



Dr. Daniel Hartmann

Fundamentale Analyse

## Faktencheck Spanien – Wie ernst ist die Lage wirklich?

15. Mai 2012

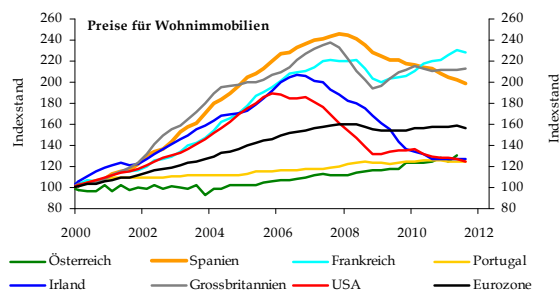
www.bantleon.com

### Ist Spanien ein Pleitekandidat?

Spanien ist zur neuen Zielscheibe der Finanzmärkte geworden – und in der Tat bietet das Land dafür vielerlei Angriffsflächen: die höchste Arbeitslosigkeit unter den OECD-Ländern, sprunghaft steigende Kreditausfallraten, taumelnde Banken, bis zu einer Million an leerstehenden Häusern, Immobilienpreise im freien Fall und plötzlich auftauchende Löcher in den öffentlichen Haushalten.

Während Letzteres an Griechenland erinnert, weist die Banken- und Immobilienkrise Parallelen zu Irland auf. Beides zusammen ergibt ein explosives Gemisch. Ist Spanien somit der nächste Pleitekandidat in der Eurozone? Um diese Frage zu beantworten, helfen nicht einzelne Horrorgeschichten weiter, sondern nur konkrete Fakten zu den verschiedenen Baustellen der spanischen Wirtschaft (Immobilienmarkt, Banken, öffentliche Haushalte) sowie den möglichen Gegenkräften (Exporte, Reformpakete).

### Abb. 1: Spaniens Immobilienpreisdynamik war Spitze



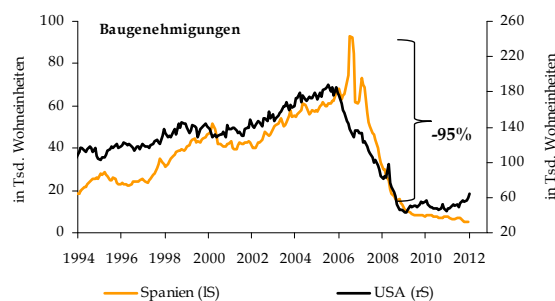
Quellen: EZB, Case-Shiller, Nationwide, BANTLEON

### Immobilienmarkt: Zur Trendwende fehlen die Nachfrager

Die Wurzel allen Übels in Spanien ist der Immobilienmarkt, der in den Jahren 2000 bis 2007 eine unglaubliche Hausse erlebte. Die Preise für Häuser und Wohnungen haben sich mehr als verdoppelt und stellten damit selbst die Entwicklung in den USA in den Schatten (vgl. Abb. 1). Die Aussicht auf immer höhere Preise löste gleichzeitig einen Bau-boom aus. An seinem Höhepunkt im Jahr 2007 wurden 650.000 neue Häuser erstellt, während es vor Beginn der Währungsunion nicht einmal 250.000 pro

Jahr waren. Gleichzeitig wuchs der Anteil der Bauinvestitionen am BIP auf über 22,0% – fast doppelt so viel wie im Durchschnitt der Eurozone.

### Abb. 2: Mittlerweile wird kaum noch gebaut



Quellen: INE, BEA, BANTLEON

Mit der Finanzkrise im Jahr 2008 schlug das Pendel in die Gegenrichtung um. Der Rückgang der Bauinvestitionen wurde zur massgeblichen Bremskraft der spanischen Wirtschaft (-40% zwischen Ende 2007 und Ende 2011). Zuletzt wurden nur noch 10.000 Häuser und Wohnungen pro Monat fertiggestellt, die Zahl der Baugenehmigungen sank Anfang dieses Jahres sogar auf unter 5.000 pro Monat, was gegenüber der Hochphase einen Rückgang um 95% darstellt (vgl. Abb. 2). Geht man davon aus, dass die Zahl der Haushalte in Spanien jährlich um 250.000 wächst (= langjähriges Mittel), dürften 2012 das zweite Jahr in Folge 100.000 bis 150.000 Wohnimmobilien zu wenig gebaut werden. Ist angesichts dieser »Unterversorgung« eine Stabilisierung der Bauwirtschaft in Sicht? Skepsis ist angebracht.

