



Aktueller Kommentar



Estland: Der nächste EWU-Kandidat hat eine faire Bewertung verdient

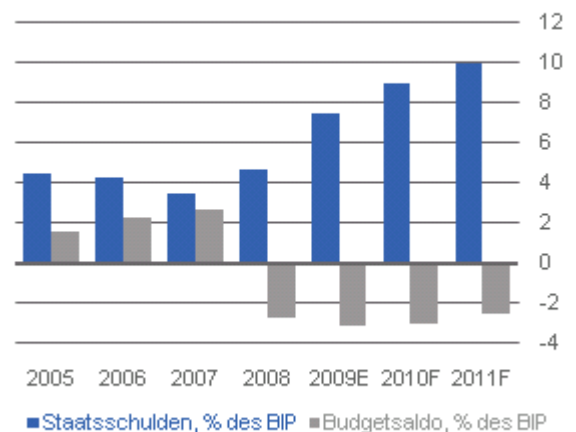
22. Februar 2010

Eine Erweiterung der Eurozone naht. Weit vor allen anderen Kandidaten hat Estland gute Karten, das 17. Land im Euroclub zu werden. Die Frage ist nur, ob schon 2011.

Jeder Eurokandidat muss die Maastrichtkriterien erfüllen. Ein Budgetdefizit unter 3% des BIP und ein Schuldenstand unter 60% des BIP müssen einhergehen mit Preisstabilität, zwei reibungslosen Jahren im Wechselkursmechanismus II sowie einem langfristigen Nominalzins, der maximal zwei Prozentpunkte über dem Schnitt der drei preisstabilsten EU-Länder liegt. Neben diesen notwendigen numerischen Kriterien gibt es hinreichende qualitative Aspekte, die die langfristige reale Konvergenz, externe Tragfähigkeit und internationale Wettbewerbsfähigkeit im Auge haben (z.B. Stand und Entwicklung der Leistungsbilanz, der Lohnstückkosten und anderer Preisindizes).

Für Estlands Notenbank ist gemäß einem im Dezember erschienenen Report klar: Alle Voraussetzungen für einen EWU-Beitritt zum Jahreswechsel 2010/2011 sind erfüllt. Nicht alle externen Beobachter teilen diesen Optimismus. Estland erlebte in den Jahren 2008 und 2009 eine der tiefsten Rezessionen weltweit. Diesen tiefen Fall hat die Regierung zugelassen, um binnen- und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte abzubauen, die der Euroeinführung im Wege stehen könnten. Die harte Schrumpfung hat Zweifel an der Nachhaltigkeit der Konvergenz genährt. Umfangreiche Konjunkturprogramme wurden indes keine aufgelegt. Sie hätten das Erreichen der 3%-Defizitgrenze gefährdet. Zusätzlich zum Sparkurs wurden besondere Anstrengungen unternommen, um bei den noch ausstehenden 2009er Defizitzahlen unter 3% zu bleiben. So erhöhte die Notenbank ihre Gewinnausschüttung und staatsnahe Firmen schütteten Rekorddividenden aus. Obwohl juristisch unproblematisch, könnte das dem externen Beobachter griechisch vorkommen. Geschuldet sind diese Maßnahmen der bisherigen Fixierung der Konvergenzprüfung auf Punktwerte.

Estland: Per se solide Staatsfinanzen ...



Quellen: Nationale Statistiken, DB Research

Ansonsten ist Estland eines der fiskalisch solidesten EU-Länder. Von 2002-07 wurden Budgetüberschüsse von 1,7% des BIP erzielt, man weist mit knapp 10% des BIP EU-weit die geringsten Staatschulden aus. Daher gibt es keinen Markt für langlaufende Staatsanleihen und das Zinskriterium der Euroreife ist formal nicht prüfbar. Daher ist nach gängiger Praxis eine breite Analyse der finanziellen Stabilität angezeigt; vermutete Stabilitätsrisiken können den Euro-Beitritt blockieren. Da letztere für Estland außerhalb der EWU wohl noch größer sind, wäre solch ein Präzedenzfall angesichts der global angespannten Finanzmarktlage und der Dominanz europäischer Auslandsbanken im estnischen Bankenmarkt weder angebracht noch zielführend. Vor allem hat Estland als eines der wenigen Länder Osteuropas versucht, den durch Auslandskapital genährten Kredit- und Immobilienboom regulatorisch zu begrenzen. Formsache hingegen ist angesichts des Currency Boards die Erfüllung des Wechselkurskriteriums.

Zum Präzedenzfall würde Estland auch bei der Bewertung der Preisstabilität: Das Land hat sich gesundgeschrumpft – Deflation war die Folge. Deflation ist aus Sicht der EZB zwar per se kein Ausschlusskriterium. Gleichwohl werden Länder mit Deflation als Ausreißer verstanden und nicht in die Messlatte der preisstabilsten Länder einbezogen.



