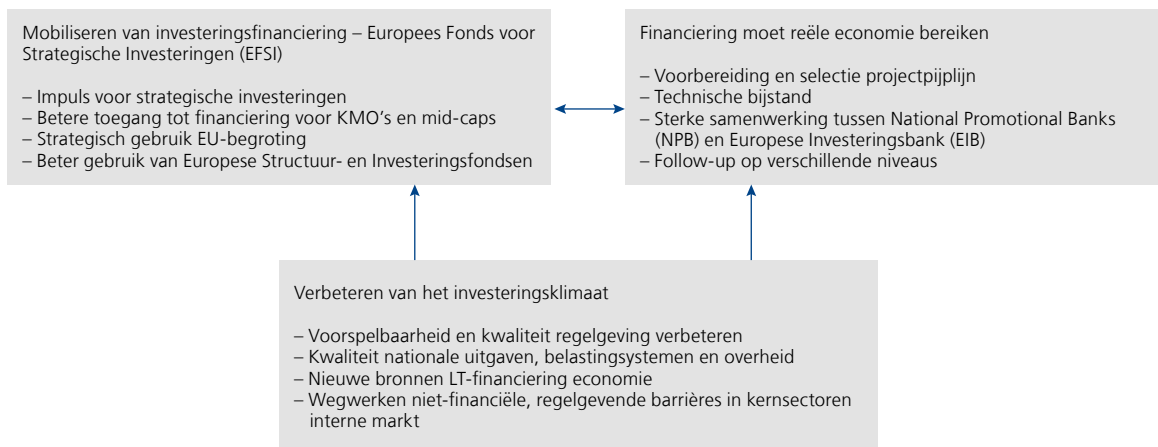
### Het Junckerplan voor de investeringen in Europa

De zware impact op het investeringsverloop van factoren zoals onzekerheid of financieringsproblemen van de kmo's wijst evenwel op de behoefte aan specifieke maatregelen die deze handicaps kunnen helpen wegwerken. Er was ook nood aan een initiatief dat kon dienen als katalysator om het ongunstige evenwicht te doorbreken dat was ontstaan tussen de trage economische groei en de ondermaatse investeringen. Het 'Investment Plan for Europe', dat in november 2014 door voorzitter Jean-Claude Juncker van de EC werd voorgesteld, lijkt enigszins in die behoeften te voorzien. Het Junckerplan beoogt immers precies de impact van de onzekerheid af te zwakken en het algemeen investeringsklimaat te verbeteren. Kmo's en 'mid-cap'-bedrijven zijn een specifieke doelgroep. Het Plan is in het bijzonder gericht op investeringen met een té hoog risicoprofiel (hoger zelfs dan het gebruikelijke risicoprofiel dat de Europese Investeringsbank (EIB) voor haar kredieten hanteert) om door de private sector alleen te worden gefinancierd. In dezelfde context heeft de EC

(1) Zo zou, volgens ramingen van de EC (Buti, 2014), een daling van de investeringsratio met 5 procentpunt op termijn leiden tot een vermindering van de potentiële groei met ongeveer een 0,5 %.

(2) In dit verband berekende de OESO (Lewis *et al.* (2014)) de afwijking tussen het huidige investeringspeil en een referentieniveau dat overeenkomt met de raming van een 'steady state' evenwicht van de investering/bbp-ratio gegeven een afschrijvingstempo, een constante kapitaal/output-ratio en een groeitempo van de economie. De OESO hanteert daarbij langetermijnavoorzichten voor de bbp-groei waarbij, voor de OESO-regio als geheel, de Verenigde Staten en het eurogebied, een terugkeer naar de potentiële groeitempo's van vóór de crisis wordt verondersteld. Vastgesteld wordt dat de huidige investeringsniveaus aanzienlijk lager liggen dan die referentieniveaus, waarbij het tekort in een derde van de landen meer dan 2,5 procentpunt van het bbp bedraagt.

(3) Gros (2014).



