



Dr. Daniel Hartmann  
Fundamentale Analyse

## Spanien ist auf einem guten Weg

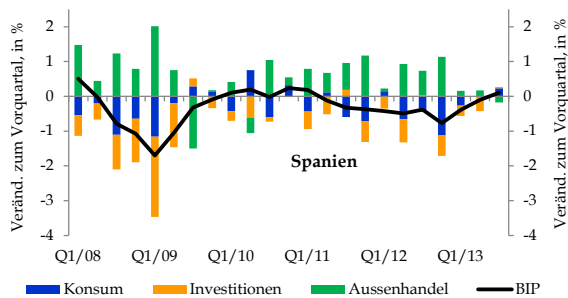
13. Dezember 2013

www.bantleon.com

### Spanien auf Irlands Spuren?

Neben Irland hat zuletzt ein zweites Problemland der Währungsunion positiv auf sich aufmerksam gemacht: Spanien. Nach über 2-jähriger Durststrecke wuchs die Wirtschaft im 3. Quartal 2013 wieder – wenn das Plus mit 0,1% auch denkbar knapp ausfiel. Ein Glückstreffer der Spanier oder der Beginn einer längeren Erholungsphase?

Abb. 1: Endgültig aus der Rezession?

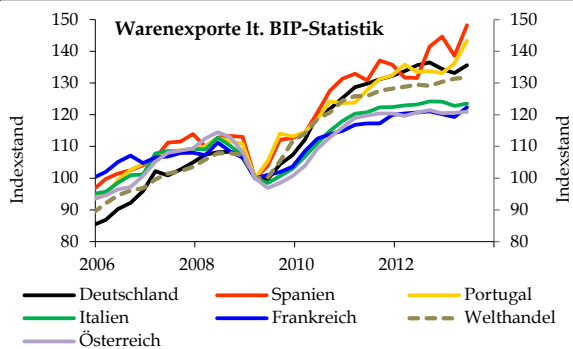


Quellen: INE, BANTLEON

### Der Export – ein positiver Dauerbrenner

Der Aussenhandel war in den vergangenen fünf Jahren die einzige Konjunkturstütze Spaniens und sorgte fast durchweg für positive Impulse (vgl. Abb. 1). Ausgerechnet im 3. Quartal 2013 steuerte der externe Warenhandel jedoch erstmals seit Langem wieder einen negativen Wachstumsbeitrag bei. Dies lag indes einzig am markanten Importanstieg (+2,8%), der den kräftigen Exportzuwachs von +2,2% noch übertrumpfte.

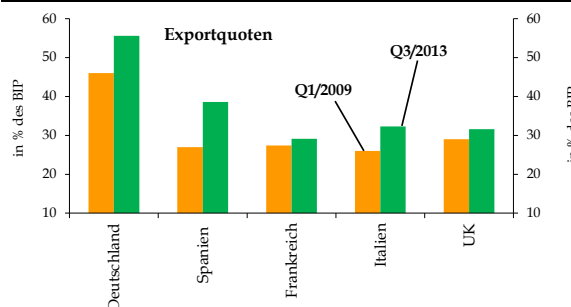
Abb. 2: Iberischer Exportboom



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Werden allein die Ausfuhren betrachtet, hat sich der übergeordnete Aufwärtstrend fortgesetzt. Mehr noch, seit Anfang 2009 kann man von einem wahren Exportboom sprechen. Die reale Güterausfuhr wuchs in dieser Periode um über 45% (vgl. Abb. 2). Damit setzte sich Spanien – noch vor Deutschland – an die Spitze aller Euroländer. Der Welthandel expandierte in der gleichen Zeit nur um 32%.

