



BREXIT: DAS RISIKO DES JAHRES

MÖGLICHE FOLGEN EINES BRITISCHEN EU-AUSTRITTS

Ein Schicksalstag für Europa? Am 23. Juni stimmen die britischen Wähler über den Verbleib ihres Landes in der Europäischen Union ab. Meinungsumfragen sagen einen knappen Ausgang voraus, das Risiko eines britischen Austritts („Brexit“) liegt unseres Erachtens bei 35 %.

Brexit-Risiko liegt bei 35%

Selbstverständlich könnte die Europäische Union einen Brexit ohne schwerwiegende Folgen überstehen. Aus wirtschaftlicher Sicht kann sich der Schaden für die anderen 27 EU-Länder in engen Grenzen halten. Ob die EU im Falle eines britischen Austritts dennoch in schwere Turbulenzen geraten oder glimpflich davon kommen würde, hängt vor allem von den politischen Reaktionen auf einen Brexit ab. Sollte es zu einem Dominoeffekt kommen und sollten auch andere Länder der EU den Rücken kehren wollen, könnte der Schaden erheblich sein. Mit etwas Geschick wird Europa dies vermutlich doch abwenden können.

Auf die politischen Folgen käme es an

SZENARIEN FÜR FINANZMÄRKTE

Die Folgen für Finanzmärkte lassen sich nur anhand unterschiedlicher Szenarien erläutern. Entscheiden sich die Briten erwartungsgemäß für den Verbleib in der EU, würde ein Seufzer der Erleichterung auch die Finanzmärkte erfassen. Das britische Pfund könnte einen Teil der Verluste der vergangenen sechs Monate ausgleichen, Aktienmärkte in Europa erhielten etwas Rückenwind, Renditen deutscher Bundesanleihen könnten bei abnehmender Risikoscheu der Anleger etwas anziehen.

*Ein Seufzer der Erleichterung nach einem
„Ja“ für Europa*

Sollten die Briten dagegen für einen Austritt stimmen, würde die Unsicherheit über die wirtschaftliche und politische Zukunft Europas die Finanzmärkte kurzfristig erheblich belasten, in Europa weit mehr als andernorts. Entsprechend könnte neben dem britischen Pfund auch der Euro spürbar abwerten. Ob die europäischen Märkte sich von diesen Verlusten einige Monate später erholen könnten, würde vor allem von den politischen Reaktionen auf einen Brexit abhängen. Einigen sich beide Seiten schnell auf eine gütliche Scheidung, würde ein Teil der Unsicherheit weichen. Sollten jedoch andere EU-Länder ebenfalls Referenden über einen möglichen Ausstieg aus der EU ansetzen, könnte der Schaden auch für Wirtschaft und Finanzmärkte in Europa nachhaltig sein. Schließlich ist der Gemeinsame Markt eine wesentliche Grundlage unseres Wohlstandes. In Deutschland könnte eine Flucht in vermeintlich sichere Häfen die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen dann deutlich unter 0% drücken, der Euro könnte gegenüber dem Dollar spürbar nachgeben, wobei das britische Pfund ebenfalls schwach bleiben dürfte.

*Große Unsicherheit nach einem „Nein“ zur
EU*

Autor:

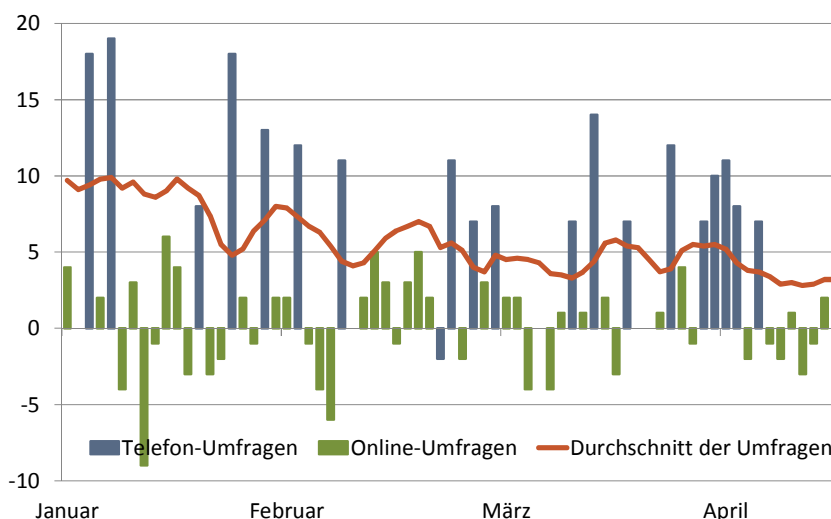
Dr. Holger Schmieding
Chefvolkswirt
Telefon +49 40 350 60-8021
holger.schmieding@berenberg.com