Bron: EC.

ook het initiatief inzake de kapitaalmarktunie (Capital Markets Union – CMU) gelanceerd dat onder meer ook bedoeld is om de financiering van kmo's te vergemakkelijken. Hierna worden de voornaamste kenmerken van het Plan onderzocht, alsook de eerste tastbare resultaten, een jaar na de invoering ervan. Ten slotte komt het initiatief van de kapitaalmarktunie aan bod.

### Structuur en werking van het Investment Plan for Europe

Het Investment Plan for Europe berust op drie pijlers die elkaar versterken.

#### Het mobiliseren van supplementaire investeringsfinanciering

De eerste pijler bestaat uit het mobiliseren van financiële middelen ten behoeve van supplementaire investeringen. Daartoe werd in juli 2015 het European Fund for Strategic Investment (EFSI) opgericht<sup>(1)</sup>. Het EFSI werd opgezet als een speciaal beheerfonds binnen de EIB. Het Fonds is voornamelijk opgericht om de capaciteit inzake risicodragende financiering te verbeteren. Zelf financiert het geen projecten, maar het verstrekt wel waarborgen voor projectfinanciering door de EIB en door het Europees Investeringsfonds (EIF), een onderdeel van de EIB-groep. Krachtens het Plan wordt een – in vergelijking met de bestaande Europese financieringsstructuren – totaal nieuw mechanisme

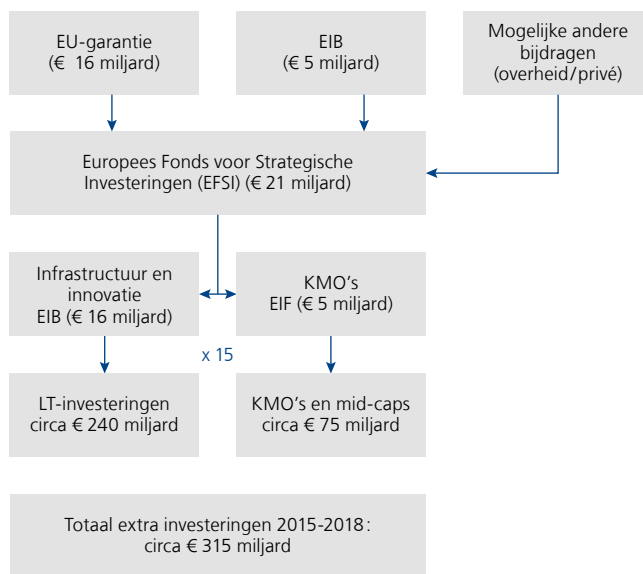
ingevoerd, dat gebaseerd is op het verstrekken van garanties veeleer dan op de rechtstreekse toekenning van subsidies: er kunnen bestaande financieringsbronnen worden gemobiliseerd, zonder de overheidsfinanciën van de lidstaten te belasten.

Het is de bedoeling om over een periode van drie jaar (d.w.z. tot medio 2018) een bedrag van ten minste € 315 miljard aan overheids- en vooral private investeringen te genereren. Voor de opstart van het EFSI werd in de EU-begroting een waarborg van € 16 miljard gecreëerd. De EIB van haar kant draagt € 5 miljard bij. Het EFSI start dus met een aanzienlijk beginkapitaal van € 21 miljard. Dit bedrag kan worden aangevuld met bijdragen van particuliere beleggers of lidstaten, rechtstreeks of via de National Promotional Banks of soortgelijke instellingen. De EC gaat ervan uit dat per euro dat het EFSI aan waarborgen verstrekt, voor € 15 kan worden geïnvesteerd in de reële economie. Dankzij de € 21 miljard aan waarborgen zou dus potentieel voor € 315 miljard kunnen worden geïnvesteerd<sup>(2)</sup>.

Het fonds complementeert en versterkt bestaande initiatieven ter ondersteuning van de investeringen zoals de Europese Structuur- en Investeringsfondsen en de courante financiering van projecten door de EIB. Het EFSI beoogt het ondersteunen van projecten met een hoge maatschappelijke en economische waarde.

