

## »» Eurozone zwei Monate nach dem Brexit – solides Wachstum, aber mehr Divergenz

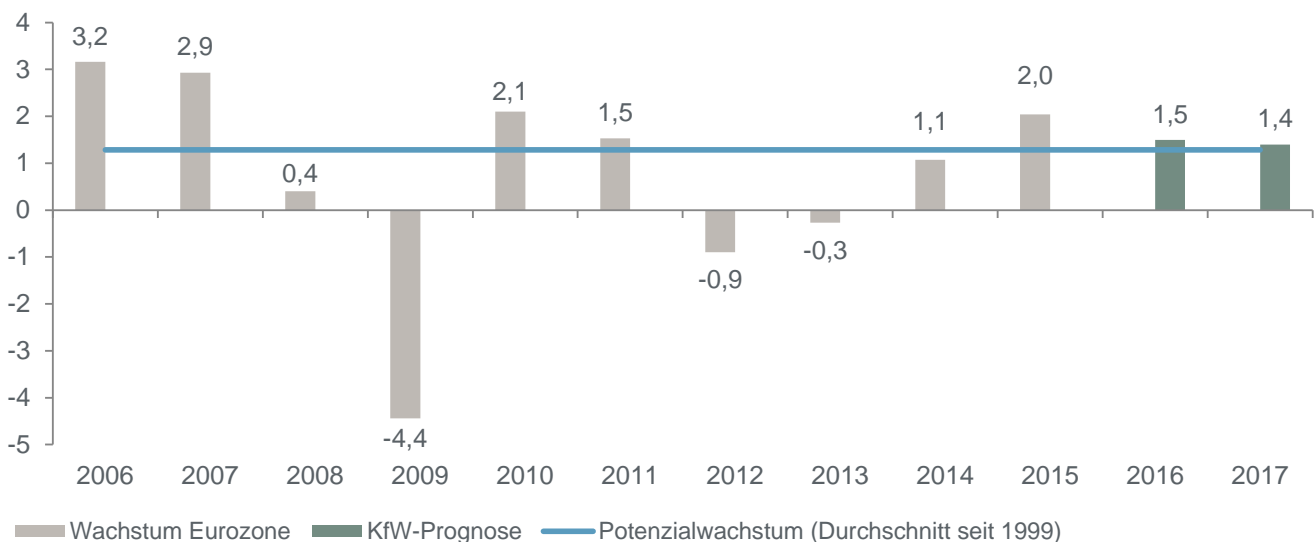
6. September 2016

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

- KfW Research korrigiert Wachstumsprognose für die Eurozone nach oben: 2016 +1,5 %, 2017 +1,4 % (Vorprognosen +1,3 % und +1,1 %)
- Kein grundlegender Stimmungsumschwung in der Wirtschaft nach Brexit-Votum; politische Unsicherheit hemmt Investitionen und verzögert selbsttragenden Aufschwung
- Divergenzen zwischen Euroländern haben zuletzt wieder zugenommen; Italien bleibt das Sorgenkind der Eurozone

### Wachstum in der Eurozone

Reales Bruttoinlandsprodukt, Prozent gg. Vj.



Quellen: Eurostat, KfW Research

#### Wachstum Eurozone: Abkühlung ja, Enttäuschung nein

Nach der positiven Überraschung zu Jahresbeginn und einem Wachstum von 0,5 % im ersten Quartal waren Analysten für das zweite Quartal mehrheitlich von einer spürbaren Abkühlung ausgegangen. Das Wachstum von 0,3 % gegenüber dem Vorquartal ist vor diesem Hintergrund nicht als Enttäuschung zu werten. Im Gegenteil: Das erste Halbjahr 2016 gehört immer noch zu den stärkeren seit der Finanzkrise.

Allerdings weht dem Euroraum derzeit wieder heftigerer Wind entgegen. So hat die Austrittsentscheidung der Briten neue Realitäten geschaffen und belastet die konjunkturelle Erholung. Die Hoffnung, dass Investitionen den Konsum als Wachstumstreiber schrittweise ablösen und ein selbsttragender Aufschwung in Gang kommt, wird sich vorerst nicht erfüllen. Die Erholung fußt weiterhin auf dem Konsum.

