

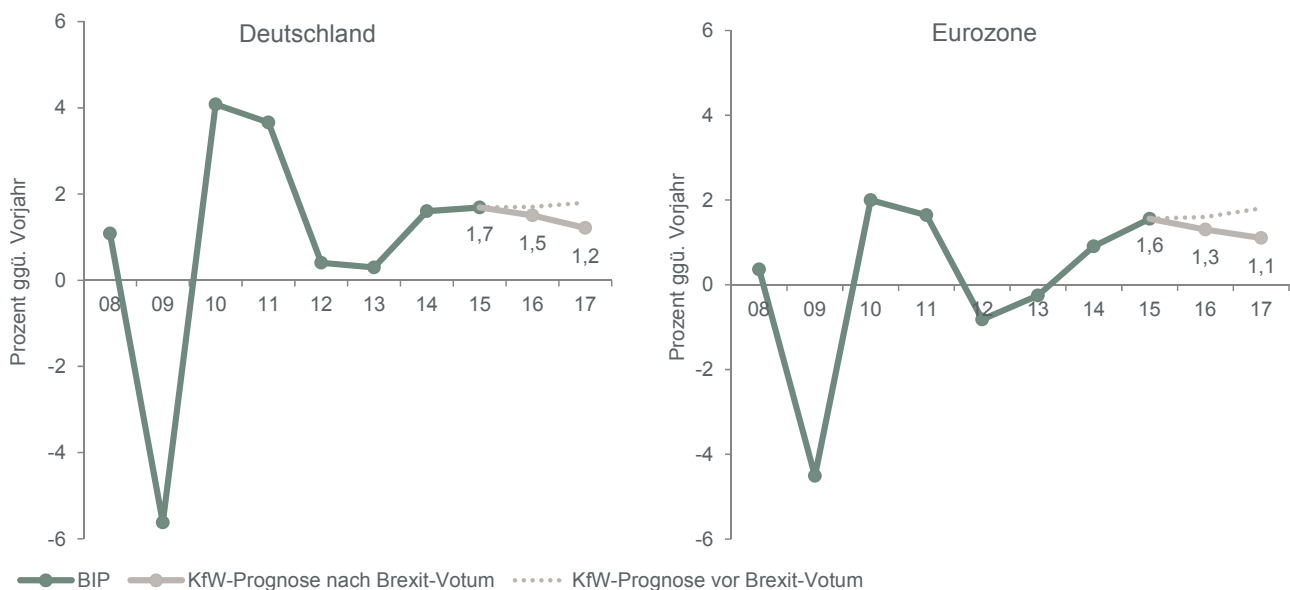
## »» Deutschland und EWU nach Brexit: Zuvor erwartete Belebung der Konjunktur fällt aus

11. Juli 2016

Autoren: Dr. Klaus Borger, Telefon 069 7431-2455, klaus.borger@kfw.de  
 Dr. Philipp Ehmer, Telefon 069 7431-6197, philipp.ehmer@kfw.de  
 Stephanie Schoenwald, Telefon 069 7431-6446, stephanie.schoenwald@kfw.de  
 Pressekontakt: Christine Volk, 069 7431-3867, christine.volk@kfw.de

- KfW Research senkt Konjunkturprognose für Deutschland wegen Brexit-Entscheidung für 2016 leicht auf 1,5 % (zuvor 1,7 %) und für 2017 deutlicher auf 1,2 % (zuvor 1,8 %); geringerer statistischer Überhang belastet 2017; die Eurozone dürfte 2016 nur noch um 1,3 % und 2017 um 1,1 % wachsen (Vorprognosen: 1,6 % und 1,8 %)
- Deutschland: Unsicherheit und schwächere Exportdynamik dämpfen Unternehmensinvestitionen; Beschäftigung, Konsum und Wohnbauten wachsen weiterhin spürbar
- Eurozone: Schwächste Glieder der Kette sind am stärksten betroffen; Brexit belastet noch fragile Binnennachfrage; ein schwacher Bankensektor, insbesondere in Italien, erschwert die Neukreditvergabe
- Vereinigtes Königreich: Konjunktur verliert bereits im zweiten Halbjahr trotz stimulierender Geldpolitik deutlich an Fahrt; politische Unsicherheiten bremsen die Investitionen scharf; ein unsicherer Ausblick für den britischen Immobilienmarkt belastet Konsum und Finanzsektor
- Insbesondere wegen der unklaren Pläne der Briten und schwer einzuschätzender längerfristiger Finanzmarktentwicklungen ist die Unsicherheit außergewöhnlich hoch; je länger Fahrplan und Ziel des Austritts unklar sind, desto ungünstiger ist es für die britische Wirtschaft; in der Europäischen Union bleibt die Planungssicherheit dagegen erhalten