AUF DIE WAHLBETEILIGUNG KOMMT ES AN

Das Ergebnis des Referendums hängt vermutlich vor allem von der Wahlbeteiligung ab. Während manche Briten leidenschaftlich gegen die EU wettern und auf jeden Fall für den Austritt stimmen werden, interessiert sich die Mehrheit der Briten bisher kaum für dieses Thema. Ältere Bürger sind oftmals gegen die EU, während jüngere Wähler eher die Vorzüge der EU zu schätzen wissen. Allerdings beteiligen sich jüngere Menschen erfahrungsgemäß weniger an Wahlen als Rentner. Bei einer geringen Wahlbeteiligung von nicht mehr als 50 % dürfte deshalb das Brexit-Lager obsiegen. Geben dagegen zwei Drittel oder mehr der Briten ihre Stimme ab, dürfte dies den Verbleib in der EU sichern. Denn dann wären viele der oft jüngeren Wähler dabei, die sich zwar nicht leidenschaftlich für das Thema interessieren, die im Zweifelsfall aber doch eher zum Status Quo neigen. Das Brexit-Risiko von 35 % beruht auf der Annahme, dass eine lebhaftere Wahlkampagne letztlich genügend Wähler an die Urnen bringen wird.

Ältere Briten sind eher gegen die EU, jüngere Briten dafür. Aber geben die jüngeren Briten auch zur Wahl?

Grafik 1: Britische Meinungsumfragen - Vorsprung der EU-Befürworter



Ein knapper Vorsprung für Europa in den Umfragen

Saldo der EU Befürworter und Gegner, in Prozentpunkten; 01.01.2016 - 06.05.2016. Quelle: YouGov, ICM, Ipsos Mori, Survation, ComRes, ORB.

WESENTLICHE FAKTEN

Bevor wir die möglichen Folgen eines britischen Austritts näher beleuchten, sollten wir uns einige grundlegende Fakten vor Augen führen:

- Großbritannien erwirtschaftet 17 % der Wirtschaftsleistung der EU insgesamt, 83 % entfallen auf die anderen 27 Mitglieder.
- Für die anderen EU-Länder ist Großbritannien nach den USA der zweitwichtigste Handelspartner außerhalb der Eurozone. Zusammen verdienen die EU-27 etwa 4 % ihres Bruttoinlandsproduktes (BIP) durch Ausfuhren nach Großbritannien. Aus britischer Sicht ist die Abhängigkeit dagegen weit größer. 45 % aller britischen Ausfuhren gehen in die EU. Das entspricht 14 % des britischen BIP.
- Insgesamt belief sich der britische Fehlbetrag aus dem Handel mit Gütern und Dienstleistungen mit der EU-27 im Jahr 2015 auf GBP 37 Mrd. Ein Riesendefizit im Handel mit Gütern von GBP 125 Mrd. wird dabei

Großbritannien bleibt auf den Handel mit der EU angewiesen

durch einen britischen Überschuss bei Dienstleistungen von GBP 89 Mrd. nicht ganz ausgeglichen.

- Viele Unternehmen aus Übersee nutzen Großbritannien als Standort für ihr Europa-Geschäft. So hat sich der Großraum London zum Dienstleistungszentrum für Europa entwickelt.

Sobald Großbritannien nach einem hypothetischen Sieg der EU-Gegner beim Referendum am 23. Juni formell einen Antrag auf Austritt aus der EU stellt, beginnt eine bis zu zweijährige Übergangsfrist, um über die Modalitäten der Scheidung zu verhandeln. Während dieser Zeit ist Großbritannien noch Mitglied der EU und an die Verträge gebunden. Sollte es in diesen zwei Jahren keine Einigung geben, kann Großbritannien danach einseitig austreten. Das Ergebnis von Austrittsverhandlungen mit der EU müsste von allen 27 anderen EU-Mitgliedern gebilligt werden.

