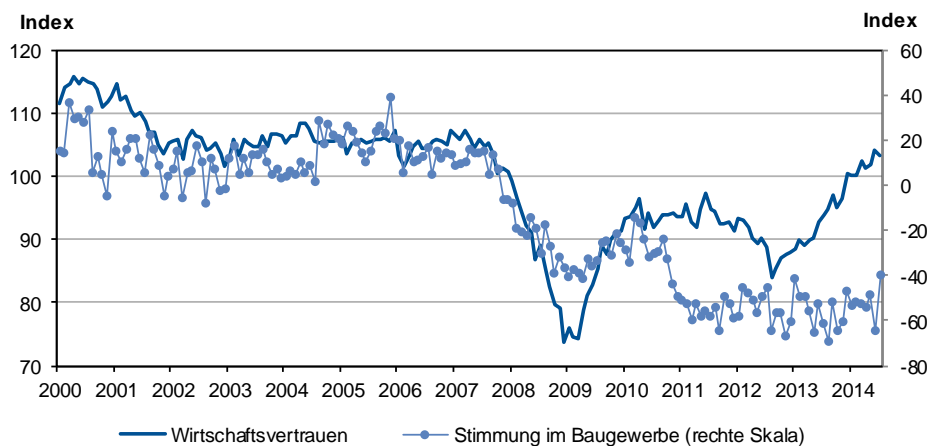


Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Die konjunkturelle Erholung Spaniens scheint sich zu festigen. Das BIP-Wachstum ist seit vier Quartalen positiv – mit steigenden Werten, und das Unternehmervertrauen hat Niveaus erreicht, die seit dem Platzen der Immobilienblase nicht mehr erreicht wurden. Auch die jüngsten Einkaufsmanager-Zahlen bestätigen dieses Bild. Der Gesamtindex liegt aktuell mit 55,7 deutlich über 50 Punkten und somit auf Expansionskurs. Spanien setzt sich zunehmend von Italien und Frankreich ab, deren Konjunktur weiterhin nicht überzeugen kann (das italienische BIP ist im zweiten Quartal 2014 um 0,2 % geschrumpft, während die spanische Wirtschaftsleistung um 0,6 % zulegen konnte).

Abb. 1: Wirtschaftsvertrauen (ESI) der Europäischen Kommission



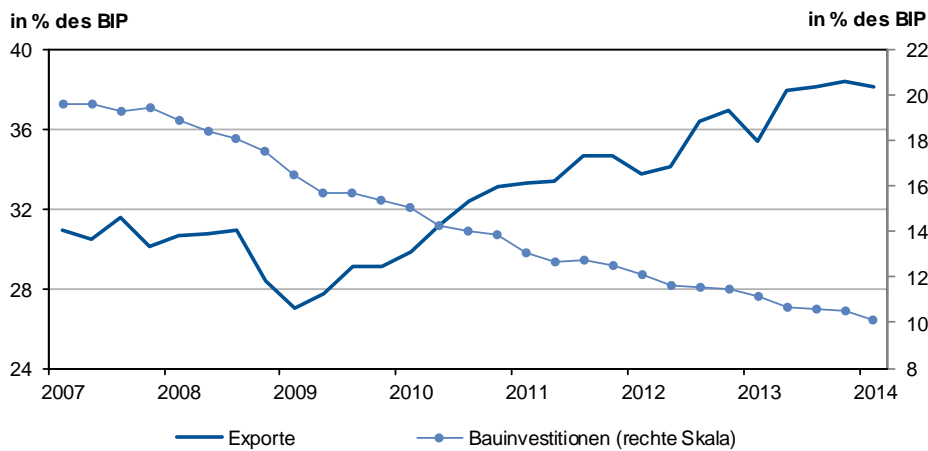
Quellen: Europäische Kommission; IKB

Aus struktureller Sicht hat sich in Spanien viel getan. Dabei wird generell auf die positive Leistungsbilanz verwiesen und die deutlich verbesserten Indikatoren der spanischen Wettbewerbsfähigkeit. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob das Rezessionstal nun endgültig durchschritten ist. Angesichts einer Schuldenquote, die in Kürze 100 % des BIP überschreiten wird und einem Haushaltsdefizit, das sich nur langsam reduziert, wäre dies wünschenswert. Denn trotz niedriger Zinsen auf öffentliche Schulden kann die Schuldenquote nachhaltig nur durch Wirtschaftswachstum gesenkt werden – eine Aussage, die nicht nur für Spanien gilt. Doch diesem Ziel scheint Spanien näher zu kommen als Italien oder Frankreich, die sich trotz oder gerade wegen intensiver Staatsintervention in die Wirtschaft schwer tun, kurz- wie auch mittelfristiges Wirtschaftswachstum sicherzustellen.