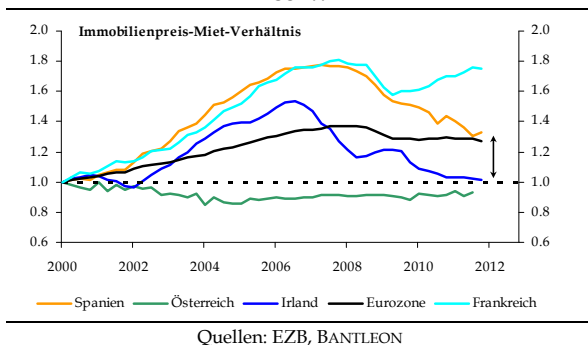
Die Bauaktivität liegt zwar mittlerweile unterhalb des jährlichen Neubedarfs, das Problem sind jedoch die Altlasten. Einer Schätzung der Notenbank zufolge (offizielle Zahlen gibt es nicht) bestand Anfang 2011 ein Überangebot von Wohnungen und Häusern in der Grössenordnung von 700.000 bis 1.100.000.<sup>1</sup> Bis dieser Überhang abgebaut ist, vergehen selbst bei niedriger Bauleistung noch mindestens vier bis fünf Jahre.

<sup>1</sup> Dabei wurden seit dem Jahr 2003 die kumulierten Neubauten (Angebotsseite) den kumulierten Hausverkäufen (als Mass für die Nachfrage) gegenübergestellt.

Allerdings setzt eine Trendwende bei Wohnimmobilien nicht unbedingt eine komplette Bereinigung der Altlasten voraus. Vielmehr würde ein neuer Nachfrageschub recht schnell Knappheiten in den vergleichsweise begehrten Regionen hervorbringen. Eine solche Belebung ist indes nicht in Sicht. Ganz im Gegenteil! Die Spanier haben derzeit andere Sorgen: Die Arbeitslosigkeit ist auf einem Rekordniveau (24,1% im März 2012) und die Privathaushalte sind hoch verschuldet (durchschnittlich mit 125% des verfügbaren Einkommens, Eurozone: 95%). Überdies führt die prekäre wirtschaftliche Lage zu einer Umkehr des Wanderungssaldos (Auswanderung statt Einwanderung).

Was die rückläufige Preisentwicklung anbelangt, dürfte das Ende der Fahnenstange gleichfalls nicht erreicht sein. Bislang haben die Preise für Wohnimmobilien seit dem Hochpunkt um durchschnittlich 20% korrigiert – deutlich weniger als in Irland (-40%) oder den USA (-35%, vgl. Abb. 1). Auch Indikatoren, die Ungleichgewichte am Immobilienmarkt entlarven sollen, signalisieren zusätzlichen Anpassungsbedarf.

**Abb. 3: Anpassungsprozess noch nicht abgeschlossen?!**



Ein prominentes Beispiel ist die »Preis-Miet-Rate«. Hier geht man davon aus, dass sich Miet- und Immobilienpreise langfristig gleichgerichtet entwickeln, mithin bei zu grossen Abweichungen Arbitrage stattfindet und die Relation somit langfristig gegen 1,0 konvergiert. Der entsprechende Indikator für Spanien hat zwar seit 2008 deutlich nach unten korrigiert, lag zuletzt aber immer noch erkennbar über dem Gleichgewichtswert (vgl. Abb. 3) und deutet somit auf zusätzliche Preisanpassungen von 30% hin – ein mögliches Unterschneiden ist dabei noch gar nicht eingerechnet.<sup>2</sup>

Insgesamt kann festgehalten werden: Bei der Bauaktivität hat Spanien das Abwärtspotential allmählich ausgereizt – aus dem einfachen Grund,

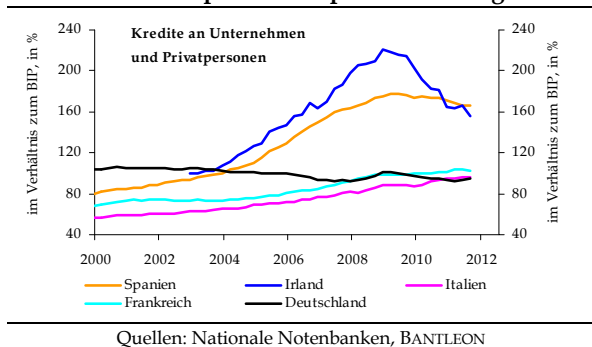
<sup>2</sup> Auch die sogenannte Preis-Einkommens-Rate, mit der die »Erschwinglichkeit« des Immobilienerwerbs abgebildet werden soll, befindet sich immer noch über dem langjährigen Durchschnittswert.

weil kaum noch gebaut wird. Die negativen Wachstumsbeiträge vonseiten der Bauinvestitionen sollten damit kleiner werden. Gleichzeitig gibt es aber – anders als etwa in den USA – noch keinerlei Anzeichen einer Wiederbelebung. Die Nachfrage nach Wohnraum dürfte wegen anhaltend fallender Immobilienpreise und der schwachen Binnennachfrage auf absehbare Zeit niedrig bleiben.

