

BREXIT

Folgen für Österreich und die EU

STEFAN GRILLER, FLORIAN HUBER, MICHAEL PFARRHOFER und SONJA PUNTSCHER RIEKMANN

Salzburg Centre of European Union Studies (SCEUS)

6. Februar, 2019

Der Brexit als Quelle makroökonomischer Unsicherheit

Der unerwartete Ausgang des Brexit-Referendums im Juni 2016 hatte deutliche Auswirkungen auf das makroökonomische Umfeld im Vereinigten Königreich. In den Jahren nach dem Referendum begannen Unternehmen und Finanzinstitutionen, die in mehreren EU-Mitgliedstaaten tätig sind, aber ihren Hauptsitz in Großbritannien haben, sich an die zunehmende Unsicherheit anzupassen:

- Die Investitionsausgaben gingen stark zurück, was Unsicherheit über zukünftige Handels- und Geschäftsbeziehungen widerspiegelt. Tatsächlich erwägt eine beträchtliche Anzahl britischer Unternehmen zumindest einen Teil ihrer Geschäftstätigkeit ins Ausland zu verlagern, um etwaige negative Effekte zu vermeiden oder abzuschwächen.
- Firmen passten ihre Personalpolitik an, um Probleme im Zusammenhang mit potentiellen Arbeitsmarktbarrieren zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU abzuwenden.
- Insgesamt wirken sich diese Vorgänge negativ auf das Produktivitätswachstum, den privaten Konsum und die Firmen- und Konsumentenstimmung aus.

Der beobachtete Rückgang der Investitionen ist auf Unsicherheit in Bezug auf die spezifische Form des Brexit („hard/no-deal“ vs. „soft“ Brexit) zurückzuführen, die sich in unterschiedliche Handelsbeziehungen nach dem Austritt des Vereinigten Königreichs mit der EU niederschlägt. Abhängig von der Vereinbarung zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU, oder einem diesbezüglichen Verabsäumen eines Vertrags, erwarten die Unternehmen einen Rückgang der Auslandsnachfrage. Dieser Rückgang könnte substanziell (im Falle eines harten Brexit) bis hin zu vergleichsweise gering (im Fall des soft Brexit) sein. Die Verhandlungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU im November 2018 gipfelten im "*Withdrawal Agreement and Outline Political Declaration*". Dieses Abkommen wurde jedoch vom britischen Unterhaus im Januar 2019 mit großer Mehrheit abgelehnt. Diese Entwicklungen deuten auf eine erhöhte Wahrscheinlichkeit des „no-deal“-Szenarios hin, was die Unsicherheit über zukünftige makroökonomische Rahmenbedingungen im Vereinigten Königreich verstärkt.

In dieser kurzen Forschungsarbeit untersuchen wir die internationalen Auswirkungen eines Brexit-Schocks auf ausgewählte Mitgliedstaaten der Eurozone und das Vereinigte Königreich. Wir unterscheiden uns von früheren Studien sowohl in Bezug auf die Methodik als auch die Fragestellung. Unsere Methode basiert auf einem dynamischen makroökonomischen Zeitreihenmodell, das Abhängigkeiten zwischen ausgewählten Ländern der Eurozone abbildet und eine detaillierte Analyse der wechselseitigen Auswirkungen des Brexit ermöglicht. Brexit-Unsicherheit ist mittels eines Maßes konstruiert, welches die Größe von Prognosefehlern makroökonomischer Variablen ausnützt. Dieses Maß wird in weiterer Folge an eine Analyse der Bank of England (BoE) angepasst, um konsistente Brexit-Szenarien zu entwickeln.

Im Hinblick auf den Fokus unserer Studie analysieren wir dynamische Reaktionen der Industrieproduktion (als Maß für Wirtschaftswachstum), Inflation (auf Basis von Verbraucherpreisen), Aktienmärkte (gemessen am jeweils größten Aktienmarktindex der Länder), realen effektiven Wechselkurse und der langfristigen Zinssätze (gemessen an den Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen).

