

## »» Trotz Finanzmarktvolatilität: Erholung im Euroraum noch intakt

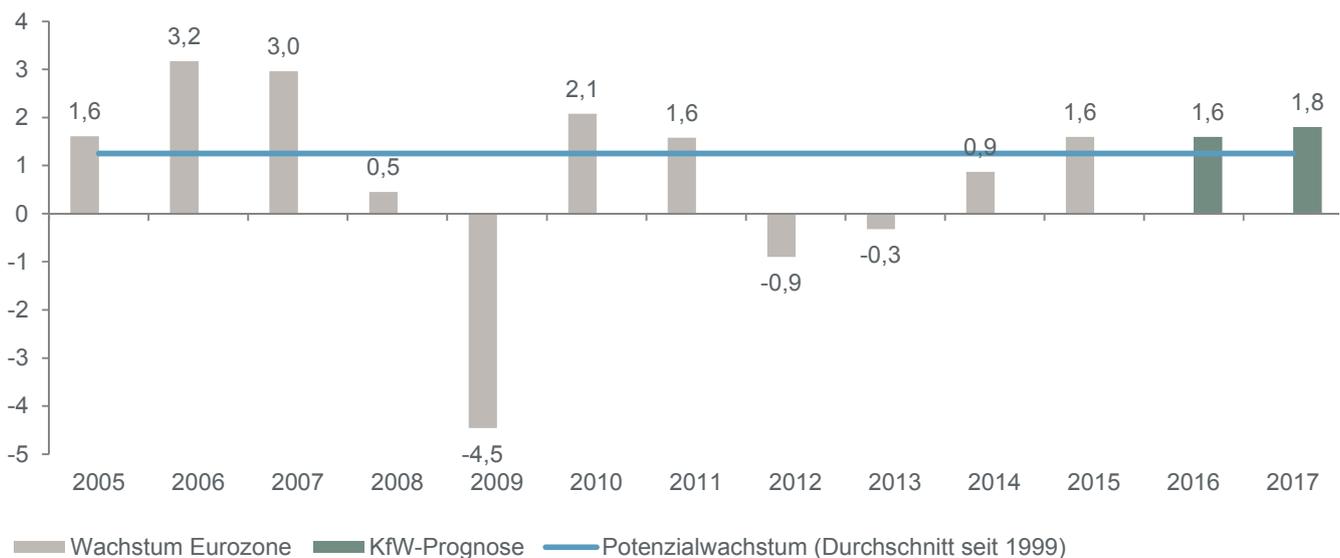
8. März 2016

Autor: Philipp Ehmer, Telefon 069 7431-6197, philipp.ehmer@kfw.de  
Pressekontakt: Christine Volk, Telefon 069 7431-3867, christine.volk@kfw.de

- KfW Research senkt Prognose für 2016 auf +1,6 % (vorher: +1,8 %); für 2017 erwarten wir ein reales BIP-Wachstum in der Eurozone von +1,8 %
- Privater Verbrauch trägt weiterhin das Wachstum; Investitionen von Unsicherheiten gehemmt
- Finanzmarkturbulenzen sind eines der größten Risiken für die Konjunktur im laufenden Jahr

### Wachstum in der Eurozone

Reales Bruttoinlandsprodukt, in Prozent



Quelle: Eurostat, KfW Research

### Privater Verbrauch trägt Wachstum

Im letzten Quartal 2015 ist das reale BIP in der Eurozone saisonbereinigt um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Damit konnte das Wachstumstempo aus dem Sommer beibehalten werden. Für das Gesamtjahr 2015 summierte sich das Plus auf 1,6 %. Dies ist der höchste Zuwachs seit 2011, der ferner breit über die Mitgliedstaaten verteilt ist: Nur Griechenland konnte im abgelaufenen Jahr kein reales Wachstum erzielen. Die Konvergenz im Euroraum hat sich damit erhöht.

