

# Spanien vor Finanzkrise

Von Prof. Dr. Christian Kreiß, Hochschule Aalen

Erschienen in WiSt Wirtschaftswissenschaftliches Studium Heft 1 Januar 2009, Verlage C.H.Beck und Vahlen München und Frankfurt/M., S.45-48

**Fazit:** Die Zugehörigkeit zum Euro brachte Spanien in den letzten 15 Jahren dramatisch sinkende, historisch niedrige Zinsen sowie durch wegfallende Währungsrisiken innerhalb des Euroraumes geschichtlich einmalig **hohe Kapitalzuflüsse**. Die durch die Euro- Zugehörigkeit herbeigeführte ausländische Kreditflut bewirkte eine deutlich stärkere Immobilienblase als in den USA und trug die spanische Volkswirtschaft über das Maß hinaus, das sie aus eigener Kraft vermocht hätte.

Die überfällige Korrektur am spanischen Immobilienmarkt und der damit ausgelöste Wirtschaftsabschwung werden noch weiter dadurch verschärft, dass Spanien wegen der Zugehörigkeit zum Euro- Block keine Möglichkeit hat, über Zinssenkungen und Schwächung der Landeswährung, wie es die USA bis vor kurzem praktizierten, der Wucht des Abschwungs geldpolitisch gegenzusteuern.

Angesichts einer schmerzhaften und langwierigen Anpassungskrise mit schrumpfender Wirtschaft und hoher Arbeitslosigkeit könnten spanische Politiker daher versucht sein, einen weniger schmerzhaften Weg zu gehen: den **Austritt aus dem Euro** und die **Wiedereinführung der Peseta**. Dies würde kurzfristig die wirtschaftlichen Probleme erheblich abmildern. Die spanische Notenbank könnte die Zinsen auf das einer Rezession oder Depression angemessene niedrige Niveau senken und damit einerseits die Investitionen im Inland ankurbeln und andererseits über eine Währungsschwächung die Exporte fördern sowie Importe durch heimische Produktion ersetzen.

Die negativen Auswirkungen der sich abzeichnenden spanischen Wirtschafts- und Finanzkrise könnten aufgrund der starken finanziellen und ökonomischen Verflechtungen Spaniens mit dem Euro- Raum und Deutschland für uns noch gravierender sein als die Auswirkungen der US- Immobilienkrise.

## **Teil I: Ursachen und Hintergründe des spanischen Immobilien- und Wirtschaftsbooms**

Wie ist es ökonomisch zu erklären, dass ein Land mit einem BIP von etwa €1.000 Mrd. und einer Bevölkerung von knapp 45 Millionen in jüngster Zeit mehr Wohnungen baute als die drei Länder Deutschland, Frankreich und Italien bzw. Großbritannien zusammen (*Bergheim 2007, S.10*), die gemeinsam eine Wirtschaftskraft haben, die etwa 6 Mal so groß ist wie diejenige Spaniens und einer Bevölkerung, die gemeinsam mehr als 4 Mal so hoch ist wie diejenige Spaniens? Wie konnte es zu solch - bei Betrachtung mit gesundem Menschenverstand - **völlig unhaltbaren Zuständen** kommen?

### **„Perverse Incentives“, „disaster myopia“ und der leverage- Effekt**

In einer sehr erhellenden Untersuchung über Immobilienblasen und Bankenrisiken sprechen R. Herring und S. Wachter von immer wieder auftretenden „perverse incentives“, perversen Anreizen, die zielsicher zu Immobilienblasen führen (*Herring/Wachter, 1999, S.23f.*). Durch "disaster myopia", Katasrophen- Kurzsichtigkeit wird der Bereinigungsprozess unnötig weit in die Zukunft geschoben, weil niemand gerne der Wahrheit in die Augen schaut; im Falle

Spaniens der Wahrheit, dass so viele Wohnungen zu bauen wie Deutschland, Frankreich und Großbritannien zusammen einfach ökonomischer Unsinn ist. Der Grundgedanke der "perverse incentives" ist ebenso einfach wie einleuchtend: Ein Investor kauft mit hohem Fremdkapital-Einsatz eine Immobilie. Wenn die Preissteigerung der Immobilie höher ist als der Zins, der an die Bank gezahlt werden muss, erzielt er über den positiven **leverage- Effekt** hohe Gewinne auf sein Eigenkapital.

Angenommen, ein Investor nimmt heute einen Kredit von €75.000 zu einem Zinssatz von 4% pro Jahr auf und kauft damit (unter Einsatz von €25.000 Eigenkapital) eine Wohnung im Wert von €100.000. Wenn binnen Jahresfrist der Wert der Wohnung auf €110.000 steigt und der Investor die Wohnung verkauft (unter Vernachlässigung der Transaktionskosten), so hat er sein eingesetztes Kapital von €25.000 auf €31.000 bzw. um 24% erhöht. (€110.000 Verkaufspreis abzüglich €75.000 Schuldentilgung abzüglich €4.000 Zinsen = €31.000).

Zur Verdeutlichung: Bei 100%iger Fremdfinanzierung stellt sich die Rechnung wie folgt dar: Angenommen, ein Investor kauft 100 Wohnungen zu jeweils €100.000, also für insgesamt €10 Mio. und die Bank würde ihm das komplette Kapital leihen. Falls er im Folgejahr den kompletten Kredit über €10 Mio. zuzüglich 4% Zinsen zurückzahlt, also €10,4 Mio., dann muss er der Bank hierfür nicht 100 Wohnungen zurückgeben, sondern nur etwa 94 (€10,4 Mio. Tilgung plus Zinsen geteilt durch €110.000 Durchschnittspreis der Wohnungen = 94,5), knapp sechs Wohnungen bekommt er von der Bank **geschenkt**. Der Realzins für Immobilienkredite beträgt in diesem Rechenbeispiel fast -6%. **Negativer Realzins** bedeutet, dass die Bank dem Investor Zinsen zahlt für einen Kredit, statt der Investor der Bank. Wer Schulden aufnimmt, um Immobilien zu kaufen, gewinnt. Wer hingegen zu 4% sein Kapital spart, um im nächsten Jahr eine Wohnung zu kaufen, verliert: Ein Jahr später kostet die Immobilie 10% mehr, das Kapital ist aber nur um 4% gestiegen. Bei Vorliegen solcher **perversen Anreizstrukturen** gewinnen die Schuldner und verlieren die Sparer und die Nachfrage nach Immobilien und damit deren Preis wird künstlich angeheizt.

Genau eine solche Anreizstruktur lag über ein Jahrzehnt in Spanien vor. Die Immobilienpreise in Spanien stiegen von 1997 bis 2005 um 12% pro Jahr bzw. von einem Preisniveau von 100 1996 auf 289 Ende 2006, also beinahe eine **Verdreifachung** binnen 10 Jahren, während die Preise für Wohneigentum in den Ländern des Euro- Währungsgebietes insgesamt im gleichen Zeitraum um lediglich 75% stiegen (*EZB Monatsbericht Juli 2008, S.47*). Zum Vergleich: in den USA stiegen die Preise für Wohnimmobilien im gleichen Zeitraum um etwa 90%. Unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verzeichneten weltweit nur Irland mit etwa 220% und Großbritannien mit etwa 170% einen stärkeren Anstieg der Wohnimmobilienpreise als Spanien.

Gleichzeitig sanken die langfristigen Zinsen in Spanien von gut 14% Anfang der 1990er Jahre auf unter 5% ab 1999. Noch dramatischer sanken die Kurzfristzinsen im gleichen Zeitraum: von 14% auf teilweise nur noch 2%, also etwa auf ein Siebtel (*DB Research update 2008*). Da **über 90%** aller spanischen Baufinanzierungen auf Basis von **Kurzfristkrediten** getätigt werden (*Moec, 2007, S.2*) bedeutet dies, dass die Zinslast für spanische Immobilienerwerber seit Anfang der 1990er Jahre beinahe um sechs Siebtel gesunken ist.