Makroökonomische Reaktionen auf einen Brexit-Schock

Abbildung 1 zeigt die **Reaktionen des Wirtschaftswachstums** auf den Brexit-Unsicherheitsschock für das Vereinigte Königreich und ausgewählte Länder des Euroraums im Jahresvergleich über einen Zeithorizont von 20 Monaten. Das folgende Szenario bezieht sich auf einen weichen Brexit, konsistent mit einer Studie der Bank of England (2018). Die zugrundeliegenden Parameter der Simulation bedingen einen moderaten Einbruch des Wirtschaftswachstums von etwa 1,3 Prozentpunkten über den Prognosezeitraum. Die Grafiken stellen sowohl den Median als auch die zugrundeliegende Unsicherheit bezüglich der Szenarien dar (grün schattiert).

Das Produktionswachstum im Vereinigten Königreich und in allen ausgewählten kontinentaleuropäischen Ländern nimmt ab, mit signifikanten Unterschieden in der Größenordnung und der Dynamik der Reaktionen. Dieses Ergebnis steht im Einklang mit der Tatsache, dass zunehmende Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit zu einem Rückgang des privaten Konsums und den Investitionen führt (Baker et al., 2016). Der geschätzte Effekt scheint dauerhaft zu sein und deutet auf anhaltende negative Folgen der Brexit-Unsicherheit für die Wirtschaftsleistung der untersuchten Länder hin. Das Ausmaß des Effekts für Großbritannien entspricht in etwa den Berechnungen von Born et al. (2018), mit einem Rückgang zwischen 1 und 1,5 Prozentpunkten gegenüber dem Vorjahr. Unter den anderen untersuchten Ländern ist der Effekt auf Österreich substantiell. Dies lässt sich anhand des Grades der Offenheit der österreichischen Wirtschaft und der starken Abhängigkeit von den südosteuropäischen (CESEE) Nachbarstaaten erklären. Die CESEE Länder, welche hier nicht explizit angeführt werden, reagieren aufgrund der tendenziell höheren Volatilität ihrer makroökonomischen Fundamentalfaktoren ebenfalls mit einem Einbruch der Wirtschaftsaktivität, welche sich negativ auf die Nachfrage nach österreichischen Gütern auswirkt.

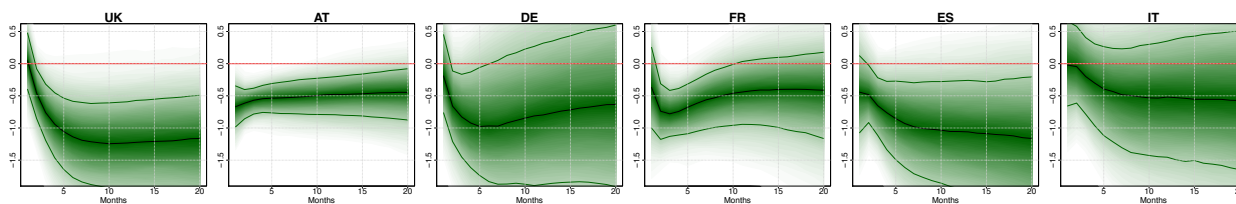


Abbildung 1: Dynamische Reaktionen des BIP-Wachstums auf einen Brexit-Schock (in Prozentpunkten).

Die erwartete **Inflationsdynamik** für Großbritannien und die Länder des Euroraums nach dem Brexit-Schock ist für die politischen Entscheidungsträger der Bank of England (BoE) und der Europäischen Zentralbank (EZB) von großer Bedeutung, da diese typischerweise beabsichtigen, eventuelle negative Folgen des Brexit durch expansive Geldpolitik auszugleichen. Die Reaktionen in Abbildung 2 deuten darauf hin, dass nach dem Brexit-Schock (Rückgang der Inflationsraten um rund 0,1 Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr) im Vereinigten Königreich und in ganz Europa (außer Österreich) ein disinflationärer Druck entsteht. Dieser Preisrückgang ist darauf zurückzuführen, dass Unternehmen ihre Preise senken, um ihre Umsätze zu stabilisieren (Fernández-Villaverde et al., 2015).