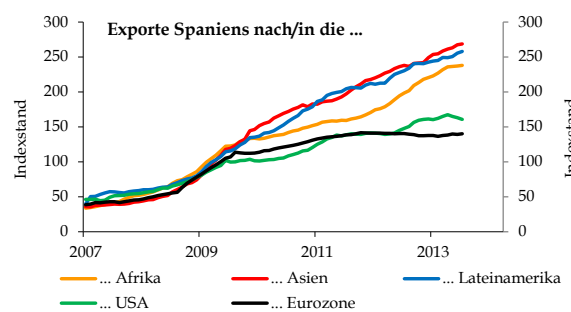
Abb. 3: Spanien baut Exportsektor aus



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Als Folge des kräftigen Wachstums nimmt der Anteil der Exporte an der spanischen Wertschöpfung stetig zu. Die sogenannte Exportquote (Exporte/BIP) liegt mittlerweile bei 39% (ausgehend von 27% 2009), womit Spanien alle anderen grossen europäischen Länder – mit Ausnahme von Deutschland – überflügelt hat (vgl. Abb. 3).

Abb. 4: Absatz in die Schwellenländer verdoppelt



Quellen: Ministerio de Economía y Competitividad, BANTLEON

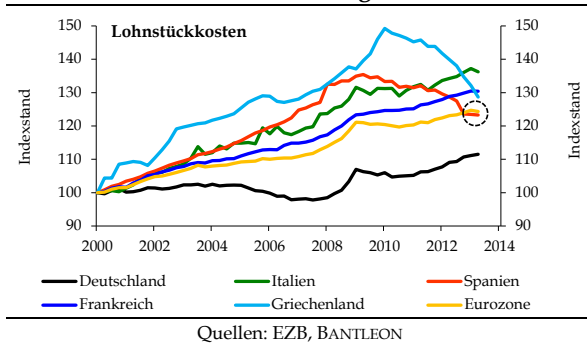
Eine Wurzel des spanischen Exporterfolgs liegt in den »neuen Märkten« Lateinamerikas, Afrikas und Asiens. Seit Anfang 2009 hat sich die Ausfuhr in diese Regionen mehr als verdoppelt, während das Plus in die anderen Euroländer lediglich 40%

betrug (vgl. Abb. 4). Damit hat zugleich die Abhängigkeit von der Währungsunion abgenommen. Wurden 2009 noch 56% aller Exportgüter dorthin geliefert, waren es zuletzt nur noch 48%.

Die wachsende Öffnung des Landes dürfte zum einen damit zu tun haben, dass viele Firmen aus der Not eine Tugend machten. Sie versuchten die einbrechende Binnennachfrage durch eine stärkere Konzentration auf das Ausland zu kompensieren.

Darüber hinaus leistete aber auch die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit ihren Beitrag. Seit Mitte 2009 setzte beim Lohnwachstum ein Abwärtstrend ein, der durch die Arbeitsmarktreform (seit Anfang 2012 in Kraft) beschleunigt wurde. Insgesamt gelang es dadurch, die Lohnstückkosten um 7% zu senken, während sie parallel in der Eurozone um 3% zulegten (vgl. Abb. 5).

**Abb. 5: Anstieg der Lohnstückkosten unter EUR-Durchschnitt gefallen**



Betrachtet man die Entwicklung seit dem Jahr 2000, liegt Spanien, was den Zuwachs der Lohnstückkosten anbelangt, wieder unter dem Durchschnitt der Währungsunion (vgl. Abb. 5). Der Trend sollte sich überdies in den nächsten Jahren fortsetzen. Wir rechnen bis ins Jahr 2016 mit weiter fallenden Lohnstückkosten, während sie in der Eurozone geringfügig zulegen dürften.

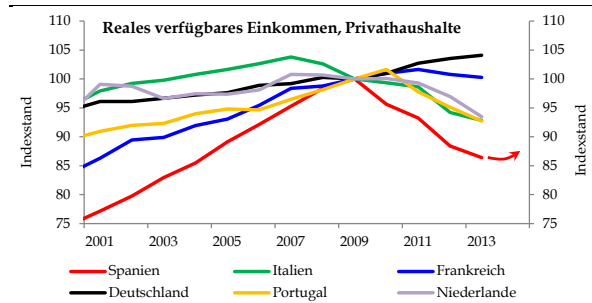
In Anbetracht dessen stehen die Chancen gut, dass der spanische Exportsektor dauerhaft zu einem wichtigen Impulsgeber der spanischen Wirtschaft avanciert und zumindest teilweise die Lücke schließt, die der Bedeutungsverlust des Immobiliensektors hinterlässt. Für die nächsten Quartale fällt der Exportausblick ohnehin freundlich aus. Spanien sollte von der von uns prognostizierten weltwirtschaftlichen Belebung überproportional profitieren (vgl. Tabelle am Ende).