(1) EC (2015a) en EC (2015b).

(2) Het multiplicatoreffect van 1:15 is volgens de EC een conservatief gemiddelde, gebaseerd op eerdere ervaringen met EU-programma's en op ervaringen van de EIB.



Bronnen: EC, EIB.

De geraamde extra investeringsmiddelen van € 315 miljard zullen in twee delen worden opgesplitst. Enerzijds wordt voorzien in risicosteen voor langetermijninvesteringen zoals Europees belangrijke strategische investeringen in infrastructuur, met name breedband- en energienetwerken, alsook in vervoersinfrastructuur, onderwijs, onderzoek en innovatie, en in hernieuwbare energie en energie-efficiëntie. Daarvoor zal driekwart van de middelen (€ 240 miljard) worden gereserveerd. De rest van de middelen (€ 75 miljard) wordt voorbehouden om in Europa de toegang te verruimen tot risicofinanciering voor kmo's (tot en met 250 werknemers) en midcap-ondernemingen (tot en met 3000 werknemers). Voor de operationele uitvoering daarvan wordt een beroep gedaan op het EIF.

Ten slotte moet worden gepreciseerd dat de € 315 miljard 'extra' investeringen een aanvulling zijn van de reeds bestaande. De criteria voor het in aanmerking nemen van de projecten maken het mogelijk ervoor te zorgen dat de middelen wel degelijk uitgetrokken worden voor nieuwe, meer risicovolle projecten bestemd voor de in het plan bedoelde sectoren en ondernemingen. Het principe van 'additionaliteit' is hier een sleutelement: de inachtneming ervan garandeert dat de steun van het EFSI suboptimale situaties verhelpt, waarin soortgelijke projecten niet kunnen worden verwezenlijkt.

### *Initiatieven die ervoor zorgen dat de supplementaire financieringsmiddelen de reële economie bereiken*

De tweede pijler van het investeringsplan bestaat uit gerichte initiatieven die er moeten voor zorgen dat de supplementaire, door het EFSI gegenereerde investeringsmiddelen voorzien in de behoeften van de reële economie, wat betekent dat financiering wordt gevonden voor levensvatbare projecten met een duidelijke toegevoegde waarde voor de Europese economie.

Concreet wordt daartoe in eerste instantie, binnen de EIB, een Europees investeringsadviescentrum (European Investment Advisory Hub) opgezet teneinde op alle projectontwikkelingsniveaus expertise en technische bijstand te bieden. Er wordt een centraal loket opgericht voor alle vragen in verband met technische bijstand vanwege projectuitvoerders, investeerders en overheden. Het adviescentrum zal richtsnoeren geven inzake het meest geschikte advies voor een bepaald project.

Daarnaast zal het European Investment Project Portal, dat in juni 2016 operationeel werd, investeerders helpen bij het vinden van potentieel levensvatbare projecten. Dat portaal wordt beheerd door de EC en het bevat een lijst van projecten die de EU-doelstellingen ondersteunen en die binnen drie jaar van start zouden moeten gaan, al dan niet met EFSI-financiering.

## Maatregelen voor een beter investeringsklimaat

De derde pijler bestaat uit maatregelen ten behoeve van een betere voorspelbaarheid van de regelgeving, het wegnemen van de obstakels voor investeringen en een versterking van de eengemaakte markt door optimale randvoorwaarden voor investeringen te creëren.

Het regelgevingskader moet op zowel nationaal als Europees niveau eenvoudig, duidelijk, voorspelbaar en stabiel zijn, teneinde investeringen op langere termijn aan te moedigen. Het oogmerk is niet deregulering, wel een betere regelgeving. Dit betekent dat die regelgeving moet gericht zijn op het ruimen van obstakels die de groei in de weg staan, op het minimaliseren van de kosten en op het waarborgen van de duurzaamheid op maatschappelijk en milieugebied.