Im vergangenen Jahr gehörte vor allem der private Verbrauch zu den Wachstumstreibern. Dieser wurde durch Realeinkommenszuwächse infolge niedriger Energiepreise sowie durch einen graduellen Rückgang der Arbeitslosen-

quote gestützt. Investitionen trugen ebenfalls zum Wachstum bei, blieben aber aufgrund der nach wie vor ausgeprägten Zurückhaltung in den Unternehmen kraftlos. Von den Staatsausgaben kamen 2015 leichte, vom Außenhandel kaum Impulse.

Für das laufende Jahr gehen wir von einer Fortsetzung der Erholung aus. Angesichts des holprigen Jahresbeginns an den Finanzmärkten und der aktuellen Konjunkturabkühlung in einigen Schwellenländern korrigieren wir unsere bisherige Prognose für 2016 leicht von +1,8 auf +1,6 % nach unten. 2017 erwarten wir einen Zuwachs im preisbereinigten BIP der Eurozone in Höhe von 1,8 %.

### Finanzmarkturbulenzen mit nur maßvollen Belastungen für die Realwirtschaft

Die aktuell sehr hohe Volatilität an den Finanzmärkten dürfte die Realwirtschaft im Euroraum nur maßvoll belasten. Zuletzt wurden einige Banken aus mehreren Gründen in die Defensive gedrängt. Zu den Sorgen der Anleger gehören ein möglicher Einbruch des chinesischen Wirtschaftswachstums, übermäßige Belastungen durch faule Kredite und die Auswirkungen der neuen europäischen Abwicklungsrichtlinie auf die Ausfallrisiken von Bankpapieren.

Nach unserer Einschätzung ist der Bankensektor in der Eurozone aber gut mit Kapital ausgestattet und die reichliche EZB-Liquidität puffert Verwerfungen an den Finanzmärkten ab. Gängige Marktindikatoren stützen diese Sichtweise: Zwar sind die Prämien für Kreditausfallversicherungen für Schuldner aus dem Bankgewerbe seit Jahresbeginn merklich gestiegen. Allerdings liegen entsprechende Indizes für europäische Banken, z.B. der iTraxx Senior Financials, noch deutlich unter dem Niveau beispielsweise von 2012 und noch sehr weit entfernt von den Werten aus dem Jahr 2008. Daher besteht in unseren Augen derzeit kein Anlass dazu, von einer akuten Verknappung des Kreditangebots auszugehen und damit kein Anlass zu einer schärferen Korrektur unserer Prognose.

### Stimmungseintrübung eher Jammern auf hohem Niveau als konjunkturelle Trendwende

Parallel zu den Finanzmarkturbulenzen hat sich zu Beginn des Jahres die Stimmung in der Realwirtschaft eingetrübt. Sowohl der von der EU Kommission erhobene Economic Sentiment Indicator als auch der von Markit bereitgestellte Einkaufsmanagerindex gaben in den ersten beiden Monaten des Jahres deutlich nach – der Einkaufsmanagerindex fiel auf ein 13-Monattief. Allerdings befinden sich beide Indikatoren noch in einem Bereich, der wirtschaftliches Wachstum anzeigt.

Zudem geben harte Konjunkturindikatoren keinen allzu großen Anlass zur Sorge: Zwar ging die Industrieproduktion Ende 2015 zurück, die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe hielten ihr Niveau aber. Die Kapazitätsauslastung konnte Anfang 2016 sogar auf 82 % gesteigert werden und erreichte damit wieder den im Jahr 2011 erzielten Topwert nach der Finanzkrise.