Die Tücken einer zweijährigen Übergangsfrist

MÖGLICHE FOLGEN EINES BREXIT

Um die Folgen eines britischen Austritts aus der EU zu diskutieren, müssen wir vier verschiedene Aspekte unterscheiden: (1) den kurzfristig möglichen Konjunkturschock, (2) die langfristigen Verluste, (3) die Konsequenzen für die künftige Ordnung des Gemeinsamen Marktes und (4) die Risiken für den politischen Zusammenhalt der anderen 27 EU-Mitglieder.

Vier Dimensionen der möglichen Krise

1. Kurzfristiger Konjunkturschock

Das unmittelbare Ergebnis eines britischen Votums für den Austritt aus der EU wäre eine große Unsicherheit über die politische und wirtschaftliche Zukunft Großbritanniens sowie der EU. Können sich beide Seiten schnell auf eine einvernehmliche Scheidung einigen, oder würde dem Beschluss ein langer Streit über die künftigen Wirtschaftsbeziehungen folgen? Auch Sorgen um ein Auseinanderbrechen Großbritanniens (wird Schottland ein weiteres Referendum über seine Unabhängigkeit abhalten?) sowie der EU (werden andere Länder dem britischen Beispiel folgen wollen?) würden die Konjunktur belasten. Während Großbritannien in eine leichte Rezession rutschen könnte, dürfte auch der Aufschwung in der restlichen EU einen erheblichen Dämpfer erhalten. Vermutlich würde die EU-Wirtschaft im zweiten Halbjahr höchstens noch mit jeweils 0,2 % gegenüber Vorquartal statt mit 0,4 % zulegen können. Vor allem Investitionen könnten betroffen sein. Wie lange diese Phase anhalten und wie ausgeprägt die Verluste sein werden, hängt vor allem davon ab, ob und wann die Unsicherheit nachlassen kann.

Unsicherheit ist schlecht für Konjunktur und Märkte

2. Langfristige Folgen für die europäische Wirtschaft

Als vergleichsweise kleiner Wirtschaftsraum ist Großbritannien weit mehr vom Zugang zum großen EU-Markt abhängig als die EU-27 vom Zugang zum britischen Markt. Das gibt der EU-27 eine verhältnismäßig starke Verhandlungsposition. Während die EU-27 ein erhebliches Interesse daran haben wird, Großbritannien im Gemeinsamen Markt für Güter zu belassen, gilt dies nicht für Dienstleistungen, bei denen Großbritannien einen kompa-

Die wirtschaftlichen Dauerschäden für die EU könnten recht gering sein

rativen Vorteil hat. Zudem geht es bei Dienstleistungen nicht nur im Finanzsektor um politisch weit sensiblere Regulierungen, als dies bei vielen Gütern der Fall ist. Durch den Brexit wird die City of London aus EU-Sicht von einem „Onshore“ zu einem „Offshore“ Finanzzentrum. Sofern Großbritannien nicht garantiert, auch bei Dienstleistungen künftig alle Regeln der EU voll zu beachten, ohne selbst diese Regeln beeinflussen zu können, dürfte die EU den britischen Zugang zum Gemeinsamen Markt für Dienstleistungen beschränken.

Der eingeschränkte Handel mit Dienstleistungen mit Großbritannien würde auch in der EU-27 auf Dauer zu Effizienzverlusten führen. Diese würden aber dadurch gemildert, dass sich bisherige Handels- und Investitionsströme verlagern dürften. Zum einen werden einige Dienstleistungsunternehmen Teile ihres europa-orientierten Geschäfts aus Großbritannien in die EU-27 verlegen. Zum anderen werden angesichts des Risikos künftiger Streitigkeiten zwischen den Briten und der EU-27 auch einige Industrieunternehmen voraussichtlich verstärkt in der EU-27 statt in Großbritannien investieren, um sich den Zugang zum großen EU-Markt zuverlässig zu sichern.

3. Eine weniger liberale EU?

Nach einem Brexit würde der EU eine wichtige liberale Stimme fehlen. Bei der Regulierung des Marktes könnten sich so verstärkt etatistische Positionen durchsetzen, wie sie oftmals Frankreich zugeschrieben werden. Auf Dauer könnte ein stärkerer Regulierungs- und Vereinheitlichungsdruck das Potenzialwachstum der EU-27 etwas beeinträchtigen.