Een andere belangrijke maatregel is dat er nieuwe bronnen komen voor het op lange termijn financieren van de investeringen, inclusief stappen in de richting van een kapitaalmarktunie (CMU). Op termijn zal die unie bijdragen tot een grotere verscheidenheid aan financieringsmogelijkheden doordat de financiering door de banken zal worden aangevuld met diepere kapitaalmarkten. De kapitaalmarktunie is dan ook een belangrijk onderdeel van het investeringsplan op middellange en lange termijn (zie hierna voor nadere details).

Ten slotte is het zaak dat de obstakels voor investeringen op de gemeenschappelijke markt worden weggenomen. Het gaat meer bepaald om hervormingen op de volgende gebieden: energie en vervoer, vervoersinfrastructuur en -systemen, de digitale markt, diensten- en productenmarkten, onderzoek en innovatie en buitenlandse investeringsstromen.

## Een eerste evaluatie van het plan

Volgens de gegevens van juli 2016 werd € 20,4 miljard goedgekeurd voor EFSI-projecten, goed voor 289 operaties. Het met de EIB verbonden aspect (innovatie- en infrastructuurprojecten) vertegenwoordigt het grootste gedeelte van dat bedrag, namelijk € 13,6 miljard, terwijl dat van het EIF (kmo's en middelgrote ondernemingen) € 6,8 miljard belooft. Geraamd wordt dat die transacties in totaal € 115,7 miljard aan investeringen zullen

opleveren. Die eerste resultaten lijken al met al te stroken met de vastgelegde doelstellingen, waarbij de totale verwachte investeringen ongeveer een derde vertegenwoordigen van het bedrag dat aan het einde van de periode van drie jaar zou worden bereikt. De EFSI financiering gedurende het eerste jaar werd voornamelijk toegewezen aan onderzoek, ontwikkeling en innovatie (25%), energie (23%) en kmo's (26%).

Dergelijke resultaten dienen echter te worden genuanceerd. In een studie van Claes en Alvaro (2016a) werd de naleving van het criterium 'additionaliteit' beoordeeld, namelijk of alleen risicovolle en leefbare projecten werden geselecteerd die niet tot een goed einde konden worden gebracht met andere reeds bestaande financieringsstructuren. Het onderzoek komt tot de bevinding dat er talrijke gelijkenissen bestaan tussen de nieuwe projecten van het EFSI en de gebruikelijk door de EIB, buiten het Plan uitgevoerde projecten. In de studie wordt niettemin ook geconstateerd dat de EFSI-projecten een relatief hoger risiconiveau vertonen, wat beantwoordt aan de doelstellingen van het Plan.

## Overheidsinvesteringen

De belangrijkste bedoeling van beleidsinitiatieven moet erin bestaan de bedrijfsinvesteringen te mobiliseren. De overheidsinvesteringen vormen echter ook een deel van de problematiek, daar jaren van consolidatie hun tol hebben geëist<sup>(1)</sup>. Met het terugschroeven van hun investeringen kozen lidstaten voor de weg van de minste weerstand om aan hun budgettaire verplichtingen tegemoet te komen. Overheidsinvesteringen met sterk productiviteitsverhogende effecten, bijvoorbeeld in economische en sociale infrastructuur zoals energie of in wetenschappelijk onderzoek en innovatie, behoren ook tot de beoogde investeringsprojecten van het Junckerplan. Aangezien het mogelijk is dat de overheid investeert in EFSI-projecten, werd besloten dat de EC een soepeler houding zou aannemen ten opzichte van een dergelijke kapitaalbreng in het kader van het begrotingstoezicht van het Stabiliteits- en groeipact<sup>(2)</sup>.