**Sind die Banken ausreichend gewappnet?**

Mitverursacher und nunmehr Leidtragende des Auf und Ab am Immobilienmarkt ist der Bankensektor. Dabei erscheint die spanische Finanzindustrie auf den ersten Blick – anders als die irische – nicht überdimensioniert. Die aggregierte Bilanzsumme aller Kreditinstitute liegt bei 340% des spanischen BIPs, was in etwa dem Durchschnitt der Eurozone entspricht (Irland: 830%).<sup>3</sup> Beim Kreditgeschäft mit Privatpersonen und Unternehmen belegen die Iberer allerdings zusammen mit den irischen Banken eine Spitzenposition (vgl. Abb. 4). Das Volumen hat sich hier in den vergangenen zehn Jahren mehr als verdreifacht (auf 1.750 Mrd. EUR) und liegt derzeit bei 160% des BIPs. Ursache dafür ist der Immobilienboom. Nahezu zwei Drittel des Kreditportfolios (1.050 Mrd. EUR) sind private Hypothekenkredite (650 Mrd. EUR) oder Kredite an die Immobilienwirtschaft (400 Mrd. EUR).

**Abb. 4: Starke Exposition im privaten Kreditgeschäft**



Als Folge der Wirtschaftskrise und der geplatzten Immobilienblase ist es in den vergangenen drei Jahren zu einem sprunghaften Anstieg der »zweifelhaften Kredite«<sup>4</sup> gekommen. Deren Anteil am Kreditportfolio (im Folgenden als Ausfallrate bezeichnet) wuchs von 0,8% Ende 2007 auf mittlerweile 8,2% (vgl. Abb. 5) – ein 17-Jahres-Hoch.

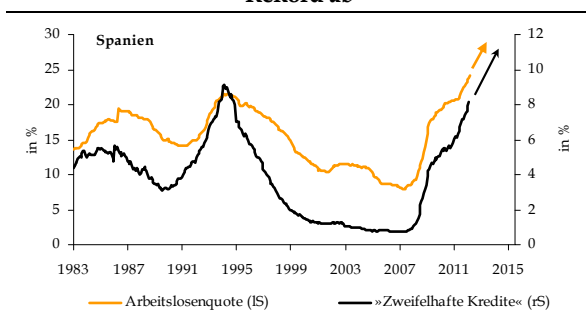
Wie in Irland konzentrieren sich die Problemfälle bei den Krediten an die »Immobilienentwickler«, die Bauprojekte planen und umsetzen. Hier schnellte die

<sup>3</sup> Spanische Banken sind vor allem als Financiers anderer Banken wenig präsent. Ausserdem sind sie im Derivategeschäft schwach vertreten.

<sup>4</sup> Gemäss Banco de España Kredite, für die seit mehr als 90 Tagen keine Zahlungen mehr eingegangen sind.

Ausfallrate in den vergangenen vier Jahren von 0,5% auf 21% nach oben. Mit 2,8% immer noch vergleichsweise moderat fällt hingegen die Quote der zweifelhaften Hypothekendarlehen aus.<sup>5</sup> Bei den sonstigen Unternehmenskrediten beträgt die Ausfallrate immerhin bereits 5,0%.

**Abb. 5: Bei den »faulen Krediten« zeichnet sich ein Rekord ab**



Quellen: Nationale Notenbanken, BANTLEON

Wie Abb. 5 deutlich macht, ist das Wachstum der »faulen Kredite« sehr stark mit der wirtschaftlichen Entwicklung und der Situation am Arbeitsmarkt verbunden. In den nächsten zwei Jahren ist in dieser Hinsicht aufgrund der extrem restriktiven Fiskalpolitik keine Entspannung in Sicht. Stattdessen wird die Arbeitslosenquote nach unserer Prognose von aktuell 24,1% in Richtung 28,0% (Ende 2013) anziehen. Im Einklang damit gehen wir davon aus, dass die Quote der zweifelhaften Kredite den letzten Hochpunkt (Februar 1994: 9,2%) überspringt und mindestens 12% erreicht. Kann das spanische Bankensystem diese Erschütterung abfedern, zumal der anhaltende Immobilienpreisverfall auch noch den Wert der Sicherheiten schmälert?

Spanien ist sicherlich besser auf eine Verschärfung der Bankenkrise vorbereitet als seinerzeit Irland. So wurde bereits im Juni 2009 der *FROB (Fund for Orderly Bank Restructuring)* gegründet, mit dessen Hilfe vor allem der Sparkassensektor neu geordnet wurde. Die Zahl der »Cajas« ist mittlerweile von 45 auf 17 geschrumpft. 2011 forderte die spanische Regierung überdies alle Banken auf, eine Kernkapitalquote von 8,0% anzustreben. Ganz entscheidend sind schliesslich zwei Verordnungen (vom Juni 2008 bzw. Februar 2012), mit denen die Banken dazu angehalten wurden, ihre Wertberichtigungen auf zweifelhafte Forderung (insbesondere Kredite an die Bauwirtschaft) bis Ende 2012 um mehr als 150 Mrd. EUR aufzustocken.<sup>6</sup> Lange Zeit sah es danach aus,

<sup>5</sup> Die Möglichkeit eines Schuldenerlasses bei Zahlungsunfähigkeit ist in Spanien nicht vorgesehen, was den Anreiz zur ordentlichen Bedienung erhöht.

<sup>6</sup> Gemäss *Banco de España* wurden zwischen Juni 2008 und Februar 2012 112 Mrd. EUR Wertberichtigungen vorgenommen. Bis zum Jahresende sollen weitere Abschreiber

als ob dies ohne weitere staatliche Kapitalhilfe möglich ist. Das viertgrösste spanische Institut »BFA-Bankia« musste nunmehr aber doch um öffentliche Hilfe ersuchen (4,5 Mrd. EUR). Ein Einzelfall oder nur die Spitze des Eisbergs?

Ein einfacher Stresstest soll darauf Antwort geben, wobei folgende Annahmen unterstellt werden:

- 15% aller Kredite an Unternehmen und Privatpersonen fallen in den nächsten Quartalen aus, was einem Betrag von 260 Mrd. EUR entspricht. Mit dieser hohen Ausfallrate gehen wir noch über unsere obige Prognose (12%) hinaus.
- Die Kredite sind in der Regel mit Immobilien besichert. Aufgrund des Immobilienpreisverfalls liegt der Wert der Sicherheiten im Mittel nur noch bei 50% der vereinbarten Kreditsummen, mit anderen Worten: Der tatsächliche Abschreibungsbedarf summiert sich auf 130 Mrd. EUR.<sup>7</sup>

Bedenkt man, dass die Banken in den vergangenen Jahren bereits Rückstellungen von über 100 Mrd. EUR gebildet haben, müsste das System diese Verluste weitgehend abfangen können.

Es kommt allerdings noch ein Problem hinzu, das bislang ausgeklammert wurde. Neben den Hypothekenkrediten besitzen die Banken auch ein Portfolio an Immobilien, das ihnen im Wege von Zwangsversteigerungen oder Sondervereinbarungen mit Kreditnehmern zugegangen ist. Schätzungen gehen davon aus, dass der entsprechende Immobilienbestand einen Buchwert von 80 bis 100 Mrd. EUR aufweist.<sup>8</sup> Bei 50% Wertverlust resultiert hieraus ein zusätzliches Risiko von 50 Mrd. EUR.

Alles in allem dürfte unter der Annahme eines weiteren Immobilienpreisverfalls und kräftig anziehender Kreditausfälle die Kapitalücke der spanischen Banken bei ca. 50 Mrd. Euro liegen. Dies ist zwar nicht wenig, in Relation zum BIP sind es aber »nur« 5,0%. Der irische Staat musste seinen Banken bislang 70 Mrd. EUR zuschiessen, was über 40% des irischen BIPs darstellt.

Der spanischen Regierung wurde bisher vorgeworfen, dass sie es versäumt habe, mit einem grossen Befreiungsschlag im Bankensektor reinen Tisch zu machen. Diese zögerliche Haltung lässt sich – wie unten ausgeführt – mit der angespannten Lage des öffentlichen Haushalts erklären. Die neu bekanntge-

von 38,3 Mrd. EUR auf das stark ausfallgefährdete Kreditportfolio der »Immobilienentwickler« hinzukommen.

<sup>7</sup> Eine 100%-Beleihung von Immobilien ist in Spanien keineswegs üblich. Gemäss der spanischen Notenbank liegt der durchschnittliche Beleihungswert bei Hypothekenkrediten nur bei 62%.