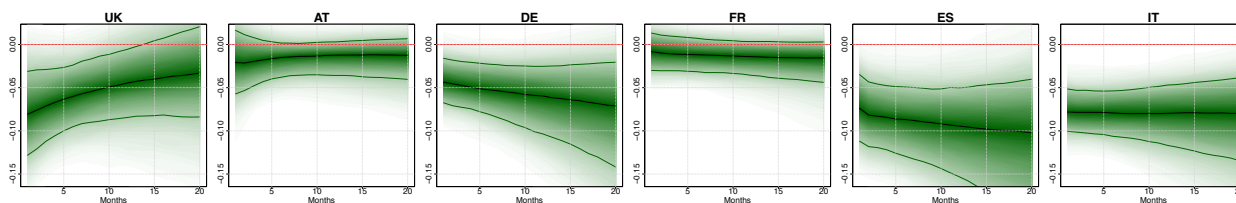


Abbildung 2: Dynamische Reaktionen der Inflation auf einen Brexit-Schock (in Prozentpunkten).

Wenn die kurzfristigen Zinssätze, das konventionelle Instrument moderner Geldpolitik, gegen Null tendieren – ein allgegenwärtiges Phänomen als Folge der globalen Finanz- und der europäischen

Staatschuldenkrise – müssen Zentralbanken unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen ergreifen. Diese Maßnahmen zielen darauf ab **Renditen längerfristiger Staatsanleihen** zu senken. Um diese unkonventionelle Politik zu erfassen, zeigt Abbildung 3 die Reaktionen der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen. Die Ergebnisse für Großbritannien, Österreich, Deutschland und Frankreich sind für den betrachteten Zeithorizont negativ (mit Rückgängen von etwa 0,1 Prozentpunkten) und bestätigen unsere Einschätzung, dass sowohl die EZB als auch die BoE eine unkonventionelle Geldpolitik betreiben, indem sie langfristige Wertpapiere kaufen. Für Spanien und Italien sind die Auswirkungen jedoch vernachlässigbar. Neben dem Ziel der Zentralbanken, langfristige Zinsen zu senken, kann dies auf die gestiegene Nachfrage nach vergleichsweise sicheren Anlagen wie deutschen Staatsanleihen zurückzuführen sein.

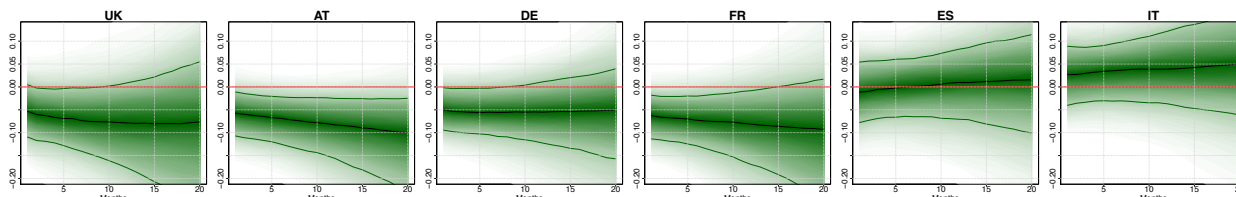


Abbildung 3: Dynamische Reaktionen der langfristigen Zinssätze auf einen Brexit-Schock (in Prozentpunkten).

Die Reaktionen der größten **Aktienmarktindizes** in den einzelnen Ländern sind in Abbildung 4 dargestellt. Mit Ausnahme der österreichischen und deutschen Aktienmärkte, die nur geringfügige Reaktionen zeigen, sanken die Aktienkurse in Großbritannien und den übrigen Ländern über den betrachteten Prognosezeitraum (in einer Größenordnung von rund minus 2 Prozent). Dieser Rückgang an der Börse liefert eine weitere Begründung für Wachstumseinbußen, nämlich, dass das Sinken der Vermögenswerte gleichzeitig einen Rückgang des Wertes potenzieller Sicherheiten im Zusammenhang mit Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen bedeutet. Dies wiederum belastet die Investitions- und Konsumaktivitäten (Carriero et al., 2018).

