

Die konjunkturellen Perspektiven in Spanien



Spaniens Reformen machen den Unterschied

Die konjunkturellen Perspektiven von Spanien haben sich nach Ansicht von Creditreform Rating maßgeblich verbessert, so dass das Wachstum in diesem Jahr deutlich über dem Niveau des Vorjahres liegen sollte. Während das reale BIP in 2014 um 1,4% gewachsen war, dürfte die spanische Wirtschaft in 2015 gemäß unseren Prognosen um 3,1% und in 2016 um 2,8% expandieren können. Nach fünf Jahren Rezession und Stagnation befindet sich Spanien wieder auf Wachstumskurs. Die maßgeblichen Impulse kamen dabei vom privaten Verbrauch und den Investitionen. Die Häuserpreise und die Beschäftigungssituation scheinen ihren Tiefpunkt erreicht zu haben.

Ermöglicht wurde Spaniens Erholung vor allem durch einschneidende Strukturreformen. Während es bei anderen Mitgliedern des Euroraums an Reformbereitschaft mangelt, zeichnet sich Spanien nicht nur durch einen ausgeprägten Reformwillen aus, sondern zeigt sich auch bei der Umsetzung zielstrebig. So beginnen die wirtschaftspolitischen Reformen Früchte zu tragen: Die Situation am Arbeitsmarkt hellt sich auf und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbessert sich.

Die Perspektiven für die weitere Entwicklung stellen sich positiv dar. Getragen von einem zurückkehrenden Unternehmens- und Verbrauchervertrauen, günstigeren Finanzierungsbedingungen und einer steigenden Wettbewerbsfähigkeit werden der private Verbrauch und die Unternehmensinvestitionen in 2015 die wesentlichen Treiber der wirtschaftlichen Entwicklung sein. Zudem sollte die spanische Wirtschaft Auftrieb durch die günstige Konstellation außenwirtschaftlicher Rahmenbedingungen – niedrige Energiepreise, Euroabwertung, Staatsanleihenkäufe der EZB – erhalten.

Creditreform Rating ist als europäische Ratingagentur von der ESMA für Ratings von Unternehmen, Schuldverschreibungen und strukturierten Finanzierungen registriert und hat in Spanien eine Reihe von Ratings durchgeführt.

Ansprechpartner

Dr. Benjamin Mohr, Chefvolkswirt

E-Mail: b.mohr@creditreform-rating.de

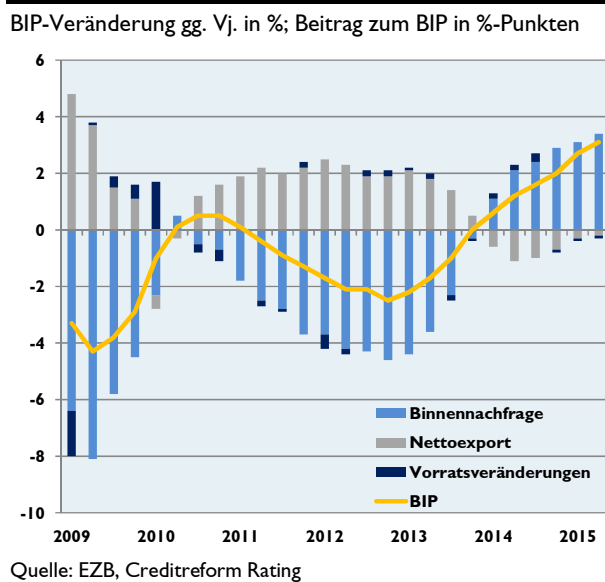
Disclaimer

Diese Analyse ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung ist ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur die vollständige Studie veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung der Studie ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in dieser Publikation enthaltenen Informationen übernimmt die Creditreform Rating AG keine Gewähr. Die der Studie zugrundeliegenden Analysen und darauf beruhende Ergebnisse stellen keine Anlageempfehlungen dar.

Die spanische Wirtschaft wächst wieder

Die spanische Wirtschaft hat in 2014 die Double Dip-Rezession hinter sich gelassen und konnte auf Jahressicht erstmals seit 2008 wieder ein positives Wirtschaftswachstum verzeichnen. So hat das reale BIP im letzten Jahr um jahresdurchschnittlich 1,4% zugelegt, während das BIP in den Jahren 2012 und 2013 um 2,1 bzw. 1,2% gesunken war. Ermöglicht wurde Spaniens Erholung vor allem durch einschneidende Strukturreformen (Arbeitsmarkt, Steuerreform, Insolvenzrecht). Gleichzeitig durchläuft Spanien einen schwierigen wirtschaftlichen Anpassungsprozess, der durch den Abbau der makroökonomischen und finanziellen Ungleichgewichte und die Restrukturierung des Bankensektors geprägt ist.

Abb. 1: Reales BIP-Wachstum und Wachstumskomponenten

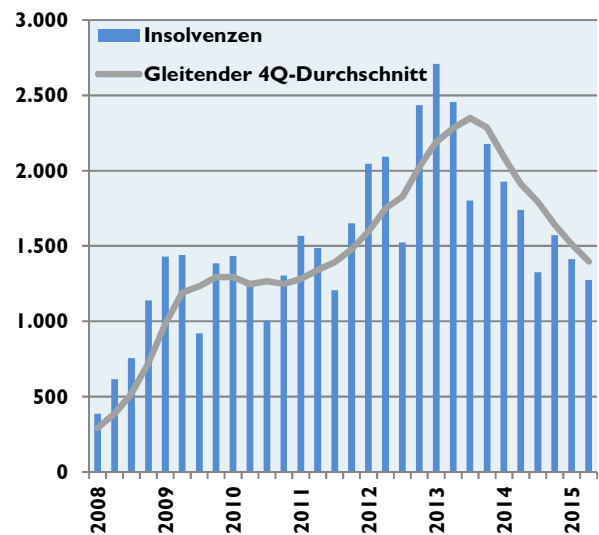


Die verfügbaren Daten zeigen, dass die spanische Konjunktur nach der Rückkehr in den Wachstumsbereich im zweiten Halbjahr 2013 ihren Erholungsprozess fortgesetzt hat und sukzessive an Dynamik gewinnt (siehe Abb. 1). Nachdem die spanische Wirtschaft im zweiten

Halbjahr 2014 mit 0,5 bzw. 0,7% (gg. Vq.) gewachsen war, expandierte das BIP bis Mitte 2015 mit Quartalswachstumsraten von 0,9 und 1,0%. Im Vergleich zum Vorjahr erhöhte sich das spanische BIP sukzessive und stieg mit Wachstumsraten von 2,0 (Q4-2014) und 2,7% (Q1-2015). Im zweiten Quartal 2015 konnte der Stand des Vorjahresquartals sogar um 3,1% übertroffen werden.

Abb. 2: Insolvenzen in Spanien

Zahl der Unternehmensinsolvenzen pro Quartal



Quelle: Instituto Nacional de Estadística, Creditreform Rating

Dementsprechend hat sich die Insolvenzsituation im spanischen Unternehmenssektor seit 2013 merklich verbessert (siehe Abb. 2). Während sich die Zahl der Unternehmensinsolvenzen im Jahr 2013 noch auf 9.143 Insolvenzfälle belief (2012: 8.095), wurden im vergangenen Jahr nur noch 6.564 Insolvenzfälle registriert. Dies entspricht einem Rückgang um 28,2%. Am aktuellen Rand ist das Insolvenzaufkommen weiter rückläufig. Im zweiten Quartal 2015 wurden 1.275 Insolvenzen gemeldet, verglichen mit 1.739 im Vergleichszeitraum des Vorjahres (-26,7%). Dabei ist festzustellen, dass es sich um

die amtlich registrierten Insolvenzen handelt – Liquidationen werden nicht erfasst.

Steigende Binnennachfrage ist Stütze des spanischen Wachstums

Getragen wurde das spanische Wirtschaftswachstum von einer kräftigen Expansion der Binnennachfrage. Verbesserte Beschäftigungsaussichten und steigende real verfügbare Einkommen, vor allem infolge deutlicher Rückgänge der Verbraucherpreise, führten dazu, dass die anhaltende Konsumschwäche im vergangenen Jahr abgelegt werden konnte. Die privaten Konsumausgaben haben sich 2014 im Vergleich zum Vorjahr um 2,4% erhöht (siehe Abb. 3). Zuvor waren die Konsumausgaben der privaten Haushalte im Zuge des Schuldenabbaus der privaten Haushalte und der negativen Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung stark zurückgegangen – 2013 unterschritt der private Verbrauch sein Niveau von 2007 um 11,0%.

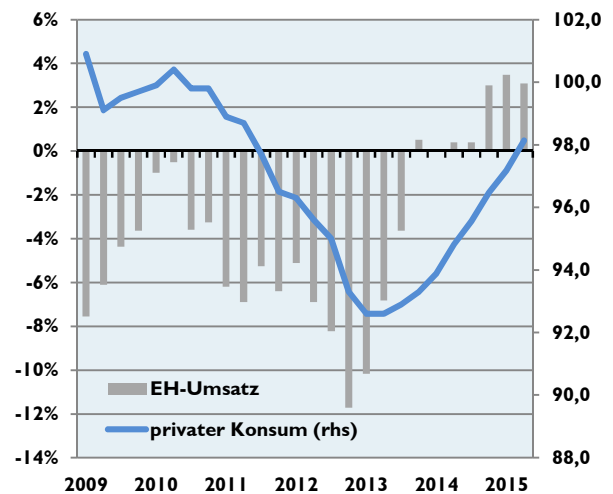
In 2015 sollte der private Verbrauch vor dem Hintergrund einer sich weiter aufhellenden Lage am Arbeitsmarkt dem eingeschlagenen Wachstumspfad folgen können. Zusätzlichen Auftrieb erhalten die privaten Konsumausgaben von einer steigenden Kaufkraft, die durch rückläufige Verbraucherpreise sowie die im Januar 2015 in Kraft getretenen Einkommensteuerreform begünstigt werden sollte.

Harte wie weiche Daten sprechen dafür, dass die Entwicklung des privaten Verbrauchs weiter aufwärts gerichtet sein dürfte. Zum einen setzten die privaten Konsumausgaben ihren Aufwärtstrend im zweiten Quartal des laufenden Jahres fort. So lag der private Konsum 1,0% über dem Niveau des Vorquartals – dies war der achte Anstieg in Folge. Gleichzeitig befindet sich der Consumer Confidence Indicator der EU Kommission im August 2015 mit -1,3 Punk-

ten nahe seinem 15-Jahreshoch, das im April mit 3,6 Punkten erreicht wurde und deutlich über dem Vorjahresstand von -6,4 Punkten. Zudem bewegt sich der von der EU Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Einzelhandel im August dieses Jahres mit 13,5 Punkten auf einem merklich höheren Niveau als vor Jahresfrist, als er bei 9,0 Punkten lag.

Abb. 3: Entwicklung des privaten Konsums

Einzelhandel: Veränderung gg. Vj. in %, Konsum: Volumenindex (2010=100)



Quelle: Eurostat, Creditreform Rating

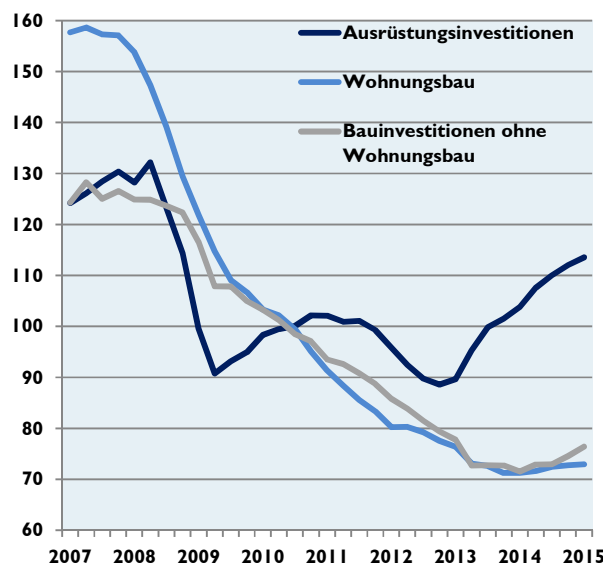
Konjunkturelle Impulse kamen zudem von den Bruttoanlageinvestitionen, die im Jahr 2014 kräftig anzogen. Im Jahresdurchschnitt wurden die Investitionen um 3,4% ausgeweitet – nach -8,1 bzw. -3,8% in 2012 und 2013. Nachdem die Investitionen in den Vorjahren durch die Unsicherheit infolge der Schuldenkrise, das eingeschränkte Kreditangebot und die schwache Rentabilität der Unternehmen gebremst wurden, haben sich diese Faktoren am aktuellen Rand abgeschwächt. Das freundlichere Investitionsklima schlug sich in positiven Wachstumsraten der Anlageinvestitionen nieder. Auch im Q2-2015 sind die Bruttoanlageinvestitionen im Vergleich zum Vorquartal um 2,0% gestiegen (+6,1% gg. Vj.).