### Entspannung beim Konsum

Dem starken Aussenhandel stand eine bis Anfang 2013 extrem schwache Binnennachfrage gegenüber. Investitionen und privater Verbrauch haben dabei in etwa zu gleichen Teilen das BIP-Wachstum belastet (2011/2012 mit jeweils rund 1,5%-Punkten).

Bremfaktoren für den Konsum waren und sind der Immobilienpreisverfall (fallendes Nettovermögen) – noch mehr aber die starken Einkommensrückgänge. Das reale verfügbare Einkommen sank seit 2009 um 13,5%, womit es den Spaniern noch schlechter erging als den Italienern und Portugiesen (vgl. Abb. 6). Hervorgerufen wurde dies durch den Dreiklang aus fallenden Löhnen, wachsende Steuerlasten und steigender Arbeitslosigkeit.

**Abb. 6: Massiver Einbruch der Realeinkommen**



In Spanien war der Arbeitsmarkt bis 2011 so stark reglementiert wie in kaum einem anderen Land der Welt. Es bestand – und besteht zum Teil immer noch – eine extreme Kluft zwischen privilegierten Arbeitnehmern (Stammebelegschaft = »Insider«) und Arbeitskräften ohne Schutzrechte (befristet Beschäftigte = »Outsider«).<sup>1</sup> Daneben fanden seltene und stark zentralisierte Lohnverhandlungen statt, die sich kaum an den ökonomischen Realitäten orientierten. Die Folge: In der Rezession reagierten die spanischen Unternehmen stets mit der sofortigen Entlassung der befristet Beschäftigten. Entsprechend schnellte die Arbeitslosigkeit seit 2007 von 1,7 auf 6,0 Mio. nach oben.

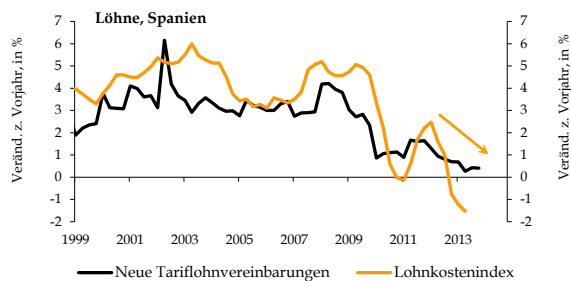
Die 2011 beschlossene Arbeitsmarktreform beseitigte einige Missstände. Insbesondere wurden die Lohnverhandlungen stärker dezentralisiert und die Möglichkeit von »Opt-out«-Klauseln geschaffen, d.h., Unternehmen in wirtschaftlichen Schwierigkeiten können bei Lohn und Arbeitszeit vom Tarifvertrag abweichende Vereinbarungen treffen.

Die Folgen dieser Reform sind Fluch und Segen zugleich. Das Lohnwachstum ist seit Anfang 2012 regelrecht nach unten geknickt (vgl. Abb. 7). Dies hat zunächst die Einkommenslage der Konsumenten nochmals verschärft. Mittlerweile werden aber auch die ersten Früchte der Anpassungen sichtbar. So wurde die Wettbewerbsfähigkeit gestärkt (siehe oben) und darüber hinaus die Beschäftigungsschwelle gesenkt: Obwohl das BIP seit Q2/2013 lediglich stagniert, ist die Arbeitslosigkeit nicht mehr weiter angestiegen. Die Möglichkeit zur

<sup>1</sup> 2006 lag der Anteil der spanischen Arbeitnehmer mit befristetem Arbeitsvertrag bei 34,0%, und damit doppelt so hoch wie im Durchschnitt der Eurozone.