Wat betreft andere overheidsinvesteringen buiten het Junckerplan, laat de in de nieuwe EC-richtsnoeren van het Stabiliteits- en groeipact opgenomen zogeheten 'investeringsclausule' de lidstaten die overheidsinvesteringen verrichten toe tijdelijk af te wijken van de doelstelling op middellange termijn of van het begrotingstraject daarnaartoe. Zoals werd aangevoerd in Melyn *et al.* (2016), mag die clausule evenwel alleen worden toegepast onder strikte voorwaarden, waaraan maar een zeer beperkt aantal landen voldoet. In dat verband kan worden overwogen de wijze waarop de

(1) Zie W. Melyn *et al.* (2016) voor een gedetailleerde analyse over overheidsinvesteringen.

(2) Dergelijke nationale financiële bijdragen van de overheid zullen niet worden opgenomen in de bepaling van de begrotingsinspanning geleverd in het kader van het preventieve en correctieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact. Ze worden immers beschouwd als uitzonderlijke eenmalige maatregelen. Zie W. Melyn *et al.* (2016).



overheidsinvesteringen in aanmerking worden genomen in de regels van het Stabiliteits- en groeipact grondig te herzien, teneinde ervoor te zorgen dat die bestedingen een gunstiger behandeling genieten.

### *Volgende fasen*

De EC kondigde de verlenging aan van het EFSI na de aanvankelijk bepaalde periode van drie jaar<sup>(1)</sup> en zal daartoe in het najaar van 2016 wetgevende voorstellen voorleggen. Er wordt eveneens bepaald de huidige werking van het EFSI te consolideren: de toepassing van het principe van 'additionaliteit' zal strikter zijn en het luik voor de kmo's zal worden versterkt. In de toekomst zal de slagkracht van het EFSI veel groter kunnen worden gemaakt door die te combineren met andere Europese fondsen, zoals de Europese Structuur- en Investeringsfondsen. Ten slotte zal een markt voor groene en duurzame projecten worden ontwikkeld dankzij de invoering van 'groene obligaties'<sup>(2)</sup> in het gamma van de financiële instrumenten van het EFSI.

### *Het initiatief inzake de kapitaalmarktenunie*

Het initiatief van de EC inzake de CMU, dat strookt met de derde pijler van het plan-Juncker, heeft tot doel de belemmeringen voor de integratie en de ontwikkeling van een wezenlijke Europese kapitaalmarkt weg te werken en zo de fragmentatie die nog langs nationale grenzen bestaat in de Europese financiële markten, verder terug te dringen. Dit zou de afhankelijkheid van ondernemingen van financiering door banken verminderen, zodat ze zich met behulp van andere bronnen kunnen financieren. De verwezenlijkingen van de CMU zouden in het bijzonder ten goede komen aan de kmo's die ook financiering zouden kunnen vinden op de kapitaalmarkt, mogelijk in een andere dan de eigen nationale lidstaat<sup>(3)</sup>. In het Actieplan van 2015 worden de prioritaire maatregelen voor de instelling van de CMU in 2019 bepaald<sup>(4)</sup>. Hoewel sommige ervan reeds tot concrete maatregelen hebben geleid, moeten de meeste nog worden uitgewerkt:

- *grotere financieringsbronnen ten behoeve van ondernemingen en kmo's en een gemakkelijker toegang tot de aandelenmarkten.* Gedurende de fase waarin de activiteiten worden gestart, kunnen meer nieuwe financieringstypes worden ingezet, ter aanvulling van het bankkrediet (leenplatformen, peer-to-peer lenen en participatieve financiering). In de daaropvolgende fasen moet het aanwenden van eigen vermogen (risicokapitaal) worden bevorderd, aangezien de financiering vaak

een moeilijke fase is bij de uitbreiding van de activiteiten. Zo heeft de EC twee nieuwe gemeenschappelijke beleggingsfondsen ingesteld<sup>(5)</sup> en werd begin 2016 een openbare raadpleging opgezet.

De effectiseringsmarkt kan verder worden ontwikkeld en kan dienen als instrument voor risicospreiding en tot versterking van het leenvermogen van de banken. In de nieuwe wetgevende voorstellen van de EC, die door de ECOFIN-Raad op 8 december 2015 werden goedgekeurd<sup>(6)</sup>, worden sommige (eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde) basisoperaties omschreven en de prudentiële vereisten van de beleggingen van de banken in soortgelijke producten herzien.