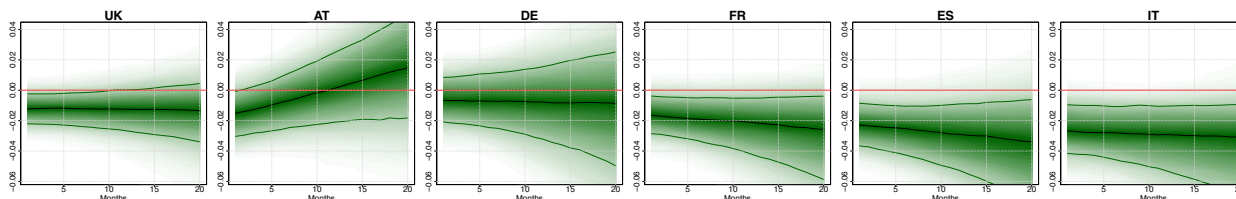


Abbildung 4: Dynamische Reaktionen der Aktienmärkte auf einen Brexit-Schock (in Prozent - 0.01 entspricht 1%).

Abbildung 5 zeigt die Reaktionen der realen effektiven **Wechselkurse** in den einzelnen Ländern. Die Reaktionen der kontinentaleuropäischen Länder sind sehr ähnlich, da sie durch den Euro miteinander verbunden sind. Insbesondere scheint der Euro gegenüber seinen wichtigsten Handelspartnern in allen betrachteten Volkswirtschaften real leicht an Wert zu gewinnen (etwa um rund 0,2 Prozent). Im Gegensatz dazu wertet das britische Pfund stark um rund 1,3 Prozent ab, was auf ein geringeres Vertrauen in die britische Wirtschaft nach dem Brexit und auf Geldströme in relativ „sichere Häfen“ wie Deutschland oder die Schweiz hinweist. Veränderungen in der internationalen Wechselkursdynamik sind für die private und öffentliche Verschuldung von entscheidender Bedeutung, insbesondere angesichts der hohen Schuldenstände in den meisten Industrieländern.

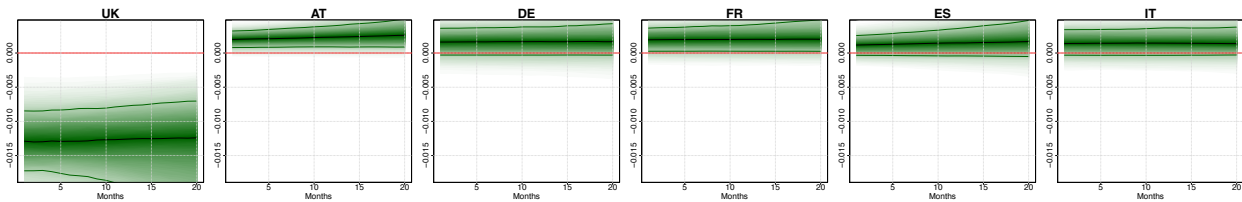


Abbildung 5: Dynamische Reaktionen der realen effektiven Wechselkurse auf einen Brexit-Schock (in Prozent – 0.01 entspricht 1%).

Analyse der Auswirkungen eines soft und hard Brexit

Die oben angeführten Schätzungen spiegeln makroökonomische Folgen im Ausmaß des Unsicherheitschocks zum Zeitpunkt des Brexit-Referendums wider und stehen im Einklang mit den Ergebnissen anderer Forscher in ähnlichen Studien (z.B. Born et al., 2018) sowie der Prognose der Bank of England (2018), die einen eher schwachen Einbruch der Wirtschaftsaktivität suggeriert. Die Grundannahme dieses Szenarios ist, dass Großbritannien und die EU zumindest in einer abgeschwächten Form der Wirtschaftspartnerschaft verbleiben.