<sup>8</sup> Die *Banco de España* hat in einem Prüfbericht zum Sparkassensektor, der rund die Hälfte des spanischen Kreditgeschäfts trägt, einen Wert von 40 Mrd. EUR angesetzt.

gebenen Massnahmen vom 11. Mai stellen in dieser Hinsicht eine Kurskorrektur dar. Alle Banken werden darin verpflichtet, ihre Rückstellungen auf Immobilienkredite nochmals um 30 Mrd. EUR zu erhöhen und gleichzeitig ihre zweifelhaften Immobilienbestände in Auffanggesellschaften auszulagern. Zwei unabhängige Expertenteams sollen sicherstellen, dass die Übertragung der Assets auf die »Bad Banks« zu realistischen Preisen erfolgt. Dabei anfallende Verluste bei den Banken werden notfalls durch staatliche Kapitalhilfen ausgeglichen.

Es bleibt abzuwarten, ob dies tatsächlich den grossen Wurf darstellt. So hat der Finanzminister bereits beschwichtigend deutlich gemacht, dass die Regierung nur mit einer vergleichsweise kleinen Summe (15 Mrd. EUR) an zusätzlichen öffentlichen Kapitalhilfen für die Banken rechnet.

### Baustelle Haushaltsdisziplin

Das Zaudern der Regierung bei der Bankensanierung ist verständlich, wenn man an die verunglückte Fiskalpolitik des vergangenen Jahres denkt – sie hat das Misstrauen gegenüber Spanien überhaupt erst ins Rollen gebracht. Statt der angestrebten 6,0% landete das öffentliche Haushaltsdefizit am Ende bei 8,5% des BIPs (nach 9,3% in 2010).

Neben der Deutlichkeit warf vor allem die Art und Weise der Zielverfehlung Fragen auf. Hauptverursacher waren die Regionen, die den Sparplänen der Regierung nicht Folge leisten wollten oder konnten. Damit sich dies ändert, wurde ein Stabilitätsgesetz verabschiedet. Hierin verpflichten sich alle staatlichen Ebenen zu Budgetdisziplin. Die Regionen müssen ihren Haushaltsvollzug regelmässig an den Finanzminister melden. Bei drohenden Zielverfehlungen kann dieser Korrekturen fordern und ggf. sogar Sanktionen (Strafzahlungen) verhängen.

Auf Druck der Europartner hat sich die spanische Regierung für 2012 verpflichtet, das öffentliche Budgetdefizit um 3,2 Prozentpunkte – von 8,5% auf 5,3% des BIPs – zu verringern. Die Regionen sollen die Hälfte dieser Reduktion bewerkstelligen.

Um das neue Ziel zu erreichen, hat die spanische Regierung in den vergangenen Wochen umfangreiche Massnahmen angekündigt. Ein bereits im Dezember 2011 beschlossenes Sparpaket über 15,2 Mrd. EUR wurde auf 27,3 Mrd. EUR (= 2,5% des BIPs) aufgestockt. Die wichtigsten Massnahmen auf der Einnahmenseite sind Einkommensteuererhöhungen sowie die Streichung von Steuerprivilegien von Unternehmen. Auf der Ausgabenseite müssen die Ministerien Kürzungen ihrer Budgets von durchschnittlich 17% hinnehmen. Anfang April kündigte die Regierung schliesslich zusätzliche Einsparungen

bei den Gesundheits- und Bildungsausgaben in Höhe von 10 Mrd. EUR an. Damit soll vor allem den Regionen geholfen werden, die für diese Bereiche primär verantwortlich sind.

Trotz der beeindruckenden Pläne wird es schwierig, die ehrgeizigen Haushaltsziele 2012 zu erreichen. Als problematisch sehen wir folgende Punkte an:

- Das deutliche Plus bei den Unternehmenssteuern scheint angesichts der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung unrealistisch.
- Die massiven Kürzungen in den Ministerien sind nur teilweise mit konkreten Massnahmen unterlegt (z.B. Subventionskürzungen). Zum Grossteil sind sie der Hoffnung auf Effizienzsteigerungen geschuldet.
- Gleiches gilt für den Gesundheits- und Bildungsbereich. Bislang bekannt sind nur wenige dezidierte Sparmassnahmen (höhere Zuzahlungen für Arzneimittel und Krankenhausbesuche, Anhebung von Studiengebühren).

In Anbetracht dessen ist aus unserer Sicht nur ein Rückgang des gesamtstaatlichen Budgetdefizits von 8,5% auf 6,5% des BIPs realistisch. Immerhin wäre dies im Vergleich zu 2011 ein sichtbarer Konsolidierungserfolg. Ein erneutes Nachlegen von Sparmassnahmen im Laufe des Jahres wäre unserer Meinung nach nicht zielführend, da es der am Boden liegenden Konjunktur einen zusätzlichen Schlag versetzen würde. Wie sieht es aber bei einer Verlangsamung der Konsolidierung um die langfristige Tragfähigkeit der spanischen Staatsverschuldung aus?