Deutliche Strukturanpassungen sind auch im spanischen Baugewerbe und damit am spanischen Häusermarkt zu verzeichnen. Der Bausektor, der auf dem Höhepunkt der Blase rund 20 % des BIP ausmachte, ist auf 10 % des BIP zusammengeschrumpft, was im historischen Vergleich deutlich tragfähiger erscheint. Zudem hat sich, wie in Abbildung 1 dargestellt, die Stimmung im spanischen Baugewerbe seit Längerem stabilisiert, was mittelfristig den Arbeitsmarkt und damit die allgemeine Binnennachfrage Spaniens stützen dürfte.

Die spanischen Ausfuhren haben einen wichtigen Beitrag zur wirtschaftlichen Stabilisierung geleistet. Die Ausfuhren sind in Relation zum BIP von ca. 30 % auf rund 38 % angestiegen und haben somit den Einfluss des Rückgangs im Baugewerbe um 10 Prozentpunkte fast komplett dämpfen können. Insgesamt deutet Abbildung 2 auf eine bemerkenswerte strukturelle Veränderung der spanischen Wirtschaft hin. Eine Stabilisierung des Bausektors würde eine nennenswerte Wachstumsbremse wegfallen lassen, was eine deutliche Wachstumsbeschleunigung andeutet, selbst wenn die Wachstumsdynamik der Ausfuhren nachlassen sollte. Somit ist von einer Wachstumsbeschleunigung der spanischen Wirtschaft auf mittlere Sicht auszugehen, obwohl sich die Arbeitslosenquote nur langsam reduzieren dürfte. Allerdings ist der Beitrag der Exporte zum BIP-Wachstum im Fall Spaniens bei Weitem nicht so hoch, wie dies in Irland oder Deutschland der Fall ist, sodass eine exportorientierte Wachstumsstrategie als alleiniger Wachstumsmotor weniger effizient sein sollte. Deswegen bleiben die Binnennachfrage und damit auch die Kreditvergabe Spaniens immer noch wichtige Säulen für die mittelfristige Erholung.

Abb. 2: Entwicklung der Exporte und Bauinvestitionen



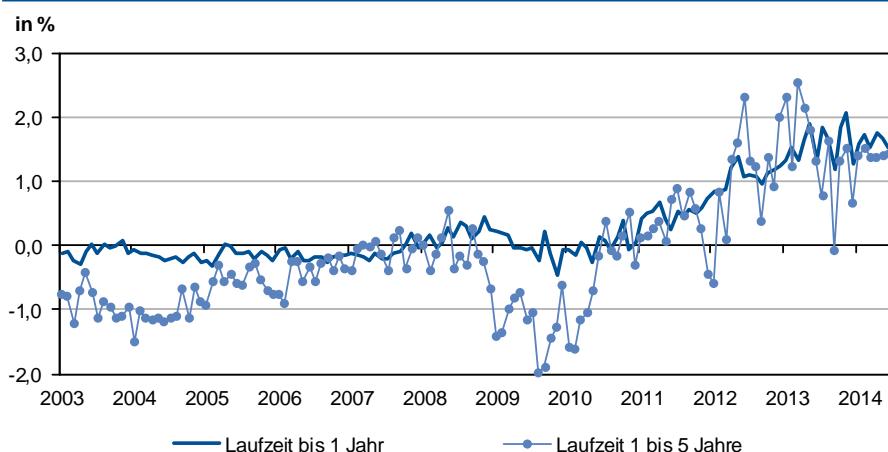
Quellen: Eurostat; IKB

Wenn die Nachfrage steigt und das Angebot schrumpft, steigen die Preise. Dies ist im Markt für Unternehmenskredite nicht anders. Zwar ist die Kreditvergabe an Unternehmen in Spanien immer noch rückläufig, jüngste Umfragewerte der EZB unter spanischen Banken deuten allerdings auf einen Anstieg in der Kreditnachfrage hin. Auf der anderen Seite hat sich die Anzahl der Kreditinstitute von ca. 350 in 2007 auf unter 250 reduziert, größtenteils durch Zusammenführung und Schließung von Sparkassen. Gerade in Verbindung mit einem hohen Niveau an notleidenden Krediten signalisiert dies ein ansteigendes Ungleichgewicht zwischen der sich abzeichnenden Kreditnachfrage und dem aktuellem -angebot, was steigende Zinsen für Unternehmen bedeutet.