Investitionen in Ausrüstungen boomen, Bodenbildung im Bausektor

Ein regelrechter Boom zeigt sich bei den Investitionen in Ausrüstungen (siehe Abb. 4). Auf Jahressicht expandierten die Investitionen in Ausrüstungen 2014 um 12,2%. Dass die Ausrüstungsinvestitionen weiter zulegen dürften, ist neben dem niedrigen Ausgangsniveau insbesondere auf die robuste Binnennachfrage und die günstigeren Finanzierungsbedingungen zurückzuführen. Belebend sollten sich zudem die gestiegene preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen und ein sich aufhellendes Exportklima auswirken. So sind die Ausrüstungsinvestitionen im ersten Halbjahr 2015 um 9,6 bzw. 9,2% gestiegen, nachdem sie bereits in den vorangegangenen sechs Quartalen mit zweistelligen Jahresveränderungsraten zulegen konnten.

Abb. 4: Entwicklung der Investitionen

Volumenindizes (2010=100)



Quelle: Instituto Nacional de Estadística, Creditreform Rating

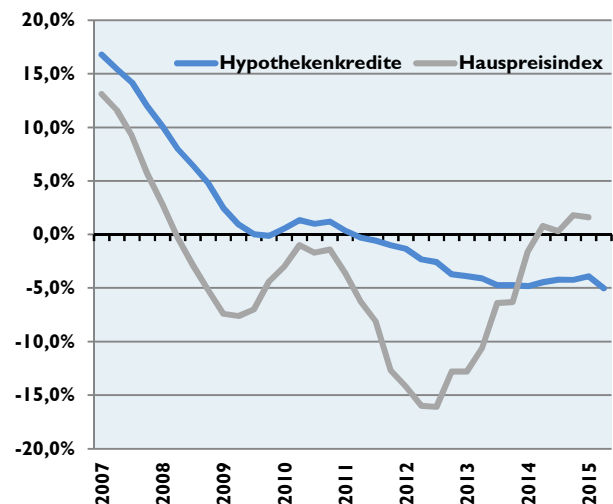
Auch für den weiteren Jahresverlauf signalisieren vorausschauende Indikatoren wie der in der Tendenz aufwärts gerichtete Auftragseingang in der Industrie verbesserte Perspektiven. Nach

dem deutlichen Anstieg der Bestellungen im ersten Quartal von 1,3% (gg. Vj.) übertraf das Auftragsvolumen im zweiten Quartal 2015 das Niveau des Vorjahres sogar um 3,1%.

Während die Ausrüstungsinvestitionen kräftig expandieren, scheint im Bausektor inzwischen eine Bodenbildung stattzufinden. Die Bauinvestitionen konnten in Q2 zum vierten Mal in Folge zulegen (+5,1% gg. Vj.). Jedoch ist für 2014 auf Jahressicht ein Minus von 1,5% zu konstatieren.

Abb. 5: Immobilienmarkt-Indikatoren

Veränderung gg. Vorjahresquartal in %



Quelle: EZB, Eurostat, Creditreform Rating

Belastend wirkt weiterhin die Konsolidierung am spanischen Wohnimmobilienmarkt. Im Zuge der siebenjährigen Korrektur am Immobilienmarkt sanken die Häuserpreise zwischen 2008 und 2014 um 34,9%. Gleichwohl scheinen die Häuserpreise ihren Tiefpunkt erreicht zu haben, so dass der Anpassungsprozess am Immobilienmarkt beendet sein könnte (siehe Abb. 5). So gab es im vergangenen Jahr erste Anzeichen einer Erholung, als der Hauspreisindex in Q2 mit +0,8% (gg. Vj.) erstmals seit dem ersten Quartal 2008 ein positives Wachstum verzeichnete. Die Erholung der Häuserpreise setzt sich

auch im laufenden Jahr fort, die Wachstumsrate betrug im ersten Quartal 2015 1,6% (gg. Vj.).

Dass der rückläufige Trend am Immobilienmarkt sein Momentum verloren hat, wird des Weiteren durch die Entwicklung der Wohnungsbauminvestitionen untermauert. Nachdem im Schlussquartal des Vorjahres mit +2,1% (gg. Vj.) der erste Anstieg seit acht Jahren registriert wurde, übertrafen die Wohnungsbauminvestitionen den Stand des Vorjahres in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres um 2,4 bzw. 3,3%. Für eine weitere Erholung des Immobilienmarktes spricht neben der Verbesserung der Beschäftigungssituation und der Finanzierungsbedingungen die Entwicklung der Baugenehmigungen. Im Anfangsquartal 2015 nahm die Anzahl der Baugenehmigungen um 4,5% (gg. Vq.) zu, nachdem sie bereits im Schlussquartal 2014 um 15,7% (gg. Vq.) gestiegen war. Ferner scheint die Bauaktivität eine Talsohle erreicht zu haben: In 2014 wurden im Monatsdurchschnitt rd. 2.700 Häuser fertiggestellt – verglichen mit rd. 5.400 pro Monat fertiggestellten Häusern in 2011 und rd. 14.100 im Jahr 2008.

Erneuter Leistungsbilanzüberschuss

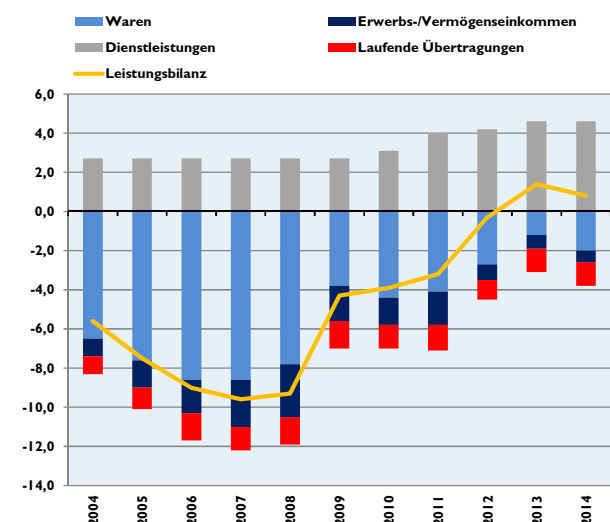
Die dynamische Entwicklung der Ausfuhren hat nach der Finanzkrise dazu geführt, dass der Außenhandel die maßgebliche Stütze der spanischen Wirtschaftsleistung darstellte. Die Exporte von Waren und Dienstleistungen konnten zwischen Q4-2009 und Q2-2015 um 32,2% zulegen. Im vergangenen Jahr steigerte die spanische Volkswirtschaft ihre Ausfuhren merklich um jahresdurchschnittlich 4,2%. Die Rolle der Wachstumsstütze konnten die Nettoexporte in 2014 jedoch nicht mehr einnehmen, da die Einfuhren zur gleichen Zeit 7,6% über dem Niveau des Vorjahres lagen. Dementsprechend lag der Wachstumsbeitrag des Außenhandels nach +1,4

Prozentpunkten in 2013 bei -0,8 Prozentpunkten.

Infolge der Verschlechterung der Handelsbilanz hat sich Spaniens Leistungsbilanzüberschuss im letzten Jahr etwas verringert, betrug aber dennoch +0,8% des BIP (siehe Abb. 6). Spanien war es in der jüngeren Vergangenheit gelungen, seine Leistungsbilanz deutlich zu verbessern. Während 2007 noch ein Defizit von -9,6% des BIP verzeichnet wurde, konnte dieses binnen zwei Jahren mehr als halbiert werden (2009: -4,3%) und betrug 2012 nur noch -0,3%, ehe in 2013 erstmals seit 1986 ein Leistungsbilanzüberschuss erzielt werden konnte (1,4% des BIP). Maßgeblich für die Anpassung der Leistungsbilanz war in erster Linie die Verbesserung der Warenhandelsbilanz (2007-2013: +7,4 Prozentpunkte) vor dem Hintergrund einer erhöhten Wettbewerbsfähigkeit spanischer Unternehmen und einer zunehmenden geographischen Diversifizierung außerhalb des Euroraums.

Abb. 6: Entwicklung der Leistungsbilanz

Jeweils Salden in % des BIP



Quelle: Eurostat, Creditreform Rating

Auch für das laufende Jahr ist im Zuge der sich abzeichnenden Erholung im Euroraum und in

weiteren wichtigen Industrie- und Schwellenländern ein dynamisches Exportwachstum zu erwarten. Die wesentlichen Impulse für die Belebung der Exporttätigkeit werden von der Abwertung des Euro und einer steigenden Wettbewerbsfähigkeit durch ein relativ niedriges Wachstum der Lohnstückkosten kommen.

Günstigere Finanzierungsbedingungen im privaten Sektor

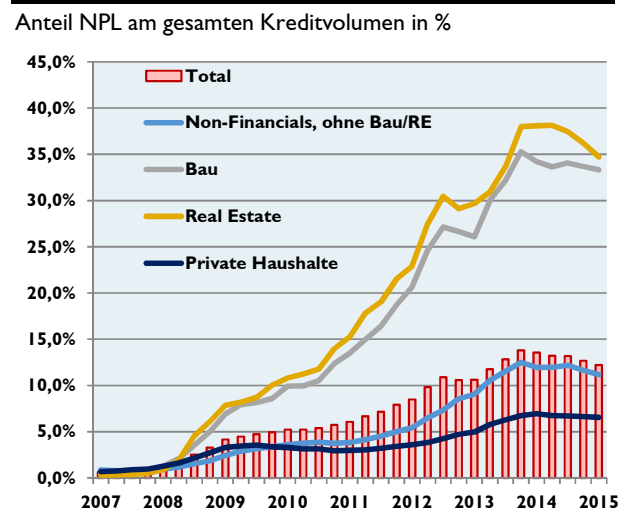
Das Platzen der Immobilienpreisblase und die sich anschließende Rezession hatten zu gravierenden Verwerfungen im spanischen Bankensektor geführt. Um den Bankensektor zu sanieren und die Finanzierungsmöglichkeiten für den Privatsektor zu verbessern wurde 2012 ein umfassendes Anpassungs- und Umstrukturierungsprogramm für den Finanzsektor implementiert, das 2014 erfolgreich beendet wurde und aus zwei Elementen bestand. Im Zuge der Rekapitalisierung und Abwicklung von Banken wurden den Kreditinstituten öffentliche Kapitalhilfen in unterschiedlicher Höhe gewährt und nicht lebensfähige Banken verkauft oder abgewickelt. Ferner wurde mit der SAREB eine Bad Bank gegründet, die es Banken ermöglicht, sich von wertgeminderten Vermögenswerten zu trennen.

Überdies beschloss die Europäische Zentralbank (EZB) im Januar 2015 ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten aufzulegen, welches neben dem Ankauf von Asset-backed Securities und Covered Bonds den Erwerb von Staatsanleihen beinhaltet. Seit März 2015 tätigt die EZB monatlich Ankäufe in Höhe von 60 Mrd. Euro, was sich positiv auf die Refinanzierungsbedingungen der Banken auswirkt.

Inzwischen verfügen die spanischen Banken nicht nur über eine verbesserte Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung sondern auch einen

geringeren Anteil notleidender Kredite (NPL) in ihren Bilanzen. Bereits im Dezember 2014 liegen die spanischen Banken mit durchschnittlich 11,8% oberhalb der Mindestanforderungen an das harte Kernkapital (CET1). Gleichzeitig geht der Anteil notleidender Kredite am gesamten Kreditvolumen, der zuvor sieben Jahre kontinuierlich gewachsen war, am aktuellen Rand zurück (siehe Abb. 7). Im ersten Quartal 2015 fiel die NPL ratio auf 12,2%, nachdem sie im Vorquartal noch bei 12,7% gelegen hatte. Im März 2015 belief sich der Rückgang notleidender Kredite gegenüber dem Vorjahr auf 26 Mrd. Euro. Auch wenn der länderübergreifende Vergleich der NPL ratio angesichts zum Teil unterschiedlicher Definitionen schwierig ist, betrug der Anteil notleidender Kredite in Q4-2014 EU-weit 6,6%.

Abb. 7: Non-Performing Loans im spanischen Bankensektor

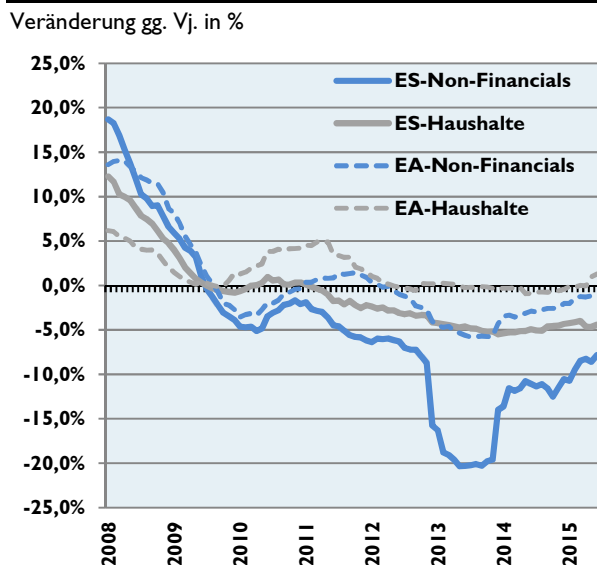


Quelle: Banco de España, Creditreform Rating

In diesem von einem solideren Bankensektor und einer sich erholenden Wirtschaftsaktivität geprägten Umfeld haben sich die Finanzierungsbedingungen für die privaten Haushalte und Non-Financials deutlich verbessert. Sicherlich ist die Kreditvergabe an den privaten Sektor

weiter rückläufig (siehe Abb. 8) – nichtsdestotrotz hat sich die negative Entwicklung bei den Kreditvolumina seit Mitte 2013 spürbar abgeschwächt. Die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen ist im Mai und Juni 2015 um nur noch 8,6 bzw. 7,8% (gg. Vj.) zurückgegangen, nachdem die Wachstumsrate im Dezember 2014 noch bei -10,5% gelegen hatte. Zum Vergleich: Im Juni 2014 belief sich die Jahresveränderungsrate auf -11,1% und im Juni 2013 auf -20,3%. Auch der Rückgang des Volumens von Krediten an private Haushalte stellt sich verhaltenener dar als vor Jahresfrist. Während die Kredite an Haushalte im Mai und Juni 2015 um 4,7 bzw. 4,4% (gg. Vj.) gesunken sind, unterschritt die Kreditvergabe den Stand des Vorjahres im Juni 2014 um 4,9%.

Abb. 8: Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen



Quelle: EZB, Creditreform Rating

Dämpfende Wirkung der privaten Verschuldung und hohen Arbeitslosigkeit

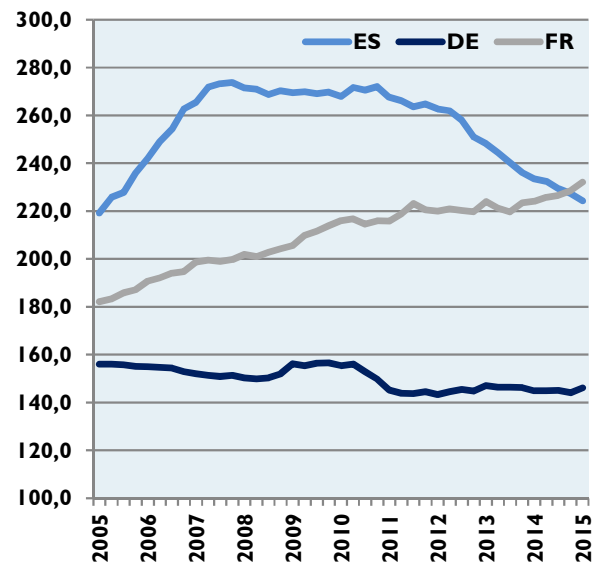
Strukturelle Probleme bleiben allerdings bestehen. Nach wie vor dürften sich im laufenden Jahr die Notwendigkeit von Bilanzanpassungen

im privaten Sektor sowie die weiterhin hohe Arbeitslosenquote belastend auf die Binnen- nachfrage auswirken.

Die finanzielle Situation der Non-Financials und privaten Haushalte hat sich im vergangenen Jahr weiter verbessert. Doch trotz der Fortschritte beim Entschuldungsprozess bleibt das Niveau der privaten Verschuldung hoch. So belief sich die Verschuldung des privaten Sektors zu Beginn des Jahres 2015 auf 224,4% des BIP (siehe Abb. 9). Zur Orientierung: Im ersten Quartal der Jahre 2014 und 2013 betrug die Verschuldung 233,9 bzw. 247,4% des BIP.

Abb. 9: Verschuldung im Privatsektor

Verschuldung Haushalte und Non-Financials in % BIP

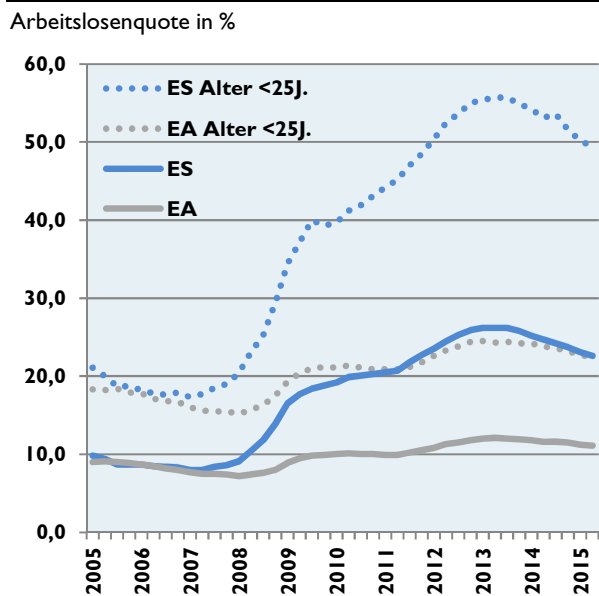


Quelle: Eurostat, Creditreform Rating

Der Rückgang ist im Wesentlichen auf die Bilanzsanierungen im Unternehmenssektor zurückzuführen, die ihre Verschuldung zwischen Q1-2012 und Q1-2015 von 178,3% auf 149,8% des BIP abbauen konnten, während die privaten Haushalte ihre Verschuldung in diesem Zeitraum nur von 85,2 auf 74,6% verringert haben. Zu der positiven Entwicklung im Unternehmenssektor dürften mitunter die von der Re-

gierung ergriffenen Maßnahmen beigetragen haben, die auf die Förderung der außergerichtlichen Schuldenrestrukturierung abzielen.