### Bruttoinlandsprodukt, preisbereinigt



Quelle: KfW Research, Destatis, Eurostat

# KfW Research

## KfW-Konjunkturkompass Brexit-Update

### **Brexit-Votum zwingt zu Prognoserevision**

In unseren jüngsten Konjunkturprognosen für Deutschland und die Eurozone sagten wir eine leichte Beschleunigung des Realwachstums in den Jahren 2016 und 2017 voraus. Wir stellten unsere Prognosen aber explizit unter die Annahme, dass das Vereinigte Königreich sich am 23. Juni für einen Verbleib in der EU entscheiden würde. Die Engländer und Waliser haben jedoch mehrheitlich für den Brexit votiert und mit ihrer Entscheidung die beiden bevölkerungsärmeren Landesteile, Nordirland und Schottland, überstimmt. Dieses Ergebnis macht ein Prognose-Update erforderlich.

### **Unsicherheit hält Investitionen zurück**

Wir erwarten, dass die Entscheidung der Briten auch bei uns konjunkturelle Bremsspuren hinterlässt. Am stärksten negativ dürfte allerdings das Vereinigte Königreich selbst betroffen sein. Erstens dürfte als Reaktion auf den Brexit die Güternachfrage von Unternehmen zurückgehen. Die Firmen werden sich in der zweitgrößten Volkswirtschaft der EU vorerst mit Investitionen zurückhalten. Denn in Großbritannien ist nach dem Brexit nicht nur die weitere wirtschaftliche Entwicklung unklar. Darüber hinaus spielt politische Unsicherheit eine größere Rolle als in anderen europäischen Ländern. Nicht nur müssen sich die Parteien teils neu aufstellen und einen neuen Regierungschef finden. Zusätzlich ist eine Abspaltung Schottlands möglich. In diesem Umfeld halten sich Unternehmer typischerweise mit Investitionen zurück.

### **Großbritannien für Direktinvestitionen weniger attraktiv**

Dies gilt auch für ausländische Direktinvestitionen. Die Hälfte davon stammt zwar aus der EU. Allerdings wird das Vereinigte Königreich von vielen Unternehmen aus der ganzen Welt als Tor nach Europa betrachtet. Daher dürften auch ausländische Investitionen zurückgehen, die nicht von Regeländerungen hinsichtlich des Kapitalverkehrs zwischen Großbritannien und der EU betroffen sind. Langfristig mindert dies das britische Wachstumspotenzial und erhöht die Risiken aus den beiden Defiziten in Staatshaushalt und Leistungsbilanz.

### **Britische Haushalte nun vorsichtiger**

Zweitens werden die britischen Privathaushalte ihre Konsumausgaben nun etwas einschränken. Durch einen verlangsamten Beschäftigungsaufbau kommt es zu moderateren Einkommenszuwächsen. Ein bevorstehender Anstieg der Inflation infolge der Pfundabwertung reduziert die Kaufkraft schneller als der Exportsektor von der gestiegenen Wettbewerbsfähigkeit profitieren kann. Eine größere Angst vor Arbeitsplatzverlusten erhöht außerdem die Ersparnisbildung aus dem Vorsichtsmotiv. Schließlich reduziert die gestiegene Unsicherheit an den Immobilienmärkten die erwarteten Vermögen britischer Hausbesitzer, vor allem in London.

### **Exportperspektiven ungünstiger**

Drittens werden rund 44 % der britischen Ausfuhren in der EU abgesetzt. Bis zum Abschluss der Verhandlungen mit der EU (und möglicherweise auch danach) ist zwar nicht mit Handelshemmnissen wie etwa Zöllen zu rechnen. Die Nachfrage aus der EU nach britischen Exportgütern dürfte den-

noch zurückgehen, denn der Brexit belastet auch die wirtschaftliche Erholung in den anderen Ländern Europas. Dagegen stützt die Pfundabwertung – um 11 % gegenüber dem Euro und um 15 % gegenüber dem US-Dollar – prinzipiell den Export. Da die britische Wirtschaft aber nur über wenig exportorientierte Industrie verfügt, dürfte sich eine Zurückhaltung bei Investitionen und Konsum stärker auf das Wachstum auswirken.

### **Bankenstandort London auf dem Prüfstand**

Viertens stellt der Brexit den Status der City als wichtigstes europäisches Finanzzentrum zumindest in Frage. Der Umzug der europäischen Bankenaufsicht (EBA) auf den Kontinent gilt als sicher. Wichtiger noch ist aber der drohende Verlust des so genannten „Single Passport“, der Banken mit Sitz in Großbritannien den Zugang zum EU-Finanzmarkt sichert. Für die britische Wirtschaft ist der Finanzsektor von hoher Bedeutung, denn mit einem Anteil von 8 % an der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung ist er überproportional groß – doppelt so groß etwa wie in Deutschland.