Um zu analysieren, was bei einem harten Brexit, beziehungsweise einem no-deal-Brexit zu erwarten ist, verwenden wir die konservativen Schätzungen dieses zweiten Szenarios der Bank of England (2018) und skalieren unsere Ergebnisse entsprechend. Dies führt zu einem Einbruch der Wirtschaftsleistung in Großbritannien von rund 7,5 Prozentpunkten im Vergleich zum Vorjahreswert.

Tabelle 1: Reaktionen im Falle eines soft und hard Brexit.

	Soft Brexit					Hard Brexit				
	IP	Infl.	Zinsen	Aktien	WK	IP	Infl.	Zinsen	Aktien	WK
GB	-1,305	-0,081	-0,081	-1,336	-1,301	-7,556	-0,467	-0,466	-7,732	-7,533
AT	-0,656	-0,021	-0,100	-1,512	0,260	-4,494	-0,124	-0,580	-8,755	1,502
DE	-0,725	0,016	-0,047	-3,339	0,367	-4,196	0,095	-0,274	-19,332	2,126
FR	-1,006	-0,071	-0,056	-0,849	0,169	-5,827	-0,412	-0,326	-4,916	0,981
ES	-0,794	-0,102	0,016	-3,392	0,167	-4,599	-0,591	0,091	-19,637	0,970
IT	-1,027	0,035	-0,069	-5,356	0,277	-5,944	0,201	-0,397	-31,008	1,604

Hinweis: Schrumpfung der Industrieproduktion (IP, in Prozentpunkten), Inflation (Infl., in Prozentpunkten), zehnjährige Renditen auf Staatsanleihen (Zinsen, in Prozentpunkten), Aktienkurse (Aktien, in Prozent – 1 entspricht 1%), realer effektiver Wechselkurs (WK, in Prozent – 1 entspricht 1%).

Tabelle 1 zeigt die maximalen Effekte beider Szenarien. Beachtenswert sind die starken makroökonomischen Reaktionen in den einzelnen Ländern, mit einem Rückgang des Wirtschaftswachstums in Österreich um rund 4,5 und im Fall Deutschlands um 4,2 Prozentpunkte. Der Effekt auf die Inflation ist um einen vielfachen stärker als im Falle eines soft Brexit, wobei die Reaktionen in Frankreich (-0,41 Prozentpunkte) und Spanien (-0,59 Prozentpunkte) am ausgeprägtesten sind. Langfristige Zinsen und Aktienkurse fallen ebenfalls stark, mit einem substantiellen Effekt auf die italienischen Aktienmärkte. Dieser Effekt ist jedoch stark von der aktuellen Diskussion um das italienische Haushaltsdefizit und den starken internationalen Vernetzungen italienischer Banken getrieben. Das Britische Pfund wertet in einem no-deal Szenario gegen seine Handelspartner um rund 7,5% ab.

Aus der Diskussion der Resultate folgt, dass das adverse Szenario eines ‚hard Brexit‘ zu großen Verwerfungen an den Finanzmärkten und den makroökonomischen Fundamentalfaktoren der Eurozone führen könnte.

Rechtliches zum ‚hard Brexit‘

Der größte Stolperstein für den Abschluss des Austrittsabkommens gemäß Art. 50 EUV ist aktuell der sogenannte „Backstop“ für Nordirland. Das ist eine Regelung im Austrittsabkommen, die wirksam werden soll, wenn und solange sich das Vereinigte Königreich und die EU in der Übergangszeit bis Ende 2020 nicht auf eine andere gemeinsame Zukunftslösung einigen können. Vor allem dieser Klausel wegen lehnt das Parlament in London die Zustimmung ab. Die 27 anderen EU-Mitgliedstaaten sind für andere Lösungen im Abkommen über die zukünftigen Beziehungen offen, lehnen aber die Nachverhandlung des Backstop *im Austrittsabkommen* (insbesondere zeitliche Befristung, Kündigungsmöglichkeit für das Vereinigte Königreich) ab.

