

### Das spanische Wunder

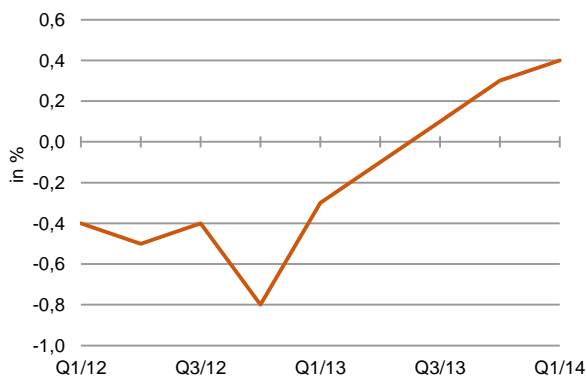
Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Die Sozialproduktzahlen Spaniens für das erste Quartal zeigen eine Dynamik, die von wenigen für möglich gehalten wurde.**
- **Viele Faktoren haben dazu beigetragen. Das wichtigste war die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.**
- **Spanische Aktien sind schon stark gestiegen. Die Rallye ist aber noch nicht zu Ende.**

Die Nachricht, die mich in der vorigen Woche am meisten überraschte, war die Bekanntgabe der Zahlen für das spanische Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal. Es ist preisbereinigt um 0,4 Prozent gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Das ist das vierte Wachstumsplus in diesem Land nacheinander. Die Expansion war in den ersten drei Monaten so hoch wie seit 2010 nicht mehr. Die Grafik zeigt den bemerkenswerten Umschwung seit Anfang 2013.

#### Wachstumsdynamik in Spanien

Reales BIP in % ggü. Vorquartal



Quelle: Eurostat

Das ist ein großer Erfolg für Spanien. Das Land hat es nach vielen Entbehrungen endlich geschafft, die Rezession hinter sich zu lassen. Wenn sich die Dynamik so fortsetzen sollte, dann werden die bisherigen Wachstumsprognosen (1 % im Jahr 2014, 1,7 % im Jahr 2015 laut EU-Kommission) deutlich überschritten. Es ist nicht auszuschließen, dass Spanien in diesem Jahr so schnell wächst wie Deutschland.

Es ist aber auch ein Erfolg für den Euroraum insgesamt. Es bestätigt die Verbesserungen, die schon seit einiger Zeit erkennbar sind. Die Target-Salden, die ein guter Indikator für die Lage im Euroraum sind, sind in den letzten zwei Jahren um EUR 180 Mrd. zurückgegangen. Entsprechend sind Forderungen der Bundesbank an die anderen Mitglieder der Gemeinschaft zurückgezahlt worden.

Die spanischen Wachstumszahlen sind vielleicht ein noch wichtigerer Indikator als die Rückkehr Griechenlands und Portugals an die internationalen Finanzmärkte. Denn hier handelt es sich nicht um eine Verbesserung der Stimmung der Investoren (die von einem Tag auf den anderen umschlagen kann). Hier geht es um Hard Facts der Realwirtschaft. Was produziert wurde, kann nicht mehr wegdiskutiert werden.

Natürlich darf man nicht übertreiben. Die Krise ist noch nicht zu Ende. Das spanische Bruttoinlandsprodukt liegt preisbereinigt deutlich unter dem Vorkrisenniveau. Die Arbeitslosigkeit ist sehr hoch.

Drei Lehren kann man aus den spanischen Erfahrungen ziehen. Erstens braucht es – vor allem in dem gegenwärtig guten weltwirtschaftlichen Umfeld – keine spezifischen Wachstumsprogramme, um aus der Krise herauszukommen. Das Wachstum in Spanien resultiert allein aus Marktkräften. Es kommt vom Export und – zögernd noch – von der Binnennachfrage. Auch die Zinsen waren in Spanien nicht niedriger als in anderen Mitgliedsländern. Dabei hatte Spanien eine Hypothek, die die anderen nicht in dem Maße hatten: Es musste eine Immobilien- und Bankenkrise bewältigen, die größer war als in anderen Staaten.

Zweitens: Von all den Maßnahmen, die von den Schuldnerländern gefordert wurden, ist das Wichtigste die Reform der Arbeitsmärkte und damit zusammenhängend die Verringerung der Lohnstückkosten. Sie sind in Spanien seit Anfang 2010 um über 15 % gesunken. Das hat die Wettbewerbsfähigkeit des Landes verbessert. Wichtig war auch, dass sich das Klima in den Unternehmen und bei den Beschäftigten geändert hat. Immer wieder hört man jetzt auch von deutschen Unternehmen, dass sie Produktionsverlagerungen nach Spanien erwägen, weil die Arbeitsbedingungen dort besser sind.

Drittens: Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, die immer wieder eingefordert wird, ist wichtig für die Glaubwürdigkeit der Regierung gegenüber den Partnern





und den internationalen Gläubigern. Für die Verbesserung der Realwirtschaft spielt sie nicht eine so große Rolle. Spanien hinkt hier gegenüber den Vorgaben noch weit zurück. Sein Budgetdefizit liegt noch bei 7 % des BIP. Das ist insofern bemerkenswert, als Spanien in den ersten zehn Jahren des Euro immer als finanzpolitischer Musterknabe galt.

Aus meiner Sicht kann man die Erfahrungen Spaniens auch auf andere Länder im Euroraum übertragen. Gegenüber Griechenland und Portugal hat Spanien freilich den Vorteil, dass es über eine gute industrielle Basis verfügt. Verbesserungen bei der Wettbewerbsfähigkeit übertragen sich daher schneller in Exporterfolge. In Griechenland und Portugal wird das länger dauern.

Frankreich und Italien, die bisher noch keine Reform- und Anpassungsmaßnahmen ergriffen haben, können von Spanien Hoffnung schöpfen. Wenn sie die Lohnstückkosten verringern und die Arbeits- und Gütermärkte reformieren, wird es nicht lange dauern, bis sich der Erfolg einstellt. Aber sie müssen etwas tun. Das Ende der Krise gibt es nicht umsonst.

Die spanischen Erfahrungen haben aber auch für Deutschland Bedeutung. Bei Reformen herrscht in der Bundesrepublik derzeit Stillstand. Das kann sich das Land leisten, weil es derzeit so gut dasteht. Reformen sind aber eine Investition in die Zukunft. Wenn Deutschland seine Position in den kommenden Jahren halten will, darf es sich nicht nur auf dem Erreichten ausruhen. Sonst könnte es eines Tages sein, dass Spanien das "neue" Deutschland ist.

### Für den Anleger

Am Madrider Aktienmarkt ist die Verbesserung schon seit einiger Zeit sichtbar. Seit Mitte 2012 ist der IBEX um rund 70 % gestiegen. Analysten haben nicht ganz unrecht, wenn sie die Bewertung aufgrund der aktuellen Kurse schon für hoch halten. Andererseits befindet sich Spanien fundamental gesehen erst in der ersten Phase der Verbesserung. Da ist noch ein weiter Weg zu gehen. Wenn der Index nur das Niveau von vor der Krise erreichen sollte (der DAX liegt 20 % darüber), dann müssten die Kurse in Madrid noch einmal um über 50 % zulegen.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

#### Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.