### **Abnehmende Erschwinglichkeit von Immobilien für Normalverdiener**

Eine Folge der stark steigenden Immobilienpreise in Spanien in den letzten 12 Jahren ist die abnehmende Erschwinglichkeit für Durchschnittsverdiener. So waren 2006 die durchschnittlichen Häuserpreise in Spanien mit €248.630 etwa 13% höher als in Deutschland

(€220.000). Das durchschnittliche Brutto- Jahresgehalt lag in Deutschland 2006 (€34.622) dagegen um 64% höher als in Spanien mit €21.062. Häuser sind in Spanien, gemessen am durchschnittlichen Jahresgehalt also beinahe **doppelt so teuer wie in Deutschland**. Die für die Haus- Kredittilgung nötigen Arbeitsjahre belaufen sich nach Berechnungen der Börsen-Zeitung in Deutschland auf 6,4 Jahre, in Spanien dagegen auf 11,8 Jahre (*Börsen-Zeitung, 2007*). Zum Vergleich: in Frankreich bräuchte der Durchschnittsverdiener 8,7 Jahre, in Großbritannien 9,0 Jahre um seine Bankschulden abzubezahlen.

Wohnungen in Madrid und Barcelona kosten derzeit etwa 33% mehr als z.B. in Paris und über 40% mehr als Wohnungen in Deutschland, bei deutlich geringerer Pro-Kopf-Produktivität und entsprechend niedrigerem Pro-Kopf-Einkommen - ein **ökonomisch unhaltbarer Zustand**.

### **Steigende Verschuldung der spanischen Privathaushalte**

Eine Folge der gestiegenen Immobilienpreise, der historisch einmalig billigen Realzinsen und des im Überfluss vorhandenen Kreditangebotes ist der starke Anstieg der Verschuldung spanischer Privathaushalte auf eines der höchsten Niveaus der Erde. Zwischen 1995 und 2006 stieg die Verschuldung der spanischen Privathaushalte rasant um 160% von 50% auf gut 130% des verfügbaren Jahreseinkommens, in Deutschland stieg sie im selben Zeitraum lediglich um 10% (auf 100% des verfügbaren Jahreseinkommens), in den USA um 40% (auf 140% des Jahreseinkommens) und in Großbritannien um 60% (auf 160% des Jahreseinkommens) (*Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2007, S.27f.*). Wer finanzierte die starke Verschuldung? Zu einem beachtlichen Teil das Ausland:

### **Absturz der Leistungsbilanz und Einbruch der Wettbewerbsfähigkeit**

Spanien hatte 2007 in absoluten Werten mit €-107 Mrd. (*Instituto Nacional de Estadística, 2008, S.32*) hinter den USA (-857 Mrd. USD) das **zweitgrößte Leistungsbilanzdefizit der Erde**. Das entspricht über 10% des Sozialproduktes von 2007. Unter den 16 fortgeschrittenen Volkswirtschaften der Erde wies Spanien im Zeitraum von 1997 bis 2005 die stärkste Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos - um beinahe 8 Prozentpunkte vom BIP - aus, damit war der Anstieg des Leistungsbilanzdefizits stärker als der der USA um knapp 5 Prozentpunkte vom BIP. Allein zwischen 1999 und 2006 verschlechterte sich der Leistungsbilanzsaldo Spaniens von -3% des BIP auf etwa -9% des BIP. 2007 wuchs das Defizit gegenüber dem Vorjahr um über 23% bzw. € 20 Mrd. Die Netto-Auslandsverschuldung Spaniens stieg von 1999 bis 2005 von fast 30% des BIP auf knapp 50% des BIP. Der spanische Boom der letzten Jahre ist zum guten Teil auf Pump - aus dem Ausland - finanziert worden. Aus eigener Kraft des Landes wäre ein solch starker Anstieg kaum möglich gewesen.

Die **preisliche Wettbewerbsfähigkeit** Spaniens, gemessen an den Lohnstückkosten im Unternehmenssektor, sank seit der Einführung des Euros um etwa 13% (*Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2007, S.44*). Der **Exportmarktanteil** Spaniens an allen Exporten des Euro- Blocks sank daher von 1999 bis 2007 um gut 10 Prozentpunkte, während der Marktanteil Deutschlands sich im selben Zeitraum um etwa 9 Prozentpunkte erhöhte.