### Fortgesetzte Erholung, Binnennachfrage trägt Wachstum

Im laufenden Jahr wird der private Verbrauch wichtiger Wachstumstreiber in der Eurozone bleiben. Ursächlich hierfür ist zum einen ein Nachholbedarf bei den Konsumenten nach einer zuletzt schwachen wirtschaftlichen Entwicklung. Dies trifft vor allem auf Italien mit einer dreijährigen Rezession zu, die erst 2015 beendet werden konnte. Zum anderen erwarten wir weitere moderate Zuwächse in der Beschäftigung und einen Ölpreis-Stimulus, der die Realeinkommen steigert und zumindest noch in der ersten Jahreshälfte trägt.

Investitionen werden weiter von großen Unsicherheiten gebremst. Diese sind auf der einen Seite wirtschaftlicher Natur,

wie das Ausmaß der Schwäche wichtiger Schwellenländer und die Turbulenzen an den Finanzmärkten. Auf der anderen Seite sorgt die europäische Politik für Störfeuer: Ein möglicher Brexit und wenig stabile politische Verhältnisse in einigen Euro-Mitgliedsländern gehören dazu. Den Unsicherheiten stehen jedoch das günstige Finanzierungsumfeld und die fortgesetzte wirtschaftliche Erholung entgegen. 2017 könnten die Investitionen daher den privaten Verbrauch als Zugpferd ablösen.

Von den Staatsausgaben dürfte nicht zuletzt wegen zusätzlicher Ausgaben für die Integration von Flüchtlingen ein leichter expansiver Impuls ausgehen. Die Abkühlung in China und anderen Rohstoffe exportierenden Schwellenländern begrenzt das Exportwachstum. Gleichzeitig bedingt die Erholung hier zu Lande steigende Einfuhren, sodass in der Summe mit keinem Impuls vom Außenbeitrag zu rechnen ist.

### Abwärtsrisiken dominieren

Eine besser als erwartete Entwicklung könnte auf einen schnelleren Beschäftigungsaufbau oder auf eine weniger stark ausgeprägte Zurückhaltung bei Unternehmensinvestitionen zurückgehen. Wesentlich größer schätzen wir aber das Risiko ein, dass sich die Lage schlechter entwickelt als von uns angenommen.

Neben den politischen Risiken und der Konjunkturabkühlung in einigen Schwellenländern sehen wir vor allem die jüngsten Entwicklungen auf den Finanzmärkten als Risiko für unsere Prognose. Die Geschehnisse kurz vor sowie nach dem Jahreswechsel in Teilen des italienischen bzw. deutschen Bankenmarktes haben verdeutlicht, wie kritisch Investoren die Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten hinterfragen. Ein anhaltender Dämpfer für deren Profitabilität ist das fortwährende Niedrigzinsumfeld. Da Kunden immer größere Teile ihrer laufenden Finanzierung zu alten Konditionen durch inzwischen günstigere Finanzierungsangebote ablösen können, brechen den Banken zunehmend Ertragspotenziale weg, je länger die Zinsen auf dem niedrigen Niveau verharren.

Die Gemengelage aus einer Abkühlung der chinesischen Konjunktur, einer stärker abwartenden Haltung der US-amerikanischen Zentralbank als zuvor erwartet und gleichzeitig expansiver Geldpolitik in anderen Währungsräumen könnte die EZB im laufenden Jahr zu einer noch expansiveren Geldpolitik bewegen. Insbesondere angesichts zuletzt wieder schwächerer Inflationsdaten für den Euroraum und eines Euro-Wechselkurses, der seit Dezember 2015 gegenüber den wichtigsten Partnerwährungen um 5 % aufgewertet hat, dürfte die Zentralbank ihr Augenmerk primär auf die Stabilisierung der Inflation legen und die verringerte Profitabilität einiger Banken in Kauf nehmen. Mit einer Entlastung der Finanzinstitute bei den Zinserträgen ist demnach vorerst nicht zu rechnen. Wie oben erwähnt, sehen wir hieraus keine akute Gefahr für die Konjunktur erwachsen – allerdings könnte sich dies bei Verschlechterungen in anderen Parametern in Zukunft ändern. ■