Abb. 10: Arbeitslosigkeit in Spanien und im Euroraum



Quelle: Eurostat, Creditreform Rating

Gleichzeitig bleibt die Lage auf dem Arbeitsmarkt angespannt, wenngleich sich die Beschäftigungssituation seit dem Frühjahr 2013 vor dem Hintergrund der konjunkturellen Belebung und einer moderateren Lohnentwicklung erholt hatte und in Q2-2015 weiter an Dynamik gewonnen hat. Nachdem die Arbeitslosigkeit seit 2007 kontinuierlich zugenommen hatte (siehe Abb. 10), kam der Anstieg der Arbeitslosenquote Mitte 2013 zum Stillstand. Ausgehend von ihrem Höchststand von 26,2% im dritten Quartal 2013 ging die Arbeitslosenquote in Spanien in den darauf folgenden Quartalen zurück und betrug im Schlussquartal 2014 23,7%. Auf Jahressicht ist die Arbeitslosigkeit in 2014 erstmals seit 2007 gesunken – von 26,1 auf 24,5%. Am aktuellen Rand hat der Beschäftigungsaufbau weiter an Fahrt aufgenommen – die Arbeitslo-

senquote verringerte sich im zweiten Quartal 2015 auf 22,6% (Q1-15: 23,1%).

Für die jüngste Entwicklung am Arbeitsmarkt waren die mutigen Strukturreformen der spanischen Regierung von zentraler Bedeutung. Im Jahr 2012 wurde das Gesetz zur Reformierung des Arbeitsmarkts verabschiedet (Royal Decree Law 3/2012), das merklich zur Flexibilisierung des Arbeitsmarkts führte. So wurde eine variabelere Handhabung von Tarifverträgen ermöglicht und Entlassungen vereinfacht, indem die Entlassungskosten verringert bzw. gedeckelt wurden. Ferner wurden die administrative Hürden für Kündigungen gesenkt und eine duale Berufsausbildung eingeführt. Mit einem weiteren Gesetz (Gesetz 8/2013) implementierte die Regierung neue Bildungsprogramme (Formación Profesional Básica), um auf die Schwäche des spanischen Ausbildungssystems zu reagieren.

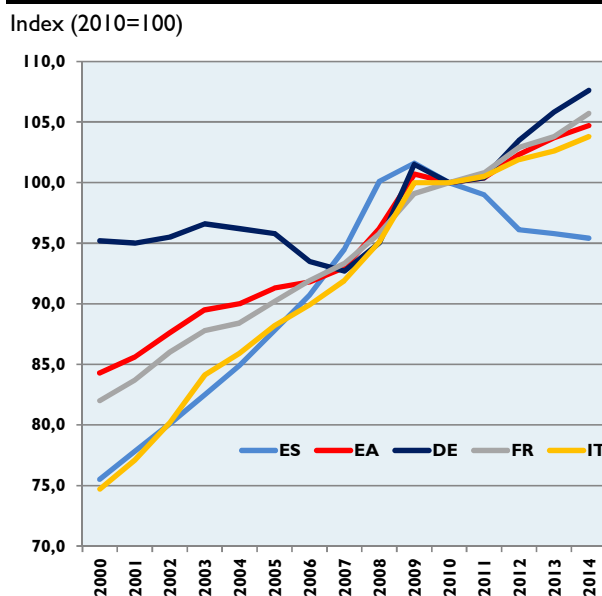
Nichtsdestotrotz sind weitere Reformbemühungen erforderlich. Denn ungeachtet der Trendwende am Arbeitsmarkt wirkt neben dem strukturellen Anstieg der Langzeitarbeitslosigkeit – 2014 lag die Quote bei 24% – vor allem die hohe Jugendarbeitslosigkeit negativ auf die spanische Wirtschaftstätigkeit. Mit 49,4% verzeichnete Spanien in Q2-2015 die höchste Jugendarbeitslosigkeit im Euroraum. Im ersten Quartal 2007 hatte die Erwerbslosenquote bei den unter 25-Jährigen lediglich 17,3% betragen.

Des Weiteren sollte der Segmentierung des Arbeitsmarkts zwischen dauerhaften und befristeten Arbeitsverhältnissen entgegengetreten werden. Bei neun von zehn in 2014 abgeschlossenen Arbeitsverträgen handelte es sich um ein befristetes Arbeitsverhältnis. Ende 2014 besitzen 24,6% der Arbeitnehmer in Spanien befristete Arbeitsverträge, verglichen mit 15,2% im gesamten Euroraum.

Anstieg der preislichen Wettbewerbsfähigkeit

Ausschlaggebend für eine anhaltende Erholung des Arbeitsmarktes wird die Entwicklung der Arbeitskosten sein. Diesbezüglich stimmen die verfügbaren Daten verhalten optimistisch. So haben die Löhne und Gehälter in der jüngeren Vergangenheit begonnen, auf den Kapazitätsüberhang am spanischen Arbeitsmarkt zu reagieren. Im dritten und vierten Quartal des letzten Jahres sind die Arbeitnehmerentgelte im Vergleich zum Vorjahr um jeweils 0,1% zurückgegangen. Damit kam der Anstieg der Arbeitnehmerentgelte faktisch zum Erliegen. In den Jahren 2013 und 2014 sind die Arbeitskosten um gerade einmal 0,1% gewachsen, während sie zwischen 2010 und 2012 um 4,5% zugelegt hatten.

Abb. 11: Nominale Lohnstückkosten



Quelle: Eurostat, Creditreform Rating

Entsprechend hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der spanischen Wirtschaft in den vergangenen Jahren verbessert. So haben sich die Produktivitätszuwächse sowie die moderatere Ent-

wicklung der Arbeitnehmerentgelte spürbar in den nominalen Lohnstückkosten niedergeschlagen. Seit dem Jahr 2009 sind die nominalen Lohnstückkosten in Spanien um 6,1% gesunken (siehe Abb. 11). Analog fiel der reale effektive Wechselkurs zwischen 2009 und 2014 um 12,0%.