### Ist Spaniens Staatsschuld auf Dauer tragfähig?

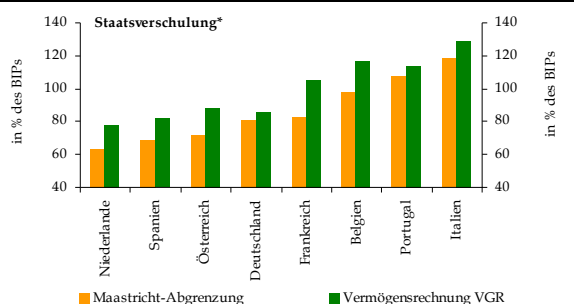
Die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung gerät dann in Zweifel, wenn sie spürbar über 100% des BIPs steigt und keine Trendumkehr erkennbar ist – so war es in Griechenland.<sup>9</sup> Spanien weist bislang den Vorteil einer vergleichsweise niedrigen Staatsverschuldung auf. Ende 2011 lag sie gemäss der Definition des Maastricht-Vertrags bei 68,5% des BIPs und somit markant unter dem Durchschnitt der Eurozone (87,2%) und weit entfernt von den anderen »PIIGS« (Griechenland: 165,3%; Italien: 120,1%; Irland 108,2% und Portugal: 107,8%).

Einige wenden indes ein, dass die tatsächliche Staatsverschuldung in Spanien deutlich höher liegt, als offiziell verlautet. Sie verweisen auf die Vermögensrechnung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. Nach deren (breiteren) Abgrenzung

<sup>9</sup> Eine Ausnahme von dieser »Regel« ist Japan, dessen Staatsverschuldung mittlerweile bei über 200% des BIPs liegt, ohne dass die Zahlungsfähigkeit ernsthaft in Frage steht. Dies liegt daran, dass die japanischen Privathaushalte und Unternehmen Nettogläubiger sind und einen Grossteil der eigenen Staatsverschuldung finanzieren.

betrug die öffentliche Verschuldung Spaniens Ende 2011 82,2% statt 68,5% des BIPs. Die Differenz erklärt sich vor allem mit den Zahlungsrückständen der öffentlichen Hand gegenüber Unternehmen, die nach »Maastricht« nicht Teil der Staatsverschuldung sind. Zugunsten von Spanien kann indes angeführt werden, dass die meisten Euroländer (allen voran Frankreich) in der breiteren Abgrenzung einen höheren Schuldenstand aufweisen (vgl. Abb. 6).

**Abb. 6: Nicht nur in Spanien ist die Staatsverschuldung »eigentlich« noch höher**

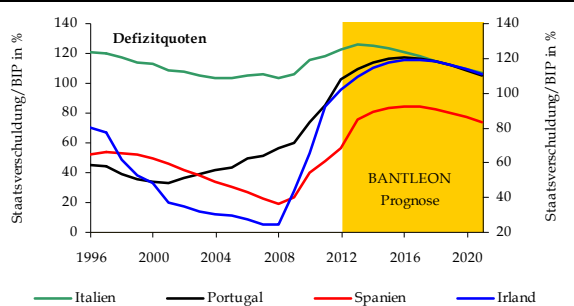


Quellen: Eurostat, nationale Notenbanken, BANTLEON.\* Für die Niederlande, Österreich, Frankreich und Italien Werte von 2010, sonst 2011

Dennoch ist im Falle Spaniens auffallend, dass die Zahlungsrückstände in den vergangenen Jahren kräftig angestiegen sind. Dies ist wiederum hauptsächlich der wachsenden Liquiditätsnot der Regionen zuzuschreiben. Um das Problem nicht eskalieren zu lassen, wurde inzwischen ein staatlicher Kreditfonds aufgelegt, der den Regionen in diesem Jahr 35 Mrd. EUR zur Rückzahlung von Aussenständen zur Verfügung stellt. Die Kehrseite davon ist jedoch, dass das Staatsdefizit gemäss Maastricht-Kriterium dadurch um ca. 3,1 Prozentpunkte ansteigen wird.

Daneben dürfte die avisierte Bankensanierung – entsprechend unserer Kalkulation – eine staatliche Kapitalspritze von bis zu 50 Mrd. EUR nach sich ziehen. Somit könnten Einmaleffekte die Defizitquote in diesem Jahr um 8,0 Prozentpunkte nach oben treiben.