### **Großbritannien wirtschaftlich am stärksten belastet**

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die wirtschaftlichen Belastungen nach dem Brexit in Großbritannien als Epizentrum der Schockwelle größer sein werden als im Rest Europas. Aufgrund der guten Verfassung des Vereinigten Königreichs vor dem Votum und der bislang milden Reaktion der Finanzmärkte rechnen wir jedoch noch nicht mit einer Rezession.

### **Deutsche Investitionen und Exporte schwächer**

In Deutschland dürften insbesondere die Exporte und die Unternehmensinvestitionen von der Brexit-Entscheidung negativ betroffen sein. Besonders für die deutsche Automobilindustrie, aber auch für die Chemie- und Pharmaindustrie ist das Vereinigte Königreich ein sehr bedeutender Markt. Insgesamt gingen im Jahr 2015 Exporte im Wert von 89,3 Mrd. EUR nach Großbritannien; das entspricht 7,5 % aller deutschen Warenexporte bzw. knapp 3 % des deutschen BIP. Die vor dem Brexit von uns erwartete Erholung der Exportdynamik wird unter den neuen Vorzeichen einen merklichen Dämpfer erhalten – nicht nur weil die Exporte in das Vereinigte Königreich selbst geschwächt werden, sondern auch weil das Votum der Briten die Konjunktur bei anderen Handelspartnern in Mitleidenschaft zieht. Infolgedessen dürfte die Exportnachfrage von dort ebenfalls gedämpfter sein als zuvor gedacht.

Angesichts der eingetrübten Absatzperspektiven gepaart mit der drohenden Phase lang anhaltender Ungewissheit über das künftige Verhältnis zu Deutschlands drittgrößtem Exportmarkt dürften sich die Firmen mit Investitionen vorerst zurückhalten. Im ersten Quartal hatte das kräftige Wachstum der Unternehmensinvestitionen noch die Hoffnung genährt, dass sich der Investitionsstau allmählich auflösen beginnt.

### **Binnennachfrage stabilisiert**

Demgegenüber dürften der deutsche Arbeitsmarkt und die Binnennachfrage – besonders Konsum und Wohnbauten – verlässlich aufwärts gerichtet bleiben und so den externen

Gegenwind entschärfen. Allerdings dürften wegen der schwächeren Unternehmensinvestitionen und des damit einhergehenden weniger dynamischen Beschäftigungsaufbaus die Zuwächse vor allem 2017 nun nicht so kräftig ausfallen wie es unter anderen Vorzeichen möglich gewesen wäre.

### Deutschland expandiert nur noch mit Potenzialrate

Alles in allem prognostizieren wir unter den neuen Voraussetzungen für die deutsche Wirtschaft im Jahr 2016 ein Wachstum von 1,5 % (unsere Prognose vor dem Brexit-Votum: 1,7 %) und 2017 noch von 1,2 % (Vorprognose: 1,8 %). Das nun zu erwartende schwache zweite Halbjahr 2016 mindert wegen des niedrigen Startniveaus vor allem das Jahresdurchschnittswachstum 2017 (statistischer Überhangseffekt). Dagegen macht es sich wegen des insgesamt sehr guten ersten Halbjahres nicht mehr so sehr in der Wachstumszahl für dieses Jahr bemerkbar. Die von 2015 bis 2017 stark variierende Anzahl an Arbeitstagen überzeichnet zudem den Rückgang des Realwachstums: Bereinigt um den Kalendereffekt expandiert Deutschland laut unserer neuen Prognose von 2015 bis 2017 um jeweils 1,4 %.

Die konjunkturelle Grundtendenz der deutschen Wirtschaft in diesem und dem kommenden Jahr entspricht damit, genauso wie im Vorjahr, in etwa der Potenzialrate. Dies ist ein weiteres Argument für auf absehbare Zeit zögerliche Unternehmensinvestitionen, da angesichts dieses Wachstums die Notwendigkeit von Erweiterungsinvestitionen sinkt. Damit ist die Chance vertan, bei einer zuvor sehr wahrscheinlichen fortschreitenden Aufhellung des außenwirtschaftlichen Umfelds und guter Binnenkonjunktur das Wachstum zu beschleunigen und endlich für mehr Investitionen zu sorgen.

### Dämpfer für die Eurozone

Als Folge der Austrittsentscheidung Großbritanniens wird auch die Erholung der Eurozone einen Rückschlag erleiden. Einen wirtschaftlichen Einbruch im Ausmaß der Finanzkrise 2008/2009 und der Eurokrise 2012 erwarten wir jedoch nicht. Vielmehr gehen wir davon aus, dass es bei einer temporären Wachstumsverlangsamung bleibt und nehmen unsere Prognose für 2016 auf 1,3 % (Vorprognose: 1,6 %) und für 2017 auf 1,1 % (Vorprognose 1,8 %) zurück.