Indessen sind die Verbraucherpreise in Spanien weiter rückläufig. Auf Jahressicht lag die Jahressteuerungsrate in 2014 gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) 0,2% unter dem Niveau des Vorjahres, nachdem sie 2013 noch +1,4% betragen hatte. Maßgeblich für die rückläufige Entwicklung der Inflationsrate sind in erster Linie die Rückgänge bei den Energiepreisen, insbesondere des Ölpreises. Am aktuellen Rand scheint die HVPI-Inflationsrate ihre Talsohle durchschritten zu haben. Nachdem die Veränderungsrate zum Jahreswechsel weiter von -1,1% auf 1,5% (gg. Vj.) sank, zeichnet sich seit Februar 2015 eine Trendwende ab – die Veränderungsrate stieg über -1,2% im Februar auf -0,3% im Mai und notierte im Juni und Juli bei 0,0%

Grundsätzlich geben negative Inflationsraten erst dann Grund zur Besorgnis, wenn sie negative Rückkopplungseffekte mit der Realwirtschaft bewirken. Dies scheint jedoch momentan nicht der Fall zu sein. Eine niedrige bzw. rückläufige Inflationsrate in Spanien kann für die Rückgewinnung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit spanischer Unternehmen sogar als wünschenswert bezeichnet werden. Zur Orientierung: Die HVPI-Inflationsrate im Euroraum belief sich im Juli auf +0,2%.

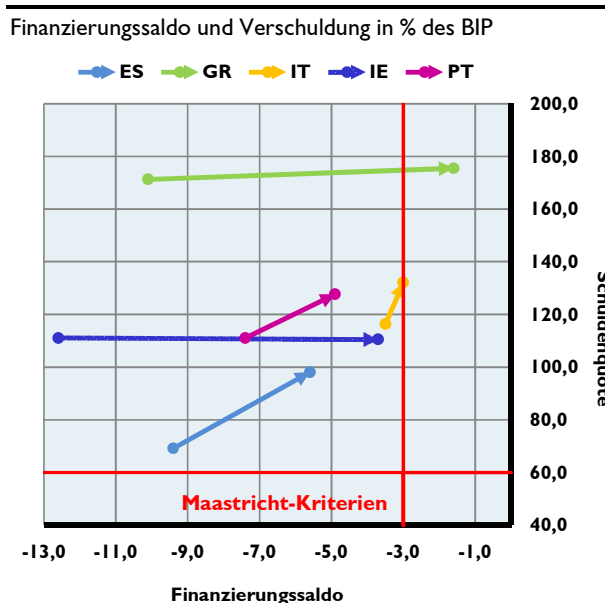
Das Preisklima der kommenden Monate wird maßgeblich von der Entwicklung der Rohölnotierungen bestimmt. Die Banco de España rechnet für das laufende Jahr mit einer Inflationsrate von -0,2% und für das kommende Jahr mit

+1,3%. In der mittleren bis langen Frist sollten steigende Energie- und Rohstoffpreise sowie die Euroabwertung zu einem stärkeren Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe führen.

Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung erforderlich

Die spanische Regierung hat ihren eingeschlagenen Spar- und Sanierungskurs fortgesetzt und tiefe Haushaltseinschnitte vorgenommen. Dennoch ist die Schuldenlast im vergangenen Jahr weiter gestiegen. Gemessen an der Wirtschaftsleistung betrug der Gesamtschuldenstand in 2014 97,7%, nachdem die Schuldenquote im Jahr 2011 mit 69,2% des BIP bereits oberhalb der im Maastrichter Vertrag definierten Obergrenze von 60% lag (siehe Abb. 12). Gleichzeitig ist das Haushaltsdefizit infolge der konjunkturellen Belebung und der für die spanische Regierung günstigeren Finanzierungsbedingungen deutlich gesunken – von 9,4% des BIP in 2011 auf 5,8% im Jahr 2014.

Abb. 12: Veränderung der Haushaltslage zwischen 2011 und 2014



Nach Angaben der EU Kommission kommt die Umsetzung der im Gesetz zur Haushaltskonsolidierung geplanten Präventiv-, Korrektur- und Durchsetzungsmaßnahmen nur langsam voran. Die spanische Regierung plant, bis zum Jahr 2019 einen strukturell ausgeglichenen Haushalt zu erreichen. Das Haushaltsdefizit soll auf 4,2% des BIP in 2015 und 2,8% in 2016 verringert werden.

Perspektiven und Risikoeinschätzung

Die konjunkturellen Perspektiven haben sich in der jüngeren Vergangenheit deutlich verbessert, so dass sich die spanische Wirtschaftstätigkeit in der mittleren Frist weiter beleben wird. Insgesamt dürfte das Wachstum der spanischen Volkswirtschaft in diesem Jahr über dem Niveau des vergangenen Jahres liegen. Während das reale BIP in 2014 um 1,4% gewachsen war, dürfte die spanische Wirtschaft in 2015 um 3,1% und in 2016 um 2,8% expandieren können.

Die günstigen Aussichten sind in erster Linie auf zwei Faktoren zurückzuführen. Entscheidend ist zum einen die Reformagenda auf dem Arbeitsmarkt und im Finanzsektor. Die mutigen Strukturereformen der spanischen Regierung führen dazu, dass die spanische Wirtschaft große Fortschritte bei der Überwindung der makroökonomischen und finanziellen Ungleichgewichte macht. Getragen von einem zurückkehrenden Unternehmens- und Verbrauchervertrauen, günstigeren Finanzierungsbedingungen und einer steigenden Wettbewerbsfähigkeit ist die spanische Binnennachfrage angesprungen. Der private Verbrauch und die Unternehmensinvestitionen haben sich zur Wachstumsstütze entwickelt und werden im laufenden Jahr die wesentlichen Treiber der wirtschaftlichen Entwicklung sein.

Zudem sollte die spanische Wirtschaft Auftrieb durch die günstige Konstellation außenwirtschaftlicher Rahmenbedingungen erhalten, die in ihrer Wirkungskraft jedoch eher kurz- bis mittelfristiger Natur sind und deren Einfluss mit fortschreitender Zeit nachlassen werden. Das niedrige Niveau der Energiepreise führt zu einer erheblichen Entlastung der Energiebudgets des privaten Sektors, was entsprechend positiv auf die Konsum- bzw. Investitionstätigkeit ausstrahlen sollte. Gleichzeitig wird sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen infolge der Euroabwertung weiter verbessern, was der spanischen Exportwirtschaft zunehmend Antrieb verleihen dürfte. Schließlich wird die wirtschaftliche Entwicklung Spaniens wesentlich durch das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten der EZB gefördert.