Allerdings dürfte dieser Effekt gering sein. Zum einen sind die Regeln für den Markt ja bereits weitgehend festgezurr. Sie zu ändern ist erfahrungsgemäß schwierig. Deshalb wird sich nach einem Brexit wenig an den Regeln des Marktes ändern. Ein weniger liberaler Ansatz könnte erst ganz langsam zur Geltung kommen. Zum anderen setzen sich auch die Briten bisher nicht immer für besonders liberale Lösungen ein. Wenn es um erhebliche Eigeninteressen der heimischen Unternehmen geht, können auch britische Unterhändler protektionistische Regeln durchsetzen. Das Fehlen des britischen Einflusses dürfte deshalb überschaubare Folgen für Schärfe und Güte der Regeln des Marktes haben.

Insgesamt üben die gemeinsamen Regeln und Regulierungen, auf denen der Markt beruht, nur einen geringen Einfluss auf das wirtschaftliche Schicksal der EU-Mitgliedsstaaten aus. Das deutsche Beispiel zeigt dies sehr anschaulich. Als Deutschland nach der Wiedervereinigung im Reformstau steckte und Unternehmen die Standortflucht ergriffen, galt es wirtschaftlich als „kranker Mann Europas“. Nachdem Deutschland seine Malaise mit dem Reformpaket der „Agenda 2010“ kuriert hatte, stieg das Land zum neuen Wachstumsmotor der EU auf. Das wirtschaftliche Schicksal eines Landes hängt weit mehr von der heimischen Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik ab als von den Regeln für den Gemeinsamen Markt ab. Mit einer durchgreifenden

Einige Dienstleister würden ihren Standort in die EU verlagern

Mehr Regulierungen des Marktes, wenn der britische Einfluss fehlt?

Die Regeln des Marktes sind ohnehin weitgehend festgezurr

Auch innerhalb der EU sind die einzelnen Mitglieder weiterhin ihres eigenen Glückes Schmied



Arbeitsmarktreform könnte sich beispielsweise Frankreich nach deutschem Vorbild sanieren, ohne dass dafür auch nur eine Brüsseler Regel geändert werden müsste.

4. Das politische Risiko: Zerbricht die EU?

Würde das britische Beispiel Schule machen? Dies wäre die eigentliche Gefahr, die von einem Brexit ausgehen könnte. Seit der großen Finanzkrise von 2008/2009 gewinnen Populisten auf beiden Seiten des Atlantiks an Zulauf. Bei allen Unterschieden eint die Populisten von rechts und links eine tiefe Abneigung gegen die Eliten „da oben“ sowie gegen Freihandel. Beim Rechtspopulismus kommt noch eine Aversion gegen Einwanderung hinzu.

Der zunehmende Populismus hat wenig mit der EU oder dem Euro zu tun, wie ein Blick auf die Erfolge von Donald Trump und Bernie Sanders bei den US-Vorwahlen zeigen. Während das laute Poltern gegen „die da oben in Washington“ jedoch nicht den Bestand der USA gefährdet, könnten Wahlsiege der EU-Gegner in Europa letztlich das Ende der europäischen Integration einleiten.

In einigen EU-Ländern wie Österreich, den Niederlanden und Frankreich erreichen Anti-EU Rechtspopulisten in Umfragen oder einigen Regionalwahlen bereits 30–35 % der Stimmen. Es ist damit zu rechnen, dass diese Populisten nach einem Brexit noch lautstarker als bisher für ihre Länder ebenfalls Volksabstimmungen über einen Verbleib in der EU und/oder dem Euro fordern würden. Könnten die Briten nach einem Austritt weiterhin alle Vorteile des Gemeinsamen Marktes genießen, ohne sich an den Pflichten und Kosten beteiligen zu müssen, würde das einen falschen Anreiz setzen. Auch deshalb würden die anderen EU-Mitglieder gegenüber Großbritannien im Falle eines Brexit vermutlich eine harte Linie bei den Scheidungsverhandlungen einnehmen.

Ob es zu politischen Kettenreaktionen kommen wird, die den Fortbestand der Europäischen Union gefährden können, lässt sich vorab schwer beurteilen. Die Fliehkräfte innerhalb der EU haben in den vergangenen Jahren spürbar zugenommen. Bisher hat die EU jedoch jede Krise überstanden. So haben von den fünf Ländern, die nach 2010 zeitweise Hilfe beantragen mussten, vier ihre Hilfsprogramme wieder erfolgreich verlassen (Spanien, Portugal, Irland und Zypern). Dass Griechenland weiterhin in der Krise steckt, hat wenig mit Europa aber viel mit der wirtschaftsfeindlichen Politik der dort seit Anfang 2015 regierenden Koalition aus Links- und Rechtspopulisten zu tun. Im Sommer 2015 hat allerdings sich gezeigt, dass Europa sich mittlerweile gut vor Ansteckungsgefahren schützen kann, die vom kleinen Griechenland ausgehen. Insgesamt zeigt der Rückblick auf die Euro-Krise, dass die Eurozone sich unter Druck als anpassungsfähig erwiesen hat.