Wenn es dabei bleibt und kein Austrittsabkommen bis zum 30. März ratifiziert ist, tritt das EU-Recht ab 30. März 2019 für das Vereinigte Königreich außer Kraft. Dieses wird ein Drittland ohne besondere Rechtsbeziehungen zur EU. Tritt das Austrittsabkommen rechtzeitig in Kraft, bewirkt es die Fortsetzung des status quo bis Ende 2020. Allerdings scheiden die Vertreter des Vereinigten Königreichs aus allen EU-Organen aus. Bis Ende 2020 ist dann ein Abkommen über die zukünftigen Beziehungen auszuhandeln.

Bis 30. März könnte die Frist für den Abschluss des Austrittsabkommens einstimmig verlängert werden. Das stößt unter anderem auf die Schwierigkeit der für Mai angesetzten Wahlen zum Europäischen Parlament.

Im Falle eines ‚hard Brexit‘ würden die Beziehungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich zunächst auf den „WTO-Status“ zurückfallen. Das passiert nicht automatisch, sondern erfordert einige Anpassungen der länderspezifischen WTO-Verpflichtungen, wie auch der Neuaufteilung von EU-Quoten. Vorbereitungen sind im Gang, aber nicht abgeschlossen. Zahlreiche weitere Einzelfragen kommen dazu, etwa der Verlust der ‚single licence‘ für Finanzdienstleister, der erst durch Äquivalenzentscheidungen der Kommission über das britische Aufsichtssystem ersetzt werden müsste. Hindernisse im Detail drohen.

Sowohl die Kommission als auch das Vereinigte Königreich haben inzwischen zahlreiche einseitige Übergangsmaßnahmen angekündigt, um völligen Stillstand zu vermeiden. Die negativen gesamtwirtschaftlichen Effekte dürfte das nicht abfedern.

Backstop bedeutet:

- Vermeidung einer harten Grenze zwischen Irland und Nordirland auf Dauer (insbesondere auch zur Absicherung des Karfreitagsabkommens 1998), und deshalb
- einheitliches Zollgebiet der EU und des Vereinigten Königreichs für den Fall, dass bis Ende 2020 keine Übereinkunft über die künftigen Beziehungen anwendbar wird;
- Aufrechterhaltung „gleicher Rahmenbedingungen“ im gesamten Vereinigten Königreich, betreffend Beihilfen, Wettbewerb, Besteuerung, Umwelt, Arbeit- und Sozialschutz;
- Darüber hinaus Weitergeltung bestimmter Binnenmarktregeln in Nordirland, insbesondere sanitäre Vorschriften für Veterinärkontrollen („SPS-Vorschriften“), betreffend Agrarproduktion/Vermarktung von Agrarerzeugnissen, Mehrwertsteuer und Verbrauchsteuern sowie staatliche Beihilfen;
- Grenzkontrollen zwischen Nordirland und dem Rest des Vereinigten Königreichs entsprechend dem EU-Zollkodex.

Die jüngsten Forderungen der Labour Party laufen inhaltlich auf den Backstop als Dauerlösung hinaus. Der Backstop als ‚soft Brexit‘-Lösung für den Notfall (keine Einigung über die zukünftigen Beziehungen) wäre wesentlicher Bestandteil eines Zukunftsabkommens.