### **Die Rolle des Euros: der Trend- Verstärker**

Die oben angeführten dramatischen Nominalzinssenkungen Spaniens - die Langfristzinsen sanken um beinahe zwei Drittel seit Anfang der 1990er Jahre, die Kurzfristzinsen sanken seit Anfang 1990 gar auf etwa ein Siebtel - sind zum großen Teil das Ergebnis der spanischen

Mitgliedschaft im Euro-Block. Diese historisch nie da gewesene Kapitalverbilligung, gepaart mit innerhalb des Euroraumes wegfallenden Währungsrisiken bescherte Spanien einen nie da gewesenen Kapitalzufluss aus dem Ausland. Der **Euro-induzierte enorme Kapitalzufluss** schürte den Immobilienboom und den allgemeinen Wirtschaftsboom in Spanien weit über das Maß hinaus an, das die spanische Volkswirtschaft aus eigener Kraft vermocht hätte.

Bei eigener Zins- und Währungshoheit würden die Auswirkungen solch hoher ausländischer Kapitalzuflüsse auf das Wirtschaftswachstum über steigende Inlandszinsen und Währungsaufwertung abgemildert. Die Notenbank würde in Boomzeiten die Zinsen anheben. Dadurch würde zum einen im Inland etwas weniger investiert und damit das Wirtschaftswachstum gedämpft. Zum anderen würde dadurch die Landeswährung aufgewertet, was über Erschwerung von Exporten bzw. Verbilligung von Importen ebenfalls das Wirtschaftswachstum dämpfen würde.

Im Falle Spaniens erfolgte aufgrund der Euro-Zugehörigkeit weder eine autonome Zinsanhebung noch eine Währungsaufwertung, so dass die ausländischen Kapitalzuflüsse und niedrigen Zinsen ungemildert, **mit voller Wucht** die Wirtschaft erfassten. Dadurch wurde die spanische Volkswirtschaft deutlich über ihr aus eigener Kraft erreichbares Wirtschaftsniveau hinauskatapultiert.

## **Teil II: Auswirkungen und Bereinigung: Wie geht es weiter?**

Spätestens seit der größten Insolvenz der spanischen Wirtschaftsgeschichte, der Immobiliengesellschaft Martinsa-Fadesa Mitte Juli 2008 ist trotz grassierender Katastrophen-Kurzsichtigkeit vielen Beteiligten klar geworden, dass der Immobilienboom und damit vermutlich auch das Wirtschaftswachstum in Spanien in dieser Form nicht weitergehen kann. Der spanische Ökonom Montalvo spricht von "krankhaftem, unkontrollierten Wachstum - **Immobilientumor**" (*Die Welt*, 3.4.2008). Die wichtigen Indikatoren Erschwinglichkeit von Wohnungen und Verschuldungsgrad der spanischen Privathaushalte signalisieren, dass der spanische Immobilienmarkt überspannt ist. Wie geht es weiter?

## **Bedeutung der spanischen Baubranche für das BIP**

Spanien hat eine hypertrophe Baubranche. Von 2000 bis 2006 stieg in Spanien der Anteil der Wertschöpfung im Baugewerbe von 8% der nationalen Wertschöpfung auf 12,1%. Zum Vergleich: in Deutschland sank der Anteil der Wertschöpfung des Baugewerbes im selben Zeitraum von etwas über 5% auf knapp 4%, im gesamten Euroraum stieg er von etwa 5,5% auf gut 6%. Die spanische Baubranche hat mithin eine doppelt so hohe Bedeutung wie im Durchschnitt des gesamten Euro-Raumes und eine dreimal so starke Bedeutung wie in Deutschland. (*Standard&Poor's*, 2007, S.3) Die Baubranche trug in den vergangenen fünf Jahren direkt und indirekt 30% zum Wachstum des spanischen Sozialprodukts bei. (*Fira de Barcelona*, 2007, S.6) Auch die Bedeutung der Immobilienbranche für die gesamte Investitionsbranche ist in Spanien ungewöhnlich hoch: In Spanien entfielen 2006 auf das Baugewerbe 18% aller Bruttoanlageinvestitionen, im gesamten Euro-Raum lediglich 12% und in Deutschland gar nur 9%. (*EZB Monatsbericht Juli 2007*, S.53)

## **Entwicklung in den USA bis Sommer 2008**

Der Verkauf neuer Wohnungen in den USA ist bis zum Frühjahr 2008 gegenüber dem Höhepunkt im Juli 2005 von 1,4 Mio. um 63% gesunken. (*Wall Street Journal* 6.5.2008, *The Housing Crisis is Over*) Die US-Hauspreise lagen im Mai 2008 um 16% unter dem