#### Bisher kein grundlegender Stimmungsumschwung

Dabei verkräften sowohl die Finanzmärkte als auch die Un-

ternehmen die Brexit-Entscheidung bisher größtenteils gut. Die meisten Aktienmärkte haben nach anfänglichen Verlusten ins Positive gedreht, das Pfund wertete ab, stürzte aber nicht ins Bodenlose und die Zinsaufschläge für Staatsanleihen von Peripherieländern erhöhten sich nur marginal. Harte Konjunkturdaten für die Zeit nach dem Referendum sind bislang nur begrenzt verfügbar. Gemessen an den üblichen Indikatoren ist die Stimmung in der Wirtschaft zwar auch gedämpft, aber nicht pessimistisch.

Für eine Entwarnung hinsichtlich des Konjunkturrisikos Brexit ist es jedoch zu früh. Wir rechnen nach wie vor mit einer Abkühlung der britischen Konjunktur mit negativen Folgen für den Export aus der Eurozone. Ferner wird man erst in einigen Jahren wissen, wie die Handelsbeziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU in Zukunft aussehen. Bis Klarheit herrscht dürften sich auf entsprechende Exportgeschäfte spezialisierte Unternehmer mit langfristig ausgelegten Investitionen zurückhalten. Das kostet Wachstum.

# KfW Research

## KfW-Konjunkturkompass Eurozone

### Erholung setzt sich fort, politische Unsicherheiten hemmen aber einen kraftvollen Aufschwung

Auch jenseits des Brexit bremst politische Unsicherheit die wirtschaftliche Entwicklung. Neben der Eskalation in der Türkei und der weiter angespannten Lage in der Ukraine stehen der wirtschaftlichen Erholung innereuropäische Unsicherheiten im Weg. In Spanien dauert die Suche nach einer Regierung bereits fast neun Monate und ein dritter Wahlgang kann derzeit nicht ausgeschlossen werden. 2017 stehen zudem Wahlen in großen Ländern wie Deutschland und Frankreich an. Zwar gehen Wahljahre oft mit fiskalpolitischen Erleichterungen einher. Allerdings sorgen der Trend zu einer Stärkung der politischen Ränder und die zum Teil infrage gestellte Integration im Euroraum für Verunsicherung und halten Investitionen zurück.

Angesichts des guten ersten Halbjahrs insgesamt sowie der nur leicht gedämpften Stimmung trotz Brexit-Votum, korrigieren wir unsere Prognose für 2016 leicht von 1,3 % auf 1,5 % nach oben. 2017 dürfte der Euroraum das Expansionstempo in etwa halten. Wir rechnen mit einem Wachstum von 1,4 % (Vorprognose: 1,1 %). Nach unserer KfW Research Konjunkturuhr befindet sich der Euroraum damit weiterhin in einer vorsichtigen Aufschwungphase. Allerdings fällt die Erholung noch zu schwach aus, um die Output Gap, also die Abweichung des tatsächlichen vom potenziellen BIP, zu schließen.