**Abb. 7: Der Vorteil einer vergleichsweise niedrigen Defizitquote bleibt**



Quellen: Eurostat, BANTLEON

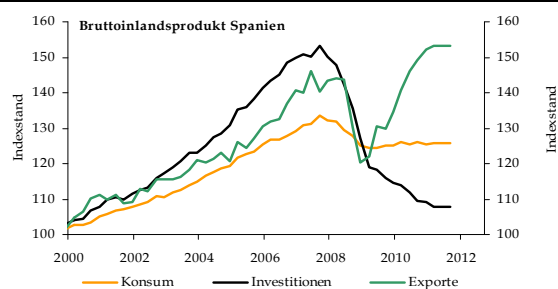
Ist in Anbetracht dessen bald die kritische Schwelle von 100% des BIPs erreicht? Um das zu überprüfen, gehen wir davon aus, dass ein etwas langsamerer als geplanter Konsolidierungspfad beschritten wird, d.h., 2012 sinkt das Budgetdefizit auf 6,5% (statt 5,3%), 2013 auf 5,0% (statt 3,0%), 2014 auf 4,0% und erst 2015 auf 3,0%. Gleichzeitig wird angenommen, dass das Land nach der schweren Rezession in diesem Jahr (BIP -1,5%) auch noch 2013 schrumpft (-0,5% bis -1,0%). Anschliessend soll eine langsame Annäherung an das Potentialwachstum stattfinden, für das wir 1,5% unterstellen.

Unter diesen sehr vorsichtigen Annahmen dürfte die Defizitquote nach dem diesjährigen Sprung auf 85% in den drei folgenden Jahren noch weiter zulegen und im Jahr 2015 bei 93% den Zenit erreichen (vgl. Abb. 7). Dieses Niveau stellt zwar mehr als eine Verdopplung gegenüber 2007 dar (36%). Dennoch ist es im internationalen Vergleich kein beängstigender Schuldenberg.

**Hat Spanien ein langfristiges Wachstumsmodell?**

In den Jahren 1998 bis 2007 lag das durchschnittliche Wachstum Spaniens bei 3,7%. Wesentliche Wachstumstreiber waren der private Verbrauch (+4,0% p.a.) und die Bauinvestitionen (+6,3% p.a.). Seit 2008 hat sich der Wind indes komplett gedreht (vgl. Abb. 8). Wie oben bereits angemerkt, ist bei den Bauinvestitionen zwar eine Abflachung, aber noch kein Ende des Abwärtstrends absehbar.

**Abb. 8: Verkehrte Welt**

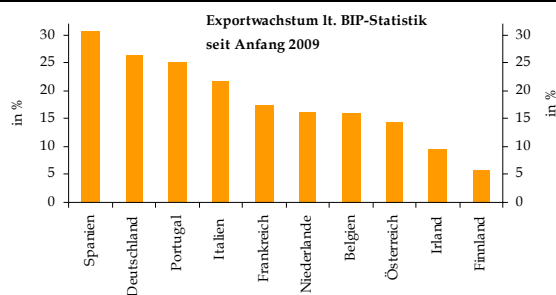


Quellen: Eurostat, BANTLEON

Noch trüber stellt sich der Ausblick für den privaten Verbrauch dar. Um an preislicher Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen, haben sich die Unternehmen mit den Gewerkschaften für das laufende und die kommenden beiden Jahre auf sehr niedrige Lohnzuwachsrate geeinigt (ca. +0,5% p.a.), die somit deutlich unter der Verteuerung der Lebenshaltungskosten liegen dürften (derzeit 2,0%). Entsprechend werden die Reallöhne spürbar sinken. Weiteren Gegenwind erzeugen die fallenden Immobilienpreise sowie die hohe Verschuldung der Privathaushalte. Wir gehen daher davon aus, dass der private Verbrauch in den nächsten beiden Jahren schrumpft und 2014 nur minimal wächst.

Bleibt als einziger Rettungsanker der Export, der bereits in den vergangenen drei Jahren »Schlimmeres« verhindert hat. Dabei schien die Ausgangslage Anfang 2009 alles andere als günstig. Die spanische Exportquote (Exporte/BIP) lag mit ca. 27% unter dem Durchschnitt der Eurozone (41%). Zugleich war die Ausfuhr stark auf Europa konzentriert – 70% der Exporte gingen in die EU – und die Industrie galt infolge der zwischen 1998 und 2007 kräftig gestiegenen Lohnstückkosten als wenig wettbewerbsfähig.