Vorjahreswert und um 23% unter ihrem Höhepunkt von Juli 2006. Der Beitrag des Wohnungsbau zum BIP fiel bis April 2008 auf ein 15- Jahres- Tief von 3,8%. Im vierten Quartal 2008 soll er laut Wall Street Journal den niedrigsten Anteil aller Zeiten erreichen. (WSJ 6.5.2008) Hausbaubeginne sind um mehr als 50% gefallen gegenüber dem Höhepunkt und sind, bereinigt um das Bevölkerungswachstum, auf das Niveau von 1982 zurückgefallen.

Die Erschwinglichkeit von Immobilien in den USA verschlechterte sich im Zuge der Immobilienhaussse stark - während der 1990er und Anfang der 2000er Jahre mussten 19% des durchschnittlichen Monatseinkommens aufgewendet werden, um ein Immobiliendarlehen eines gekauften Durchschnittshauses zu bedienen, 2005 und 2006 absorbierte es 25% des Monatseinkommens. Für Erstkäufer stieg dieser Anteil im selben Zeitraum gar von 29% auf 37%. "That just proved to be too much." (WSJ 6.5.2008) Im April 2008 mussten aufgrund mittlerweile wieder gesunkener Hauspreise und leicht gestiegener Einkommen 19% des Durchschnittseinkommens bei Durchschnittskäufen ausgegeben werden und 31% bei Erstkäufen.

Die US- Wirtschaft konnte in den ersten beiden Jahren des Immobilienabschwungs eine Rezession nur vermeiden, weil die Notenbank die Zinsen aggressiv auf 2% senkte und auf Grund des schwachen Dollars die amerikanischen Exporte stark stiegen bzw. die Importe sich deutlich verteuerten. Das für das 2. Quartal 2008 zunächst auf 1,9% geschätzte reale Wirtschaftswachstum der USA war nur möglich, weil die Außenwirtschaft 2,4 Prozentpunkte Wirtschaftswachstum beisteuerte. Ohne den positiven Beitrag der Außenwirtschaft wäre demnach die US- Wirtschaft im 2. Quartal 2008 um 0,5% geschrumpft. (WSJ 1.8.2008)

### **Möglicher Ablauf der Bereinigung in Spanien**

Bei einem Vergleich mit der Entwicklung in den USA bis Sommer 2008 muss man folgende Punkte berücksichtigen.

1. Die spanischen Immobilienpreise stiegen in den letzten zehn Jahren deutlich stärker als in den USA, entsprechend müsste auch die Immobilien- Bereinigung stärker ausfallen als in den USA. Also kann man mit einem mengenmäßiger Baurückgang von über 60% gegenüber dem Höhepunkt 2006 und einem Preisrückgang von mindestens 30% gegenüber dem aktuellen Preisniveau rechnen.
2. Die spanische Bauindustrie hat sowohl gegenüber den USA wie auch im internationalen Vergleich einen deutlich überproportionalen Anteil an der Wertschöpfung der spanischen Wirtschaft. Daher dürfte die spanische Gesamtwirtschaft unter der Bereinigung der Immobilien- Blase deutlich stärker leiden als die US- Wirtschaft.
3. Der spanische Immobilienboom wurde in noch stärkerem Maße als in den USA über Kredite aus dem Ausland finanziert, das spanische Leistungsbilanzdefizit ist im Verhältnis zum Sozialprodukt fast doppelt so hoch wie das US- amerikanische. In dem Moment, wo ausländische Gläubiger weniger Kredite an spanische Schuldner geben wollen, dürfte sich der spanische Immobilien- und Wirtschaftsabschwung verstärken.
4. Die US- Notenbank stimuliert über eine Niedrigzinspolitik massiv die amerikanische Wirtschaft. Dieser Weg ist Spanien auf Grund seiner Zugehörigkeit zum Euro- Block nicht möglich.
5. Der schwache US- Dollar fördert seit mehreren Jahren massiv die US- Exporte und ersetzt zunehmend Importe durch Inlandsproduktion. Diese Wechselkursentwicklung trägt zur Bereinigung des hohen US- Leistungsbilanzdefizits bei und bewahrte die US- Wirtschaft bis Sommer 2008 vor einer Rezession. Spanien kann auf Grund seiner Zugehörigkeit zum Euro die Landeswährung nicht abwerten.