Politische Implikationen

Das Ende oder zumindest die Reduktion der Unsicherheit kann nur durch eine politische Entscheidung über das Verhältnis zwischen der EU und Großbritannien nach dem Austritt herbeigeführt werden. Doch in dieser Hinsicht bleiben 50 Tage vor dem Austritt noch wichtige Fragen offen. Während der ausgehandelte Vertrag eine deutliche Ablehnung im britischen Parlament erfuhr, tauchen nun neue Vorschläge vor allem zur Lösung des Backstops auf, deren Wirkungen umstritten sind. Die Spaltungen innerhalb und zwischen den britischen Parteien, das zunächst dominierende Interesse von Labour und ihres Vorsitzenden Jeremy Corbyn am Sturz der Regierung, die variierenden Mehrheiten zu unterschiedlichen Positionen lähmten die Diskussion. Die von den EU-27 beklagten Verzögerungen in der

britischen Präferenzformation haben die Unsicherheit kontinuierlich gesteigert. Wir erleben nun ein riskantes „chicken game“, in dem jene Seite den Sieg davonträgt, die am längsten die Nerven behält. Mit der Studie zu den ökonomischen Folgen verschiedener Brexit-Szenarien für Großbritannien und ausgewählte EU-Staaten wollen wir einen Beitrag zur Versachlichung der Debatte leisten.

Schlussfolgerungen

Diese kurze Forschungsnotiz lieferte vorläufige Erkenntnisse über die internationalen Folgen eines vom Brexit induzierten Unsicherheitsschocks. Im Einklang mit vorliegenden Resultaten anderer Studien dämpft ein solcher Schock die Investitionen in Großbritannien, was sich negativ auf das Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum auswirkt. Interessanterweise sind aber auch in den übrigen Ländern des Euroraums deutlich negative Auswirkungen zu verzeichnen. Zu den Herausforderungen für politische Entscheidungsträger auf höchster Ebene wird zählen, die negativen Auswirkungen der Produktion auszugleichen und gleichzeitig den disinflationären Druck zu bekämpfen. In Anbetracht der evident negativen Folgen des Brexit sind auch Verwerfungen an den europäischen Aktienmärkten zu erwarten. Diese Effekte betreffen ebenfalls internationale Währungsmärkte, wobei das britische Pfund an Außenwert verliert und der Euro tendenziell aufwertet. Dieser Effekt führt zu einer Verteuerung der EU Exporte. Diese Verteuerung würde sich negativ auf die Exportaktivitäten auswirken und dies würde, in weiterer Folge, eine Abschwächung der Wachstumsdynamik bedingen. Darüber hinaus würden Importe günstiger werden, was zu einem erhöhten Deflationsdruck führen würde.

Die oben dargestellten Resultate spiegeln zwei Szenarien wider, die auf Basis des Anstiegs der Unsicherheit im Zuge des ursprünglichen Brexit-Referendums kalkuliert sind. Wie von Bloom et al. (2018) diskutiert, könnte es in Zukunft allerdings auch zu positiveren Auswirkungen kommen, wenn eine endgültige Vereinbarung zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU diese spezifische Art von Unsicherheit verringert und somit zukünftige Erwartungen der Konsumenten und Firmen angepasst werden können.

Literatur

BAKER SR, BLOOM N, AND DAVIS SJ (2016), "Measuring economic policy uncertainty," *The Quarterly Journal of Economics* 131(4), 1593–1636.

BANK OF ENGLAND (2018), "EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability: A response to the House of Commons Treasury Committee,"

BLOOM N, CHEN S, AND MIZEN P (2018), "Rising Brexit uncertainty has reduced investment and employment,"

BORN B, MÜLLER G, SCHULARICK M, AND SEDLÁČEK P (2018), "£350 million a week: The output cost of the Brexit vote,"

CARRIERO A, CLARK TE, AND MARCELLINO M (2018), "Measuring uncertainty and its impact on the economy," *Review of Economics and Statistics* 100(5), 799–815.

FERNÁNDEZ-VILLAVARDE J, GUERRÓN-QUINTANA P, KUESTER K, AND RUBIO-RAMÍREZ J (2015), "Fiscal volatility shocks and economic activity," *American Economic Review* 105(11), 3352–84.

JURADO K, LUDVIGSON SC, AND NG S (2015), "Measuring uncertainty," *American Economic Review* 105(3), 1177–1216.

OBERHOFER H, AND PFAFFERMAYR M (2018), "Estimating the trade and welfare effects of Brexit: A panel data structural gravity model," *CESifo Working Paper* 6828.