**Abb. 9: Spanien besser als der Exportweltmeister**



Quellen: Eurostat, BANTLEON

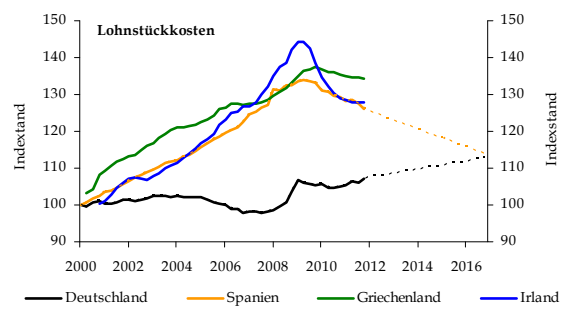
Die spanische Wirtschaft hat jedoch alle Pessimisten eines Besseren belehrt. Das Land weist in der Nachfolge der Finanzkrise die beste Exportperformance unter den Euroländern auf (vgl. Abb. 9). Die stärksten Impulse kamen dabei aus den Schwellenländern. So hat sich etwa der Export in die BRIC-Staaten seit Anfang 2009 verdoppelt. Auch profitiert das Land von den traditionell guten Beziehungen zu Lateinamerika. Immerhin knapp 5% der Exporte gehen nach Mittel- und Südamerika (in Deutschland sind es nur 2%).

Spanien ist es dank des dynamischen Exportwachstums gelungen, seinen zugegebenermaßen niedrigen Weltmarktanteil von 2,0% zu halten. Die Chancen stehen gut, dass dies auch in Zukunft so bleibt, denn im Hinblick auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit konnte das Land in den vergangenen Quartalen Boden gutmachen. Die Lohnstückkosten sind seit Mitte 2009 um fast 7% gefallen, während sie z.B. in Deutschland leicht gestiegen sind (vgl. Abb. 10).

Diese gegenläufige Entwicklung sollte sich in den nächsten Jahren sogar noch verstärken. Dafür sprechen neben der konträren Arbeitslosenentwicklung (gemäß Eurostat liegt die Quote derzeit in Spanien bei 24,1%, in Deutschland bei 5,6%) auch die spanischen Arbeitsmarktreformen. Sie haben unter anderem das Ende der strikten Kopplung der Löhne an die Inflationsrate mit sich gebracht und eröffnen wirtschaftlich angeschlagenen Betrieben die Möglichkeit, vom Tarifvertrag abzuweichen. Vor dieser Kulisse gehen wir davon aus, dass die Lohnstückkosten in Spanien in den nächsten drei Jahren um 2,0% p.a. fallen, während sie in Deutschland um

1,0% p.a. zulegen dürften. Bis 2016 könnte sich somit die Schere, die sich im vergangenen Jahrzehnt aufgetan hat, wieder schliessen (vgl. Abb. 10).

**Abb. 10: Interne Abwertung und Aufwertung in der Währungsunion**



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Nicht zuletzt dank der steigenden Wettbewerbsfähigkeit erwarten wir, dass der spanische Export weiterhin im Einklang mit dem Welthandel wächst. Mit anderen Worten: In einem Jahr mit durchschnittlichem globalem Wachstum (3,5% bis 4,0%) sollte die spanische Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen (real) um 4% expandieren und könnte so bei einer schwachen Binnennachfrage einen Wachstumsbeitrag von 1,0 Prozentpunkten generieren. Wenn man darüber hinaus davon ausgeht, dass die Binnennachfrage ab 2014 wieder leicht expandiert, ist ein gesamtwirtschaftliches Wachstum von 1,5% realistisch.

**Spanien – kurzfristig mit Risiken behaftet, mittelfristig überwiegen positive Tendenzen**

Das Fazit für Spanien fällt zweigeteilt aus. Kurzfristig sind weiter Negativschlagzeilen vorprogrammiert: Die Rezession wird sich im 2. und 3. Quartal aufgrund der restriktiven Fiskalpolitik nochmals vertiefen. Damit einher gehen steigende Arbeitslosenquoten und weiter fallende Immobilienpreise. Daneben dürfte die Einrichtung der »Bad Banks« einige Leichen bei den Kreditinstituten zu Tage befördern und zusätzliche staatliche Kapitalhilfen notwendig machen, die den Staatshaushalt belasten.

Mittel- und langfristig ist es aus unserer Sicht aber nicht allzu schlecht um Spanien bestellt. Auch nach einer umfassenden (staatlich gestützten) Bankensanierung dürfte die Solvenz gewährleistet bleiben – zumindest wenn die EZB und/oder die Euroländer für ein erträgliches Zinsniveau sorgen. Die Schwelle von 100% Staatsverschuldung zum BIP wird nach unserer Prognose nicht überschritten.

Auch was ein zukünftiges Wachstumsmodell Spaniens anbelangt, zeichnet sich Licht am Ende des Tunnels ab. Der Export könnte die Rolle des Wachstumsmotors übernehmen. Nach dem Abschluss der Haushaltskonsolidierung sollten daher wieder

durchschnittliche Wachstumsraten von mindestens  
1,5% p.a. möglich sein.