Aufgrund dieser Punkte ist damit zu rechnen, dass Spaniens Immobilienbranche vor einer "**harten Landung**" steht. (*PriceWaterhouseCoopers, 2008, S.6*) Da die Baubranche ein großes Gewicht in der Gesamtwirtschaft Spaniens hat, wird dies die gesamte Wirtschaft in eine starke Rezession stürzen. Die abzusehenden Immobilienpreisrückgänge sowie die sich abzeichnende Rezession dürften bei den spanischen Banken analog der Situation in Japan in den 1990er Jahren zu deutlichen Kreditausfällen führen. Wie in Japan kann man mit Kreditrestriktionen rechnen, die den Wirtschaftsabschwung weiter verstärken.

Wenn die ausländischen Kreditgeber nicht mehr bereit sind, im bisherigen Umfang Kredite nach Spanien zu pumpen, droht eine **reale Anpassungskrise**. Da ein Ausgleich der stark defizitären spanischen Leistungsbilanz von über 10% des BIP nicht mehr - wie in der Vergangenheit in Europa üblich - über eine Währungsabwertung möglich ist, bleibt nur mehr ein schmerzhafter realer Angleichungsprozess, das heißt steigende Arbeitslosigkeit und lang anhaltende Rezession, wenn nicht gar Depression, um den um 10% überhöhten Inlandsverbrauch über Lohnzurückhaltung, inländische Kaufzurückhaltung und Produktivitätssteigerungen abzusenken.

Angesichts einer starken Rezession und hoher Arbeitslosigkeit könnten spanische Politiker versucht sein, einen weniger schmerzhaften Weg zu wählen: den **Austritt aus dem Euro** und die **Wiedereinführung der Peseta**. Die Wiedereinführung der Peseta würde es der spanischen Notenbank ermöglichen, die kurzfristigen Zinsen auf das einer Rezession oder Depression angemessene niedrige Niveau zu senken sowie die Landeswährung abzuwerten, um die Leistungsbilanz auszugleichen ohne durch eine langjährige Anpassungskrise zu gehen.

Falls Spanien aus dem Euro austritt, könnte dies weitere Kreise ziehen und auch für andere Länder mit Wirtschaftsproblemen zu derartigen Überlegungen führen. Da Spaniens Wirtschaftskraft nur einen Bruchteil derjenigen der USA beträgt, werden die internationalen Auswirkungen der Spanienkrise sehr viel geringer sein als diejenigen der US-Immobilienkrise. Aber die Auswirkungen auf Spanien selbst, den Euroraum und Deutschland könnten stärker ausfallen als die Auswirkungen der US-Immobilienkrise. (Stand September 2008)

### **Literaturverzeichnis**

- Bank of America, Gilles Moec, Macroeconomic Vulnerability Score Card in Europe, 9.10.2007
- Börsen-Zeitung (BöZ) 11.10.2007, Nervosität vor Preiskorrektur in Spanien
- Deutsche Bank Research:
  - Bergheim, Stefan, 11.9.2007, Spanien 2020 - die Erfolgsgeschichte geht weiter
  - Key economic indicators: Spain, update 15.5.2008
- Deutsche Bundesbank, diverse Monatsberichte
- Die Welt, 3.4.2008, Spanien steht kurz vor Immobilien-Crash
- Europäische Zentralbank (EZB), diverse Monatsberichte
- Fira de Barcelona, Departamento de Estudios, El sector de la construcción en Espana y en Cataluna, Mayo 2007
- Herring, Richard J. und Wachter, Susan, Real Estate Booms and Banking Busts: an International Perspective, University of Pennsylvania, the Wharton School, Publication Nr. 99-27, (1999)
- Instituto Nacional de Estadística, Espana en cifras, diverse Jahrgänge
- PriceWaterhouseCoopers, Urban Land Institute, Emerging Trends in Real Estate Europe 2008, Februar 2008

- Standard&Poor's, A Sharp Construction Sector Retrenchment would Hit Ireland and Spain Hard, 19.10.2007
- Wall Street Journal online (WSJ), diverse Ausgaben

**Geschrieben Dezember 2007**