Somit sind zwei Konstellationen denkbar:

1. Estland erfüllt alle in seinem Falle messbaren Maastricht Kriterien und wird 2011 Mitglied der Eurozone. Mögliche Unsicherheiten beim Zinskriterium bzw. der Finanzstabilitätsanalyse sind zwar nicht entscheidungsrelevant - das positive Gesamturteil könnte dann jedoch durch eine positive Bewertung der qualitativen Aspekte unterstützt werden.
2. Estland erfüllt eines der quantitativen Maastricht Kriterien nicht. Hier kommt an sich nur das Budgetkriterium nach nationaler und/oder europäischer Definition in Frage. Dann wird Estland nicht Mitglied der Eurozone. Durch eine positive Bewertung bei der qualitativen Analyse der Konvergenz wird dennoch ein klarer Ausblick gegeben, dass die Euroreife prinzipiell erfüllt ist und bei Erfüllung der Maastricht-Kriterien 2010 natürlich 2012 reibungslos möglich ist.

Estland ist ein Grenzfall. Kommission und EZB könnten sich bei der Bewertung der Euroreife gezwungen sehen, ihre Voten besonders zu begründen. Unsicherheiten beim Zinskriterium könnte mit einer Analyse der langfristigen qualitativen Aspekte der Konvergenz und Tragfähigkeit begegnet werden. In solch einem Analyserahmen wären die Zukunftsperspektiven Estlands tendenziell positiv. Vor allem haben Bevölkerung und Politik - im Gegensatz zu einigen EWU-Ländern - die Anpassungsmechanismen der EWU über die Faktormärkte schon internalisiert. Wegen der Festkursanbindung an den Euro hat das Land eine beachtliche interne Anpassung (v.a. Lohnkürzungen) hinter sich.

Andererseits mahnte die EZB jüngst die Unabhängigkeit der estnischen Statistikbehörde an. In ihrem Januar-Monatsbericht stellte sie zudem die Tragfähigkeit der Leistungsbilanz, ähnlich wie in Litauen, Lettland, Bulgarien und Rumänien, in Frage. Weiterhin gilt die estnische Krone noch als überbewertet.

Erfolgt ein EWU-Eintritt mit überbewertetem Wechselkurs, sind danach harte Reformen notwendig. Es kann durchaus angezweifelt werden, ob das bisherige Reformtempo nach einem raschen Eurobeitritt bestehen bleibt.

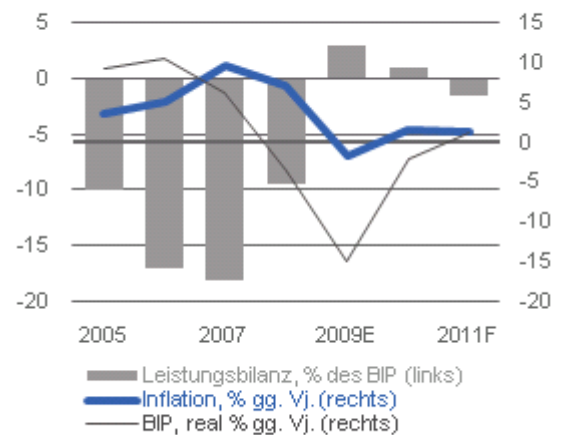
Einige weitere Argumente, allerdings ohne Maastricht-Relevanz, sprechen eher für einen raschen EWU-Beitritt. Spekulationen über die Lösung der Euro-Festkursbindung würden beendet. Das könnte sich positiv auf Risikoprämien, die Investitionsdynamik und die Stabilität des Finanzsystems auswirken. Fremdwährungs- und Zahlungsbilanzrisiken, die vorrangig europäische Banken tangieren, würden entschärft. Institutionell würde ein Beitritt Estlands als 17. Euroland auch für die EZB nichts ändern. Das Rotationsverfahren im EZB-Rat soll erst ab 18 Mitgliedern greifen.

Wie werden Kommission und EZB entscheiden? Es geht weniger um ein Ja oder Nein als um ein Wann. Es steht außer Frage, dass Estland bei Erfüllung aller messbaren Maastricht-Kriterien 2011 EWU-Mitglied wird. Wird ein Kriterium – wie das Defizitkriterium oder die Finanzmarktanalyse - knapp verfehlt, dürfen wir uns auf eine kontroverse Debatte mit guten Pro- und Contra-Argumenten vorbereiten.

Eine Debatte, in der auch überlegt werden könnte, ob es nicht an der Zeit ist, künftig differenziertere Entscheidungen zur EWU-Beitrittsreife von Ländern zu treffen, die die notwendigen Konvergenzkriterien auch die hinreichenden Tragfähigkeitsaspekte umfassen. Dies könnte auch zeigen, dass man aus zahlenfixierten (Fehl-)Entscheidungen früherer Beitritte und ihren Konsequenzen für die Stabilität des Euroraums Lehren gezogen hat. Egal ob das Land 2011 oder etwas später und in einer wahrscheinlich weniger strittigen Konstellation 17. EWU-Mitglied wird - Estland hat eine faire Bewertung verdient.

Die Aktuellen Kommentare im Audio-Format finden Sie [hier](#)...

... aber extreme makroökonomische Volatilität



Quellen: Nationale Statistiken, DB Research



Gunter Deuber (+49) 69 910-31718
Nicolaus Heinen (+49) 69 910-31713

...mehr zum Research-Bereich
Emerging Markets
...mehr zum Research-Bereich
Wirtschafts- und Europapolitik
Aktuelle Kommentare - Archiv

© Copyright 2010. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.