Ten slotte heeft de EC in november 2015 voorgesteld om de huidige prospectusregeling ("Prospectus Directive") te herzien om de efficiëntie ervan te verhogen en de last voor kleinere ondernemingen te verminderen<sup>(7)</sup>. Het prospectus is een gedetailleerd document met ondernemingsinformatie en de voorwaarden en risico's van een belegging. Het is het 'paspoort' tot de kapitaalmarkten voor ondernemingen die op zoek zijn naar financiering. Het is van cruciaal belang dat het niet als een onnodige belemmering voor de kapitaalmarkten werkt.

- *langetermijninvesteringen bevorderen.* Een nieuw kader tot instelling van de Europese beleggingsfondsen op lange termijn (ELTIF), dat in april 2015 werd aangenomen, beoogt beleggingen van particuliere en institutionele beleggers (levensverzekeringsondernemingen, pensioenfondsen en beleggingsfondsen) in langetermijnprojecten, zoals infrastructuur, aan te trekken<sup>(8)</sup>. Bovendien beschikken de retailbeleggers (waaronder de huishoudens) over belangrijke spaarmiddelen in de vorm van bankrekeningen en nemen weinig deel aan de kapitaalmarkten. Teneinde hun spaargelden, die vaak aangelegd worden voor pensioenen, beter in te zetten, via de kapitaalmarkten, zal de EC eind 2016 het opzetten van een strategisch kader van een

(1) EC (2015d).

(2) De groene obligaties vertegenwoordigen alle types van obligatie-instrumenten die uitsluitend van toepassing zijn op de financiering (of herfinanciering) van groene projecten, ter bevordering van milieuvriendelijke activiteiten.

(3) De realisatie van een CMU zal ook de risk-sharing over de landsgrenzen heen binnen de EU bevorderen via private kapitaalstromen en aldus de behoefte aan publieke risk-sharing mechanismen verminderen.

(4) Het Actieplan werd sindsdien besproken in een eerste vervolgsverslag van april 2016 (zie EC (2016a)).

(5) Europese risicokapitaalfondsen en Europese socialeondernemersfondsen.

(6) De voorstellen lagen in de zomer van 2016 nog ter behandeling in het Europees Parlement.

(7) De Raad dient zich in de zomer van 2016 uit te spreken over een algemeen aanpak ter zake.

(8) De EC heeft derhalve in februari en mei 2016 de wetgeving 'Solvabiliteit II' aangepast, waardoor verzekeraars gemakkelijker kunnen investeren in infrastructuurprojecten en in ELTIF-langetermijnprojecten.

Europese markt voor individuele pensioenspaarproducten onderzoeken;

- *grensoverschrijdende investeringen in de hand werken door het wegnemen van bestaande obstakels als gevolg van verschillende belastingstelsels en uiteenlopende nationale regelgevingen, met name die in verband met insolventieprocedures.* Teneinde de nationale procedures op elkaar af te stemmen, zal de EC tegen eind 2016 een wetgevend initiatief betreffende de insolventie van de ondernemingen (inclusief de preventieve herstructurering en de schuldaflossing van de failliete ondernemingen, *Insolvency frameworks*) voorleggen, waarbij profijt zal worden getrokken van de ervaring van de 'Aanbeveling insolventie' van 2014, van de degelijk werkende nationale regelingen, alsook van de resultaten van haar in juni 2016 beëindigde openbare raadpleging.

## Conclusies

Sinds de financiële crisis is de investeringsdynamiek in het eurogebied zwak gebleven: de investeringen bevinden zich nog steeds onder hun langetermijngemiddelde en het herstel blijft aanslepen. Ook vanuit internationaal en historisch perspectief – namelijk in vergelijking met vorige post-crisisperiodes – is deze situatie uitzonderlijk. Mogelijk bevat deze zwakte een persistente component, in zoverre ze een correctie vormt op voorheen excessieve investeringen, in het bijzonder van de huishoudens in woongebouwen. Ook bij de bedrijfsinvesteringen blijft een sterke opleving tot nu toe echter uit.