Flexibilisierung der Arbeitsbedingungen auf Unternehmensebene hat offenbar den Entlassungsdruck verringert.

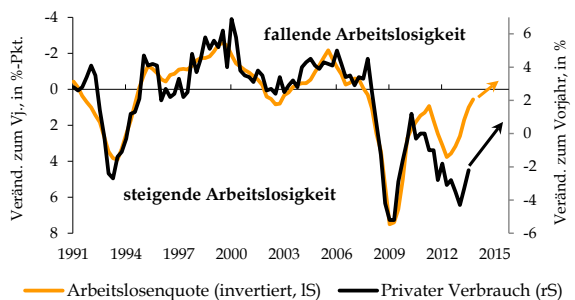
**Abb. 7: Löhne im Sinkflug**



Quellen: Eurostat, Banco de España BANTLEON

Nach der scharfen Anpassung 2012 ist überdies davon auszugehen, dass sich der Abwärtstrend beim Lohnwachstum in den nächsten Quartalen abflacht. Letzteres und die Aussicht auf eine Fortsetzung der Arbeitsmarkterholung dürften die Einkommenssituation der Konsumenten stabilisieren und den privaten Verbrauch stützen (vgl. Abb. 8).

**Abb. 8: Konsumausblick moderat positiv**



Quellen: INE, Eurostat, BANTLEON

Kommt hinzu, dass auch von staatlicher Seite die Belastungen abnehmen. Spanien hat – nach anfänglichen Schwierigkeiten – in der Haushaltskonsolidierung spürbare Fortschritte erzielt. Ausgehend von einer Haushaltslücke in Höhe von 9,1% des BIP im Jahr 2011, dürfte das Budgetdefizit 2013 auf 6,5% sinken und dies obwohl das nominale BIP parallel gefallen ist.

Die Kehrseite davon waren jedoch in den vergangenen zwei Jahren drakonische Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen in einer Größenordnung von jeweils 3,5% bis 4,0% des BIP. In 2014 wird sich das Konsolidierungstempo demgegenüber halbieren. Insbesondere sind nur noch geringfügige Verbrauchssteuererhöhungen geplant. Mithin bremst der Staat die private Einkommensentwicklung weniger stark als in den Vorjahren.

Alles in allem gehen wir davon aus, dass das reale verfügbare Einkommen der Privathaushalte 2014 wieder leicht zulegen wird und damit – nach dreijährigem Schrumpfen – wieder Spielraum für

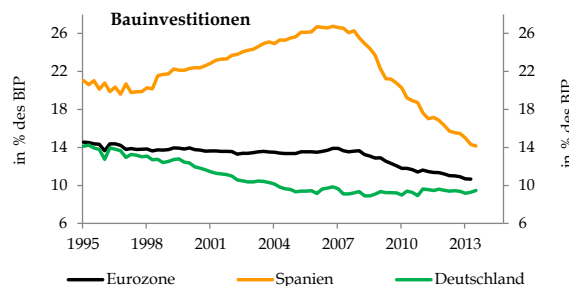
eine Konsumerholung gegeben ist. Bis der private Verbrauch indes ein »echter« Wachstumstreiber wird, dürfte noch einige Zeit verstreichen. In den nächsten drei Jahren wird die Fiskalpolitik moderat restriktiv bleiben müssen, um das laufende Defizit unter die 3%-Marke zu drücken und die gesamtstaatliche Schuldenquote bei knapp über 100% des BIP zu stabilisieren.

### Sorgenkind Immobiliensektor

Bei der Investitionstätigkeit bestand zuletzt eine Zerteilung: anhaltender Abwärtstrend bei den Bauinvestitionen bei gleichzeitiger Stabilisierung der Investitionen in Maschinen und Anlagen. Diese Schere dürfte noch eine Weile fortbestehen.

Die Bauinvestitionen waren in den vergangenen Jahren der grösste Bremsfaktor für die spanische Wirtschaft. Seit dem Hochpunkt des Immobilienbooms Ende 2007 sind sie (real) um 50% eingebrochen, wodurch das BIP-Wachstum um 2,0%-Punkte p.a. belastet wurde. Der Anteil der Bauinvestitionen am BIP ist parallel von knapp 27,0% auf mittlerweile 14,0% gefallen, wodurch zumindest eine Annäherung an den Durchschnitt der Eurozone (knapp 11,0%) stattgefunden hat (vgl. Abb. 9).