Würde das britische Beispiel Schule machen?

Populisten können in Europa mehr Schaden anrichten als in den USA

In einigen Ländern sind die Populisten schon gefährlich stark

Bisher hat die EU noch jede Krise überstanden – aber die Lage nach einem Brexit wäre außergewöhnlich gefährlich

Wir erwarten, dass sich die EU in einer durch einen Brexit ausgelösten Krise zwar wandeln aber nicht zerbrechen wird. Nahezu alle wesentlichen politischen Parteien in Deutschland sowie große Teile der politischen Elite Frankreichs sind sich weiterhin der historischen Erfahrung bewusst, dass die enge deutsch-französische Zusammenarbeit im Rahmen gemeinsamer europäischer Institutionen die Grundlage für Wohlstand und Frieden in Europa ist. Nach einem britischen Votum für einen Brexit dürfte es deshalb eine deutsch-französische Initiative geben, den Zweifeln am Zusammenhalt der EU und der Eurozone durch eine vertiefte Integration in einigen wichtigen Bereichen zu begegnen. Auf der Ebene der EU-27 dürfte dies vor allem im Bereich des Kampfes gegen Terrorismus sowie allgemein in der Sicherheits-, Außen- und Verteidigungspolitik sichtbar werden. Für die Ebene der Eurozone könnten Paris und Berlin einige Vorschläge aufgreifen, die die „fünf Präsidenten“ der wichtigsten europäischen Institutionen in ihrem gemeinsamen Bericht im Juni 2015 unterbreitet haben. Dazu könnten auch einige Schritte hin zu einer Fiskalunion gehören. In einer Krise könnten einige Vorschläge wie beispielsweise eine stärkere Kontrolle nationaler Haushalte im Gegenzug zur Möglichkeit, sich dann teilweise über gemeinsame Anleihen zu finanzieren, auf die Agenda kommen, die ohne den Druck einer Krise politisch nur schwer durchzusetzen sind. Sofern Deutschland und Frankreich voran gehen, dürften sich viele weitere Mitgliedsländer dem anschließen wollen. Einige könnten es dagegen vorziehen, auf die Vorteile und Pflichten einer derart vertieften Integration zu verzichten.

Das Endergebnis wäre vermutlich eine vertiefte Zusammenarbeit in einem Kerneuropa, das sich um Deutschland und Frankreich gruppiert, innerhalb eines lockeren Verbundes mit anderen EU-Staaten darum herum. Allerdings blieben die Risiken erheblich. Zum einen ist nicht sicher, dass eine vertiefte Integration überhaupt alle politischen Hürden in Deutschland und Frankreich nehmen würde. Sollte dies beispielsweise eine Volksabstimmung in Frankreich erfordern, wäre der Ausgang zumindest unsicher. Zum anderen wird es selbst im günstigsten Fall noch einige Jahre dauern, bis bei rückläufiger Arbeitslosigkeit in weiten Teilen der EU die Strahlkraft der anti-EU Populisten wieder abnehmen wird. Auch wenn die EU den Schock eines Brexit vermutlich ohne allzu große Schäden verkraften könnte, werden die Zeiten vorerst unruhig bleiben.

Die EU würde sich wandeln, aber vermutlich nicht zerbrechen

Eine vertiefte Zusammenarbeit in Kerneuropa – wenn Deutschland und Frankreich sich dazu aufraffen können



IMPRESSUM

Autor

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.com

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- ▶ **Konjunktur**
- Geldpolitik
- Währungen
- Rohstoffe
- Emerging Markets
- Osteuropa
- Trends

www.berenberg.de/publikationen

Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei, insbesondere eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, geprüft. Alle Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben übernehmen wir dennoch keine Gewähr. Wir weisen ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Präsentation zu erstellen. Für den Eintritt der in der Präsentation enthaltenen Prognosen oder sonstigen Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse übernehmen wir keine Haftung. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Die gewerbliche Nutzung in Form eines Nachdrucks wie auch eine veränderte oder verkürzte Weitergabe der Studie ist ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet. Stand: Mai 2016.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
info@berenberg.de