Aan de hand van het acceleratormodel werd in dit artikel aangetoond dat, hoewel het bbp een belangrijke determinant blijft voor het cyclische investeringsverloop, ook een aantal andere factoren ten grondslag liggen aan de zwakke investeringsdynamiek sedert 2012, in het bijzonder in Italië en Spanje en in de landen met een aanpassingsprogramma. Zo blijkt onzekerheid een niet onbelangrijke rol te spelen en zetten beperkingen in de financieringsmogelijkheden eveneens een rem op investeringsplannen. Vooral kmo's kampen kennelijk nog altijd met een financieringstekort; meer dan grote bedrijven zijn zij immers aangewezen op de banksector, die zich in sommige landen nog in een precaire situatie bevindt. Voorts valt de zwakke dynamiek voor een deel te verklaren door de voortgaande schuldfbouw bij de niet-financiële ondernemingen en de fragmentatie van de

financiële markten, met als gevolg een divergerend verloop van de rente die banken in verschillende lidstaten aanrekenen aan hun klanten.

Naast deze factoren die vooral het verloop van de investeringen op korte termijn kunnen verklaren, hebben zich de voorbije decennia bovendien een aantal structurele ontwikkelingen voorgedaan die meer seculaire trends in de investeringen kunnen hebben teweeggebracht. De thematiek is echter complex en bestaand onderzoek laat vooralsnog niet toe duidelijke conclusies te trekken inzake de impact van de dienstenmaatschappij of de mondialisering op de investeringen in de geavanceerde economieën. Demografische tendensen, zoals de vergrijzing van de bevolking, zouden volgens sommigen ook minder investeringen noodzakelijk maken, al kan evenzeer worden betoogd dat hierdoor juist meer op kapitaalintensieve productiewijzen moet worden ingezet om de negatieve effecten op de groei te compenseren.

Het eurogebied leek te zijn beland in een ongunstig evenwicht van trage economische groei en ondermaatse investeringen. Er bleek nood aan een katalysator om dit ongunstige evenwicht te doorbreken. Het 'Investment Plan for Europe', in november 2014 voorgesteld door voorzitter Jean-Claude Juncker van de Europese Commissie, tracht hieraan tegemoet te komen. Met dit Plan wordt immers precies beoogd om de financieringscapaciteit te verhogen via de oprichting van een investeringsfonds en het algemeen investeringsklimaat te verbeteren. De kmo's en 'mid-cap'-bedrijven zijn een specifieke doelgroep. Het Plan is in het bijzonder gericht op investeringen waarvan het risicoprofiel te hoog is voor financiering door de private sector alleen. Ondertussen heeft het fonds ongeveer een derde van zijn middelen aangewend voor diverse investeringsprojecten. Eveneens in dit verband moet het initiatief van de Europese Commissie inzake de kapitaalmarktenunie op termijn leiden tot een volledig geïntegreerde Europese kapitaalmarkt, waardoor onder meer de financiering van kmo's zou worden vergemakkelijkt. Dit initiatief bevindt zich echter nog veeleer in de ontwerpfase.

Investeringen zijn niet alleen een belangrijke component van de vraag, maar bepalen ook het groeipotentieel voor de toekomst, en verdienen daarom aandacht van het beleid. Gelet op de diverse obstakels die een krachtiger investeringsdynamiek in de weg blijven staan, is er op verschillende domeinen een rol weggelegd voor verdere beleidsinitiatieven.