**Abb. 9: Aus der Immobilienblase ist Luft entwichen**



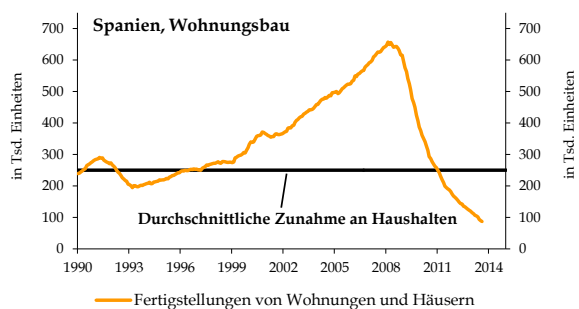
Quellen: Eurostat, BANTLEON

Der seit über vier Jahren anhaltende Anpassungsprozess zeigt sich auch an anderer Stelle: Die Immobilienpreise sind um durchschnittlich 30% gefallen (gemessen am Preisindex des Statistikamts); die Zahl der Beschäftigten in der Bauwirtschaft hat sich von 2,8 Mio. auf inzwischen 1,0 Mio. nahezu gedrittelt; die Baugenehmigungen erlebten gar einen Einbruch um 95%: In der Spitze (März 2007) lag der kumulierte 12-Monats-Wert bei 827.000, im August 2013 waren es noch 33.000.

Ein Grossteil der Luft dürfte damit aus der Immobilienblase entwichen sein. Einige Indikatoren deuten bereits auf eine Bodenbildung hin. So haben sich etwa die notariell beurkundeten Hausverkäufe seit Anfang 2012 bei knapp 90.000 stabilisiert (ausgehend von 240.000, jeweils annualisiert). Dessen ungeachtet ist kurzfristig mit keiner Belebung der Bauaktivität zu rechnen, sondern lediglich mit einer Abflachung der Abwärtsbewegung.

Sorge bereiten die nach wie vor grossen Überhänge an Wohnungen und Einfamilienhäusern, die zwischen 2000 und 2007 entstanden sind (vgl. Abb. 10). In dieser Zeit wurden jeweils deutlich mehr Wohneinheiten gebaut (2007 waren es 640.000), als es der Zuwachs an Haushalten (durchschnittlich +250.000 pro Jahr) nahelegte. Die Notenbank schätzt, dass auf diese Weise ein Überschussangebot von rund 1.000.000 Wohneinheiten entstanden ist. Der Abbau dessen hat erst 2011 begonnen und dürfte noch eine Weile anhalten.

**Abb. 10: Überhänge noch nicht abgebaut**

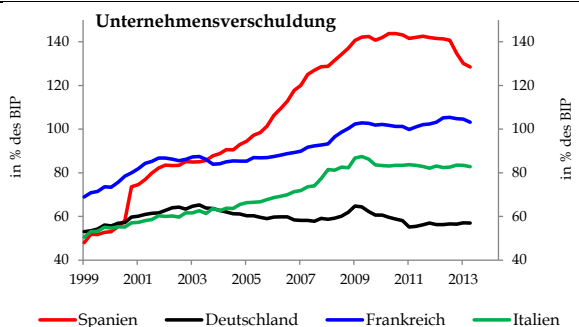


Quellen: Ministerio de Fomento, INE, BANTLEON

Vor diesem Hintergrund rechnen wir zunächst mit einem weiteren, wenn auch sich allmählich verlangsamenen, Rückgang der Bauaktivität, der frühestens Ende 2014 zum Stillstand kommt und ab 2015 in eine flache Belebung übergehen sollte. Der Anteil der Bauinvestitionen am BIP wird sich in diesem Zuge weiter verringern.