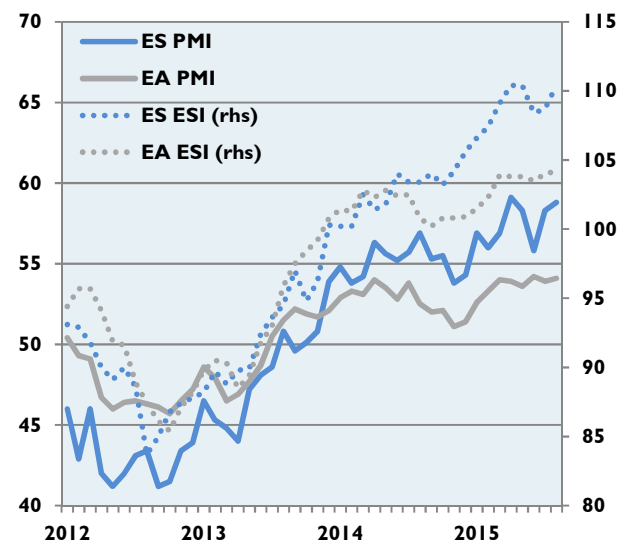
Die Frühindikatoren sprechen dafür, dass sich die spanische Volkswirtschaft im Jahr 2015 dynamisch entwickeln wird und die konjunkturelle Erholung an Kraft gewinnen sollte. So nahmen am aktuellen Rand sowohl der European Sentiment Index der EU Kommission (ESI) als auch der Einkaufsmanagerindex (PMI) zu (siehe Abb. 13). Seit Jahresbeginn ist der Composite PMI für Spanien von 56,9 Punkten im Januar auf 58,8 Punkte im August gestiegen und deutet darauf hin, dass mit einem spürbaren Zuwachs des BIP zu rechnen sein sollte. Grundsätzlich signalisieren PMI-Werte oberhalb des Schwellenwerts von 50 Punkten ein positives Wachstum. Der PMI im Euroraum konnte im gleichen Zeitraum von 52,6 auf nur 54,3 Punkte zulegen.

Die Entwicklung des ESI, in dem die Stimmungswerte des Produzierenden Gewerbes, der Dienstleister und der Konsumenten zusammengefasst werden, stimmt ebenfalls optimistisch. Der spanische ESI stieg binnen Jahresfrist kräftig um 7,0 Zähler auf nunmehr 110,4

Punkte. Damit liegt der Index deutlich über dem Niveau des ESI für den Euroraum, der im August bei 104,2 Punkten notierte, verglichen mit 100,8 Punkten im August 2014.

Abb. 13: Frühindikatoren für die spanische und europäische Wirtschaft

PMI (50=Wachstumsschwellenwert); Economic Sentiment Indicator (langfristiger Durchschnitt [1990-2014] = 100)



Quelle: Markit, EU Kommission, Creditreform Rating

Ungeachtet dieser positiven Aussichten besteht wesentliches Störpotenzial für die konjunkturellen Perspektiven in Form fortbestehender struktureller und neu auftretender politischer Risiken. Die maßgeblichen Abwärtsrisiken stellen die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit sowie die hohe Verschuldung der privaten Haushalte und der Unternehmen dar. Insbesondere im Hinblick auf den spanischen Arbeitsmarkt könnten sich weitere Reformen als wachstumsfördernd erweisen. Unterdessen würden Fortschritte beim Schuldenabbau dem privaten Konsum und den Unternehmensinvestitionen zusätzliche Impulse verleihen.

Eine hervorgehobene Bedeutung für die spanischen Wachstumsperspektiven kommt in diesem Zusammenhang den politischen Risiken in

Spanien zu. Aktuell verfügen die etablierten Parteien über eine komfortable Mehrheit und die Regierung ist weitestgehend stabil. Politische Umwälzungen im Zuge der im Herbst anstehenden Parlamentswahlen könnten Konsequenzen bezüglich notwendiger Reformen haben. Eine Abkehr vom eingeschlagenen Reformkurs würde das spanische Wirtschaftswachstum spürbar belasten. Eine Umkehr könnte dramatische Wachstumseinbußen nach sich ziehen.

Schließlich könnte eine schwächere Erholung im Euroraum dämpfende Effekte auf den Außenhandel haben – mit negativen Rückwirkungen für die Industrie und vor allem die Investitionen der spanischen Unternehmen, die dann trotz rückläufiger Verschuldung und günstigerer Finanzierungsbedingungen ihre Investitionen in die Zukunft verschieben werden.

Stärken und Schwächen der spanischen Wirtschaftsentwicklung

+	Kräftige Ausweitung der Binnennachfrage
+	Bodenbildung am Immobilienmarkt
+	Günstigere Finanzierungsbedingungen
+	Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit
-	Anhaltend hohe Arbeitslosigkeit
-	Hohe private und öffentliche Verschuldung
-	Nach wie vor hoher Anteil notleidender Kredite

Über uns

Die Creditreform Rating AG ist als europäische Ratingagentur von der ESMA registriert. Wir sind Spezialisten für die Einschätzung von Kreditrisiken und bieten Dienstleistungen für Kapital- und Kreditgeber in Form von Ratings und Kreditservices. Creditreform Rating erstellt Ratings weltweit, die von Investoren in Europa im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen und zu regulatorischen Zwecken genutzt werden. Ratings von Unternehmen sowie strukturierten und besicherten Finanzierungen in Spanien sind für uns von besonderer Bedeutung. Zudem nutzen Banken sowie Finanzunternehmen unsere Outsourcing-Lösungen für Kreditprozesse und stützen sich auf die Analyseergebnisse unserer Risikomanagement-Tools. Creditreform Rating ist Gesellschafter European DataWarehouse GmbH und beurteilt strukturierte Finanzierungen in allen relevanten Bereichen. Kreditfonds in den Assetklassen Corporates, Immobilien und Infrastruktur sind Gegenstand unserer Ratings für institutionelle Investoren.