### Zunehmende Divergenz, Italien bleibt das Sorgenkind

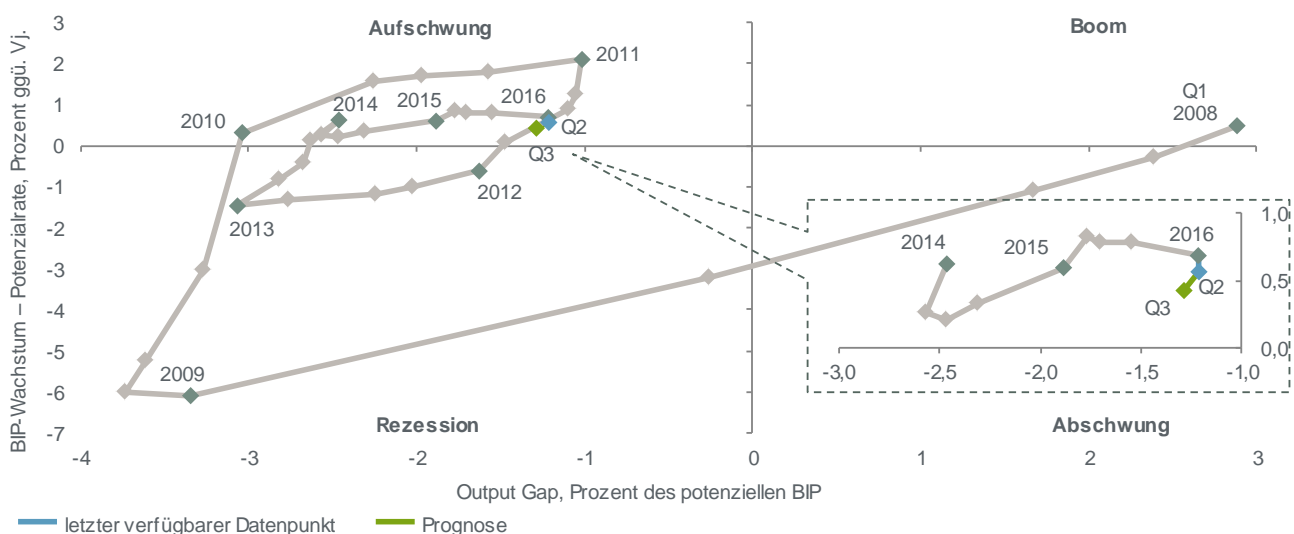
Das robuste Wachstum in der Währungsunion insgesamt verdeckt allerdings zunehmende Divergenzen auf Länderebene. Während sich die Quartalswachstumsraten seit der zweiten Jahreshälfte 2015 aneinander angeglichen hatten, nehmen die Abweichungen zwischen Ländern nun wieder zu. Unter den großen Volkswirtschaften wuchsen Deutschland und vor allem Spanien sehr dynamisch, Frankreich und Italien stagnierten.

In Frankreich ist die enttäuschende Entwicklung zum Teil Einmaleffekten zuzuschreiben. Insbesondere die heftigen Streiks vom Mai/Juni im Zusammenhang mit der Arbeitsmarktreform dürften das Wachstum im zweiten Quartal belastet haben. Zudem könnten im ersten Quartal getätigte Ausgaben für die Fußball-Europameisterschaft, z. B. Ticketkäufe, den Konsum im zweiten Quartal reduziert haben.

In Italien spiegelt die Stagnation dagegen eher die aktuelle Lage der Wirtschaft wider. Das Land kämpft weiter mit den Altlasten einer mehr als dreijährigen Rezession. Inzwischen hat die Erholung auf dem Arbeitsmarkt an Kraft verloren, die Investitionen liegen weiter fast 30 % unter dem Vorkrisenniveau von 2008 und die Wirtschaft generiert seit 20 Jahren nahezu keine Produktivitätsfortschritte. Vermächtnis der Krise ist darüber hinaus ein großer Bestand an ausfallgefährdeten Krediten und ein angeschlagener Bankensektor.

Verschiedene auf den Bankensektor zielende Stützmaßnahmen unter Beteiligung des Privatsektors konnten bislang lediglich die dringendsten Probleme lösen. Die tieferliegenden Ursachen bleiben aber bestehen. Das Geschäftsmodell italienischer Banken ist auf die Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen ausgerichtet. Dieses Geschäft floriert erst wieder, wenn das Wachstum nach Italien zurückkehrt. Allerdings fehlt bisher der Impuls, der eine positive Kettenreaktion in Gang setzen könnte. Zumal die politische Lage aufgrund eines wohl im November stattfindenden Referendums über eine Verfassungsreform angespannt ist. Ein Nein zur geplanten Reform könnte politische Instabilität mit sich bringen und das wirtschaftliche Umfeld weiter verschlechtern. Das jüngste Erdbeben traf dagegen – rein ökonomisch betrachtet – eine Region ohne bedeutende Verkehrsschnittstellen, sodass keine größeren Produktionsausfälle zu erwarten sind. Insgesamt rechnen wir derzeit nicht mit einer Rezession in Italien. Das Wachstum dürfte jedoch bei unter 1 % liegen und nicht ausreichen, um die benötigte Trendwende einzuläuten. ■

### KfW Research Konjunkturuhr Eurozone



Quellen: Ameco, Eurostat, KfW Research