**Hoffnung Ausrüstungsinvestitionen**

**Abb. 11: Deleveraging im Gange**



Quellen: Eurostat, BANTLEON

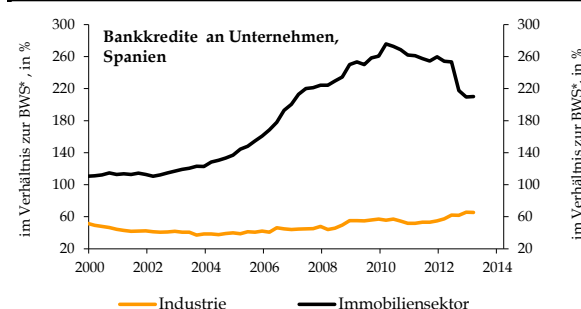
Besser als die Bauinvestitionen haben sich zuletzt die Investitionen in Maschinen und Anlagen geschlagen. Die allgemein anziehende Nachfrage und die verbesserten Exportperspektiven sprechen dafür, dass sich die freundliche Tendenz bei den Ausrüstungsinvestitionen in den nächsten Quartalen verstärkt und sie neben dem Export zu einer zweiten Säule des Wachstums avancieren.

Ein häufig vorgebrachter Einwand gegenüber einer Investitionsbelebung ist die beträchtliche Unter-

nehmensverschuldung. In der Tat weisen die spanischen Unternehmen nach wie vor eine der höchsten Verschuldungsquoten in der Eurozone auf. Allerdings hat der Deleveragingprozess bereits eingesetzt (vgl. Abb. 11).

Darüber hinaus konzentriert sich die Verschuldung stark auf den Immobiliensektor (Bauindustrie und das dazugehörige Servicegewerbe). Hier ist es vor 2008 – wie bei den privaten Hypothekenkrediten – zu Kreditexzessen gekommen. Die restlichen Industriezweige sind nicht überdurchschnittlich hoch verschuldet (vgl. Abb. 12).

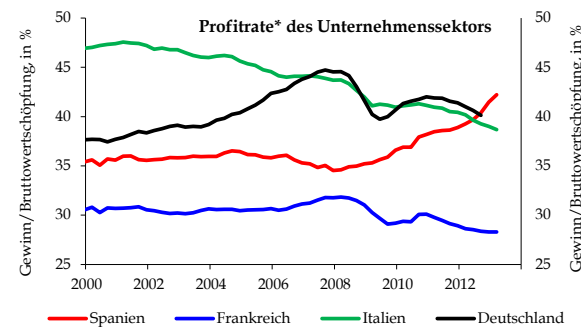
**Abb. 12: Nur der Immobiliensektor ist in Spanien hoch verschuldet**



Quellen: Eurostat, BANTLEON; \*BWS = Bruttowertschöpfung

Dass der Unternehmenssektor insgesamt Fortschritte beim Deleveraging gemacht hat, lag in den vergangenen Jahren nicht nur an der schrumpfenden Investitionstätigkeit, sondern auch an der gestiegenen Profitabilität der Unternehmen (vgl. Abb. 13). Beides zusammengenommen hat dazu geführt, dass der Unternehmenssektor sich von einem Defizit- in einen Überschusssektor (mehr Einnahmen als Ausgaben) verwandelt hat. Vieles spricht dafür, dass die Profitabilität im Zuge der zyklischen Erholung weiter gesteigert wird und somit trotz wieder anziehender Investitionen der Entschuldungsprozess fortgeführt werden kann.

**Abb. 13: Profitabilität in Spanien gestiegen**



Quellen: Eurostat, BANTLEON; \* ≈ Unternehmensgewinn/Umsatz

Nicht wenige Unternehmen sollten dabei in der Lage sein, ihre Investitionen aus dem Cashflow zu stemmen. Selbst wenn eine Fremdfinanzierung dafür notwendig ist, dürften die Banken nicht allzu grosse Steine in den Weg legen. Darauf deutet die

Bank Lending Survey, die keine Verschärfung der Kreditrestriktionen in Spanien erkennen lässt.