### Unsicherheit trifft primär schwächste Glieder der Kette

Die direkten Auswirkungen auf die Eurozone über den Außenhandel dürften sich in Grenzen halten. Die Exporte nach Großbritannien belaufen sich auf etwa 2,5 % des BIP. Der britische Absatzmarkt ist für die Eurozone damit weniger bedeutend als für Deutschland allein. Dennoch dürfte sich der Brexit im Rest der Eurozone stärker auswirken. Die gestiegene Unsicherheit belastet vor allem die Volkswirtschaften, die noch immer mit den Spätfolgen der Finanzkrise zu kämpfen haben. Trotz Verbesserungen beim Wachstum – dazu zählt auch das europaweit starke erste Quartal – ist die Binnennachfrage in weiten Teilen der Eurozone noch fragil und sollte daher stärker beeinträchtigt werden als in Deutschland.

Die Aufwärtsbewegung beim Konsum hat zwar die Erholung bislang maßgeblich getragen. Die nach wie vor außeror-

dentlich hohe Arbeitslosigkeit wird die Haushalte aber vorsichtig agieren lassen. Investitionen sind trotz Niedrigzinsen weiter sehr schwach und kommen kaum über das Niveau von 2010 hinaus. Der Abwärtsimpuls wird in den südlichen EU-Staaten zudem durch überproportionale Risikoaversion und entsprechende Aktienmarktverluste verstärkt. So notieren der italienische Aktienindex FTSE MIB um 13 % und der spanische IBEX 35 um 11 % niedriger als noch am 23. Juni.

### Schwachstelle: europäischer Bankensektor

Das europäische Finanzsystem wurde nach der Finanzkrise erheblich gestärkt. Neben dem Sicherheitsnetz durch den europäischen Rettungsschirm ESM sorgt die Geldpolitik der EZB für Stabilität. Dadurch blieb die Ausweitung der Staatsanleihe-Spreads bislang in engen Grenzen und Banken können auf reichlich Zentralbankliquidität zurückgreifen. Dennoch trifft der Brexit den europäischen Bankensektor zur Unzeit: Niedrigzinsen und schärfere Regulierung nagen ohnehin an der Profitabilität.

Nun drohen weitere Belastungen durch Abschreibungen infolge von Kursverlusten, insbesondere bei in Pfund notierten Assets, und für die Banken kostspielige Standortverlagerungen. Das Volumen ausfallgefährdeter Kredite könnte durch die konjunkturelle Abschwächung höher ausfallen als zuvor angenommen. Folgerichtig hat das Austrittsvotum den bereits seit Jahresbeginn präsenten Abwärtstrend bei Banktiteln verstärkt. Die schwierige Lage im Bankensektor dürfte sich negativ auf die noch zarte Erholung am Kreditmarkt auswirken und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zusätzlich schwächen.

### Italien: Test für die Bankenunion

Besonders deutlich ist Italien betroffen: Seit dem 23. Juni ist der sektorspezifische Index um 31 % eingebrochen, seit Jahresbeginn um 54 %. Weite Teile des italienischen Bankensektors leiden unter inzwischen 360 Mrd. EUR an notleidenden Krediten. Bisherige Lösungsansätze, wie die Gründung des Rettungsfonds Atlante, haben sich als unzureichend erwiesen. Bereits fehlgeschlagene Versuche einer Rekapitalisierung legen nahe, dass private Investoren derzeit nicht bereit sind, die notwendigen Mittel zur Verfügung zu stellen.

Noch Ende dieses Monats steht die Veröffentlichung der Ergebnisse des laufenden EBA-Stresstests an. Analysten gehen davon aus, dass für die untersuchten italienischen Banken zumindest im Stressfall ein Kapitalbedarf in zweistelliger Milliardenhöhe festgestellt wird. Kurz nach der Brexit-Entscheidung steht die junge europäische Bankenunion möglicherweise vor einem ersten Test. Der Einsatz von staatlichen Mitteln zur Stützung der Banken ist nur bei einem Bail-In von Aktionären und Anleihegläubigern im Umfang von mindestens 8 % der Bilanzsumme gestattet. Die Europäische Kommission, die europäischen Mitgliedstaaten und die italienische Regierung sollten alles daran setzen, im Rahmen der neuen Bankenrichtlinie eine gemeinsame Lösung zu finden. Dafür bieten die Regeln unserer Einschätzung nach ausreichend Flexibilität. ■