## Bibliografie

- Baker S., N. Bloom en S. Davis (2013), *Measuring economic policy uncertainty*, Chicago Booth Research Paper, 13-02.
- Barkbu B., S. Pelin Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs en H. Schoelermann (2015), *Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?*, IMF Working Paper 15/32.
- Braunerhjelm P., L. Oxelheim en P. Thulin (2004), 'The Relationship between Domestic and Outward Foreign Direct Investment: The Role of Industry-Specific Effects', *International Business Review*, Vol. 14(6), 677-694.
- Bricongne J-C., M. Demertzis, P. Pontuch en A. Turrini (2016), *Macroeconomic relevance of insolvency frameworks in a high-debt context: an EU perspective*, European Economy Discussion Paper 32, June.
- Buti M. (2014), *Lacklustre investment in the Eurozone: The policy response*, VOX CEPR, 22 December.
- Carruth A., A. Dickerson en A. Henley (2000), 'What do we know about investment under uncertainty?', *Journal of Economic Surveys*, 14(2), 119-153.
- Claes G. en L. Alvaro (2016a), *Assessing the Juncker Plan after one year*, Bruegel blog post, 17 May. (<http://bruegel.org/2016/05/assessing-the-juncker-plan-after-one-year/>)
- Claes G. en L. Alvaro (2016b), *The Juncker plan needs to be turned on its head*, Bruegel blog post, 8 June. (<http://bruegel.org/2016/06/the-juncker-plan-needs-to-be-turned-on-its-head/>)
- Dixit A.K. en R.S. Pindyck (1994), *Investment under uncertainty*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- EC (2013), *European Economic Forecast – Autumn 2013*, European Economy 2, November.
- EC (2014), *Private sector deleveraging: where do we stand?*, Quarterly Report on the euro area, Vol. 13(3), October.
- EC (2015a), *Verordening (EU) 2015/1017 van het Europees Parlement en de Raad van 25 juni 2015 betreffende het Europees Fonds voor strategische investeringen, de Europese investeringsadvieshub en het Europese investeringsprojectenportaal en tot wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 1291/2013 en (EU) nr. 1316/2013 – het Europees Fonds voor strategische investeringen*, Publicatieblad van de Europese Unie, 1 juli.
- EC (2015b), *Het Investeringsplan voor Europa*, Informatieblad, 20 juli.
- EC (2015c), *Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktenunie*, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, 30 september.
- EC (2015d), *Action Plan on building a Capital Markets Union*, Fact Sheet, 30 September.
- EC (2016a), *Capital Markets Union: First Status Report*, Commission staff working document, 25 April.
- EC (2016b), *European Economic Forecast – Spring 2016*, Institutional paper 025, May.
- EC (2016c), *Investment Plan for Europe: one year of the European Fund for Strategic Investment (EFSI)*, Fact Sheet, 1 June.
- EC (2016d), *The Investment Plan for Europe: state of play*, 29 June.
- Gros D. (2014), *Investment as the key to recovery in the euro area?*, CEPS Policy Brief 326, 18 November.
- Herzer D. (2008), 'The Causal Relationship Between Domestic and Outward Investment: Evidence For Italy', *Applied Financial Economics Letters*, Vol. 4, 307-310.

Herzer D. en M. Schrooten (2008), 'Outward FDI and Domestic Investment in Two Industrialised Countries', *Economics Letters*, Vol. 99, 139-143.

IMF (2014a), *Perspectives on global real interest rates*, World Economic Outlook, chapter 3, April.

IMF (2014b), *Staff report for the 2014 Article IV on euro area policies*, 25 June.

IMF (2015), *Private investment: what's the holdup?*, World Economic Outlook, chapter 4, April.

Lewis C., N. Pain, J. Stráský en F. Menkyna (2014), *Investment gaps after the crisis*, OECD Economics department working papers 1168, 14 October.

Melyn W., R. Schoonackers, P. Stinglhamber en L. Van Meensel (2016), 'Moeten de overheidsinvesteringen worden gestimuleerd?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 105-122.

OECD (2015), 'Lifting investment for higher sustainable growth', *OECD Economic Outlook, Volume 2015/1*, Chapter 3, June