Positiv zu werten sind in diesem Zusammenhang die Fortschritte bei der Umstrukturierung des Finanzsektors. Nicht zuletzt dank des ESM-Stützungs pakets besitzen mittlerweile alle wichtigen Banken eine Kernkapitalquote von über 9,0% und konnten parallel ihre problembehafteten Assets an eine nationale »Bad Bank« (*Sareb*) auslagern. Die Abhängigkeit des Bankensystems von EZB-Liquidität hat sich ebenfalls in den vergangenen Monaten deutlich verringert.

**Fazit: Spanien hat den richtigen Kurs eingeschlagen**

Zweifellos ist Spanien in einigen Bereichen noch nicht aus dem Schneider. So ist mit einer Stabilisierung des Immobilienmarktes erst 2015 zu rechnen und auch bei der staatlichen Haushaltskonsolidierung ist weiteres Durchhaltevermögen vonnöten.

Gleichzeitig schreitet jedoch der Umbau zu einer wettbewerbsfähigeren und exportorientierten Wirtschaft rasch voran. Parallel dazu entschulden sich die Unternehmen. Exporte und Investitionen sollten daher in den nächsten Jahren spürbar expandieren. In Anbetracht dessen dürfte ab Mitte des Jahrzehnts ein Wachstum von 2,0% möglich sein (vgl. Tabelle). Zugleich wäre dann ein Grossteil der Ungleichgewichte, die sich bis 2007/2008

aufgetürmt bzw. gebildet haben (am Immobilienmarkt, im Staatshaushalt, am Arbeitsmarkt, in der Leistungsbilanz und dem Finanzierungssaldo des Privatsektors), beseitigt oder zumindest im Ausmass spürbar verringert.

Und die Moral von dieser Geschichte? Derzeit steht immer noch der Beweis aus, dass die Währungsunion langfristig überlebensfähig ist. Spanien könnte hier zusammen mit Irland Pionierarbeit leisten und aufzeigen, dass unter bestimmten Voraussetzungen (Durchführung von Strukturformen) eine Transformation des Wachstumsmodells auch ohne Austritt aus der Währungsunion zu bewerkstelligen ist.

**Tabelle: Spanien im Überblick**

Veränd. zum Vorjahr	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
BIP (real)	0.9	-3.8	-0.2	0.1	-1.6	-1.2	0.8	1.3	2.0
BIP (nominal)	3.3	-3.8	-0.1	0.1	-1.7	-0.5	1.3	2.0	3.0
Konsum	-0.6	-3.7	0.2	-1.2	-2.8	-2.5	0.5	0.7	0.9
Investitionen	-4.7	-18.0	-5.5	-5.4	-7.0	-5.9	-0.1	1.8	3.8
Export	-1.0	-10.0	11.7	7.6	2.1	5.7	8.2	5.5	6.1
Bauinvestitionsquote*	24.6	21.4	19.3	17.2	15.8	14.3	13.6	13.3	13.3
Exportquote*	30.2	28.2	31.6	34.0	35.3	37.8	41.0	42.0	44.0
Beschäftigung	-0.1	-6.5	-2.2	-1.9	-4.2	-3.2	0.1	0.6	1.0
Arbeitslosenquote	11.4	18.0	20.1	21.7	25.0	26.4	26.3	25.5	24.0
Reales verf. Einkommen	3.2	1.6	-4.4	-2.5	-5.2	-2.3	0.2	0.8	1.2
Lohnstückkosten	5.7	1.4	-1.7	-1.0	-2.9	-1.7	-1.0	-0.8	0.0
Haushaltsdefizit**, **	4.5	11.1	9.6	9.1	6.8	6.5	5.8	4.5	3.5
Staatsverschuldung*	40.2	54.0	61.7	70.5	86.0	93.0	97.4	100.0	101.0
Leistungsbilanzsaldo*	-9.6	-4.8	-4.4	-4.0	-1.2	1.2	2.5	3.0	3.3

Quellen: EU-Kommission, Eurostat, BANTLEON; \*in % zum BIP, \*\*ohne Einmaleffekte (Bankenhilfen)

**Rechtlicher Hinweis:**

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.