So ist im Gegensatz zu den Risikoprämien auf spanischen Staatsanleihen noch keine Korrektur für die Realwirtschaft ersichtlich. Abbildung 3 veranschaulicht den Zinsaufschlag zwischen spanischen und deutschen Neukrediten für Unternehmen mit unterschiedlicher Laufzeit. Das Zinsdifferential verharrt weiterhin auf einem im historischen Vergleich extrem hohen bzw. stabilen Niveau – und das, obwohl sich das grundsätzliche Risikobild strukturell wie konjunkturell deutlich verbessert hat. Dies deutet darauf hin, dass der Kreditmarkt immer noch sehr stark durch die Angebotsseite bzw. Kreditklemme bestimmt wird, was auch die EZB immer wieder betont. Sie versucht, durch Liquiditätsbereitstellungen gegenzusteuern.

Eine Einengung des Zinsdifferentials ist erforderlich. Dies würde andeuten, dass sich der Markt für Unternehmenskredite in Spanien entspannt. Dies wiederum ist notwendig, um die konjunkturelle Erholung der spanischen Wirtschaft nachträglich zu festigen. Denn das spanische Wachstum hat eine hohe Abhängigkeit vom Kreditwachstum, wie die IKB-Studie ([siehe IKB Kapitalmarktstudie Oktober 2013](#)) zeigt. Strukturreformen könnten diesen Einfluss zwar reduzieren, allerdings bleibt die Binnennachfrage ein wichtiger Bestandteil des mittelfristigen Erfolgs von Spanien.

Abb. 3: Bankkredite an Unternehmen - Zinsabstand zw. Spanien u. Deutschland



Quellen: EZB; IKB

**Fazit:** Im Gegensatz zu anderen Euroländern wie Italien oder Frankreich ist Spanien generell auf einem guten Weg, sein Wachstum zu steigern und damit mittelfristig auch die Schuldenquote zu stabilisieren bzw. zu reduzieren. Die spanischen Ausfuhren haben einen wichtigen Beitrag zur wirtschaftlichen Erholung geleistet. Sie sind in Relation zum BIP von ca. 30 % (2007) auf aktuell rund 38 % angestiegen und haben somit den Einfluss des Rückgangs im Baugewerbe um 10 Prozentpunkte fast komplett dämpfen können. Das systematische Ausfallrisiko spanischer Unternehmen hat sich dank der konjunkturellen Erholung deutlich reduziert, aber auch aufgrund grundsätzlicher struktureller Reformen.

Dennoch ist der Zinsaufschlag für Unternehmenskredite weiterhin hoch. Denn die Kreditklemme hält weiter an und es ist zu erwarten, dass sich die Kreditnachfrage erholt. Im Gegensatz zu spanischen Staatsanleihen spiegeln deshalb die Zinsaufschläge der spanischen Realwirtschaft bzw. des Kreditmarktes die konjunkturelle wie auch strukturelle Verbesserung der spanischen Wirtschaft noch nicht wider. Das ist allerdings notwendig, um die konjunkturelle Erholung mittelfristig sicherzustellen – auch wenn Strukturreformen die Abhängigkeit der Wirtschaft von der Kreditvergabe mittelfristig reduzieren sollten.

**Tabelle 1: Volkswirtschaftlicher Ausblick für Spanien**

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
BIP-Wachstum (%)	-1,2	1,2	1,5	1,8	2,4
Inflationsrate (%)	1,5	0,2	0,8	1,4	1,9
Leistungsbilanzsaldo (% des BIP)	0,8	1,1	1,4	1,6	1,8
Arbeitslosenquote (%)	26,4	25,5	24,0	23,0	22,0
Haushaltssaldo (% des BIP)	-7,1	-5,5	-6,0	-4,5	-3,5
Schuldenquote (% des BIP)	93,9	100	104	105	104

Quellen: Europäische Kommission; IKB

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

6. August 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann