



As time goes by...

Gemischte Bilanz nach fünf Jahren EU-Osterweiterung

7. Mai 2009



Am 1. Mai 2004 fand die größte Erweiterungsrunde der EU statt: Acht mittel- und osteuropäische Länder (MOEL) sowie Malta und Zypern traten der EU bei. Die grundsätzlichen Erwartungen beider Seiten nach größerer politischer Stabilität und mehr Wachstumsdynamik haben sich weitgehend erfüllt.

Heute leidet die EU unter der fehlenden institutionellen Modernisierung seit ihrer größten Erweiterungsrunde, wachsenden Interessengegensätzen und einer unzureichenden Zukunftsausrichtung ihrer Politikfelder. Damit werden sich die Mitgliedsländer nach dem derzeitigen akuten Krisenmanagement befassen müssen.

Die Bilanz nach fünf Jahren wirtschaftlicher Integration der MOEL fällt deutlich positiver aus, als es die aktuelle Krisenstimmung vermuten lässt. Das Gros der MOEL und hier vor allem die großen und industrialisierten MOEL haben sich mit einer weltmarktfähigen Exportproduktpalette erfolgreich in die europäische Arbeitsteilung sowie den EU-Intrahandel integriert und sind wichtige Absatzmärkte für die EU-15-Länder.

Die Integrationsbilanz der MOEL in die Wirtschaftsstrukturen der EU zeigt auch klar, dass dies das beste Substitut für einen „Marshall-Plan-Ost“ war (wie Mitte der 1990er diskutiert). Denn alle MOEL haben im Zuge ihrer Integration in die Wirtschaftsstrukturen der EU deutliche Wohlstandsgewinne verzeichnen können. Vor allem die MOEL, die sich auf breiter Ebene erfolgreich in die Wirtschaftsstrukturen und Stabilitätskultur der EU integriert haben, sind zudem von der Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich weniger betroffen als andere MOEL.

Gerade die schwerste Finanz- und Wirtschaftskrise seit Beginn der Transition hat die ins Stocken geratene Euroeinführung in allen MOEL wieder ins Rollen gebracht. Angesichts der sehr unterschiedlichen ökonomischen Situationen in den MOEL erwarten wir in den kommenden Jahren eine schrittweise Erweiterung der Eurozone, wobei bis 2015 alle MOEL den Euro eingeführt haben könnten. Ein Beitritt zur Eurozone sollte freilich nur bei hinreichender struktureller Vorbereitung erfolgen.

Autoren

Barbara Böttcher
+49 69 910-31787
barbara.boettcher@db.com

Gunter Deuber
+49 69 910-31718
gunter.deuber@db.com

Editor

Maria Laura Lanzeni

Publikationsassistenz

Bettina Giesel

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management
Norbert Walter

Vorbehalte gegen die Erweiterung...

... haben der Realität nicht standgehalten

Im September 2000 hat DB Research einen ersten *Monitor EU-Erweiterung – Mittel- und Osteuropa* vorgestellt¹. Zu diesem Zeitpunkt war sowohl in der EU-15 als auch bei den Beitrittskandidaten die Unterstützung der Bevölkerung für dieses Jahrhundertprojekt am Sinken – wenn auch aus unterschiedlichen Gründen. Selbst die Politik sandte widersprüchliche Signale. Bei der kurzfristigen Kosten- und Nutzendiskussion wurde jedoch von vielen übersehen, dass auf mittlere Sicht die Chancen und Vorteile dieses Vorhabens überwogen – wie sich jetzt im Rückblick auch bestätigt.

Klar war aber, dass dieser Quantensprung in der EU-Mitgliederzahl für alle Beteiligten einen wirtschaftlichen und politischen Kraftakt darstellen würde. Die zwei Seiten der „EU-Medaille“, die Beitrittsfähigkeit der Kandidaten und die Erweiterungsfähigkeit der EU, verlang(t)en Reformen, neues Denken und vor allem einen gewissen Gleichschritt. Das gelang nicht überall so erfolgreich, wie es notwendig gewesen wäre, um das wirtschaftliche und politische Potenzial der erweiterten EU auszuschöpfen.

Nicht nur die neuen Mitgliedsländer haben in der letzten Dekade Höhen und Tiefen hinter sich gebracht, auch die Union ist in Sackgassen geraten, aus denen sie nur schwer einen Ausweg findet. Diese Studie legt den Fokus auf den bisherigen Konvergenzprozess der größeren mittel- und osteuropäischen Länder (MOEL) und ihre mittelfristigen Perspektiven. Die Erfahrungen der EU mit diesem Erweiterungsprozess sollen hier nur angerissen werden.

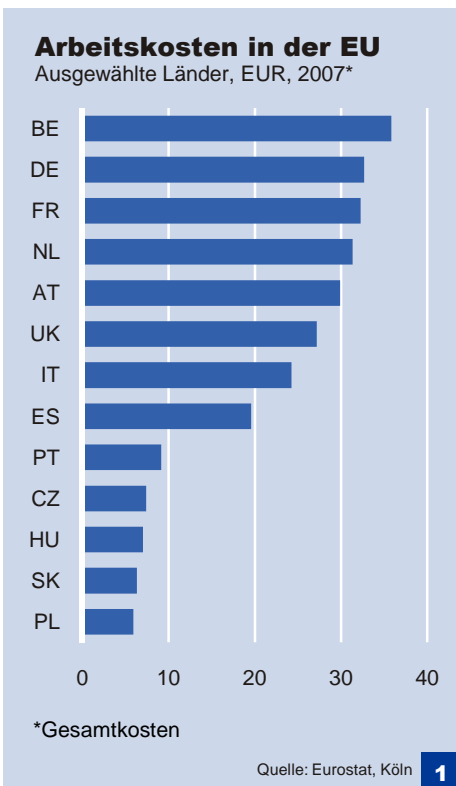
Die erweiterte Union

Wenn von der Erweiterungsfähigkeit der EU die Rede ist, geht es im Wesentlichen um drei Aspekte:

- Erstens die makroökonomische Wettbewerbsfähigkeit der Altmitglieder (z.B. Flexibilität der Arbeitsmärkte, Sozialsysteme, Steuer- und Abgabensysteme);
- zweitens die Ausrichtung und finanzielle Tragfähigkeit der gemeinsamen EU-Politiken (v.a. Agrar- und Strukturpolitik), und
- drittens die institutionellen Strukturen (Vertretung in den EU-Institutionen und Entscheidungsprozesse).

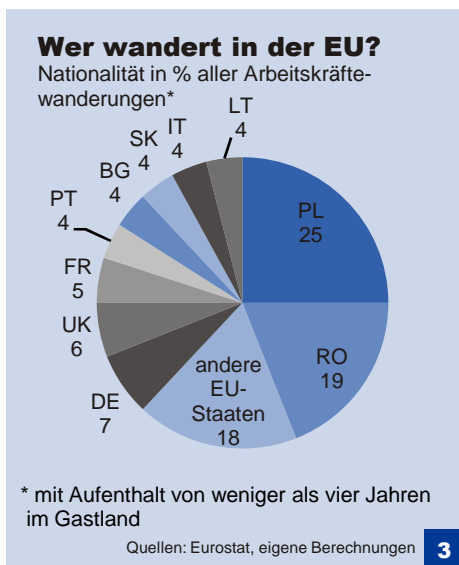
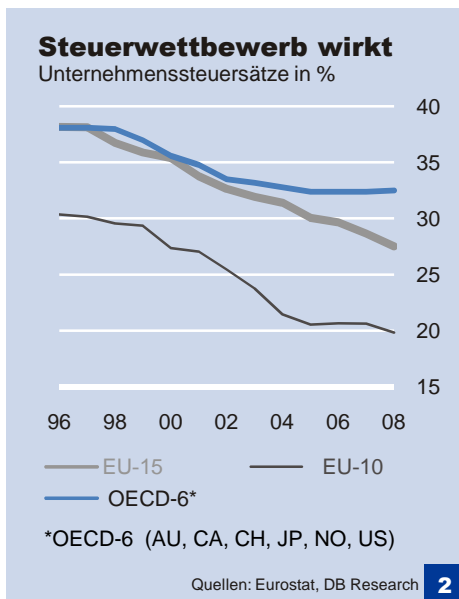
Der erste Punkt gehört streng genommen nicht zu den Voraussetzungen der Erweiterungsfähigkeit der Union als solcher, aber er spielt für die Akzeptanz von Erweiterungen in der Bevölkerung und damit der Bereitschaft der Politik, entsprechende Entscheidungen zu treffen, eine wichtige Rolle. Im Vorfeld der Osterweiterung dominierten in den EU-15 die Sorgen vor Arbeitsplatzverlusten durch massive Arbeitskostenunterschiede, intensiverem Konkurrenzdruck durch preiswertere Anbieter und einem Förderwettlauf um gewerbliche Investoren die öffentliche Debatte.

Der stärkere Wettbewerb hat jedoch keine der erwarteten negativen Effekte gehabt – im Gegenteil. Auch wenn das wirtschaftliche Gewicht der MOEL in der EU eher gering ist – das Bruttosozialprodukt hat gerade einmal um 7% zugenommen, die Bevölkerung um 21% – sind bei der Richtung der Handels- und Kapitalströme und auch der Arbeitsteilung in der EU z.T. ganz erhebliche, wohlstandssteigernde Veränderungen festzustellen. Das gilt vor allem für die Altmitglieder,



¹ Die Publikationsserie *Monitor EU-Erweiterung* wurde nach der Festlegung des endgültigen Aufnahmedatums der zehn Beitrittsländer auf dem EU-Gipfel im Dezember 2002 in *EU-Monitor* umbenannt.

Altmitglieder profitierten vom größeren Binnenmarkt



Erweiterung als budgetäre Herausforderung

die zum einen eine gemeinsame Grenze mit den MOEL aufweisen und zum anderen durch ihre kulturelle Nähe schnell Zugang zu deren Märkten fanden.² So hat die deutsche Wirtschaft in beträchtlichem Maße von den schnell wachsenden Auslandsmärkten „vor der Haustür“ profitieren können, sowohl hinsichtlich der größeren Absatzmöglichkeiten als auch attraktiver Produktionsbedingungen. Insgesamt hat die hier entstandene wirtschaftliche Verflechtung wesentlich dazu beigetragen, dass die deutschen Unternehmen auch unter wachsendem Globalisierungsdruck wettbewerbsfähig bleiben und Arbeitsplätze sichern konnten.

Durch die Übernahme der Regeln des gemeinsamen Binnenmarkts durch die Neumitglieder war zudem, ungeachtet einzelner Übergangsvorschriften, ein „Level playing field“ gewährleistet. Jedoch hat die EU-15 hier die Chance verpasst, aus Anlass der Erweiterung den *Acquis Communautaire*, den gemeinschaftlichen Rechtsbestand, von bürokratischen (Alt-)Lasten zu bereinigen, indem Rechtstexte modifiziert, kodiert oder sogar ersatzlos gestrichen wurden. Nicht ganz überraschend ist auch die später gestartete Initiative der EU-Kommission für eine „Better Regulation“, die in diese Richtung zielt, bisher ohne sichtbaren Erfolg geblieben.³

Mit dem Beitritt der mehrheitlich reformgestählten, auf Angebotspolitik setzenden MOEL verbanden viele in der EU-15 eine Stärkung der marktwirtschaftlichen Position bei der Gestaltung der europäischen Wirtschaftspolitik. Eine deutliche Einflussnahme ist hier allerdings nicht zu beobachten. Dazu hat sicherlich auch beigetragen, dass die MOEL eben keine einheitliche Ländergruppe sind und es damit auch keine gemeinsame Positionierung oder sogar ein gemeinsames Abstimmungsverhalten zu wirtschaftspolitischen Fragen gab⁴, anders als z.B. in der Außen- und Sicherheitspolitik.

Allerdings haben die MOEL mit ihrer investitionsfreundlichen Standortpolitik dazu beigetragen, dass der Steuerwettbewerb in der EU zugenommen hat und auch Altmitglieder ihre Steuersätze gesenkt haben und die Rahmenbedingungen für Investitionen generell verbessert wurden. Der Mut zu Reformen, der von den MOEL eingefordert wurde, fand sich auf Seiten der Altmitglieder jedoch nicht in dem Umfang wieder. Notwendige Anpassungsprozesse wurden nicht selten durch Übergangsregelungen aufgeschoben. Prominentestes Beispiel dafür ist die Beschränkung der Arbeitnehmerfreizügigkeit, die noch bis zum April 2011 aufrechterhalten werden kann.⁵ Es hat sich jedoch gezeigt, dass die Wanderungsbewegungen deutlich geringer waren als erwartet und dort, wo der Zuzug nicht beschränkt wurde, positive Wachstumseffekte beobachtet werden konnten.

Wirtschafts- oder Transferunion?

Es gab erhebliche Zweifel, ob sich die EU mit dieser Erweiterungsrunde von überwiegend ärmeren und z.T. stärker landwirtschaftlich geprägten MOEL nicht finanziell übernehmen würde. Der Sorge der bis dahin begünstigten Altmitglieder über Einbußen bei den Trans-

² Zu diesen ökonomischen Implikationen, aber auch den anderen Aspekten der Erweiterung siehe den umfassenden Bericht der EU-Kommission: Five years of an enlarged EU. Brüssel 2009.

³ Der Europäische Rat hatte im März 2007 beschlossen, die Bürokratiekosten bis 2012 um 25% zu verringern.

⁴ Vgl dazu Schneider, Ondrej (2008). Voting in the European Union – Central Europe’s Lost Voice. CESifo Working papers Nr. 245.4.

⁵ Derzeit nutzen mit Belgien, Dänemark, Deutschland und Österreich noch vier der EU-15 diese Option.

Modifizierung der Agrar- und Strukturpolitik, aber...**... keine wirkliche Neuausrichtung für die EU-27**

fers stand die Frage nach der Absorptionsfähigkeit der Neumitglieder gegenüber. Zu einer Kostenexplosion kam es aber schon deshalb nicht, weil die Nettozahler der Union unverändert auf einer Deckelung des Haushaltsrahmens 2007-2013 von 1% des EU BIP bestanden, d.h. finanzielle Ressourcen wurden teilweise von Alt- zu Neumitgliedern umverteilt.⁶ Während die finanziellen Transfers für die Neumitglieder eine erhebliche Bedeutung haben, kann man generell kaum von einer starken Belastung der Altmitglieder sprechen: Zum Ende der laufenden Finanzierungsperiode werden die Transfers 3% des BIP der MOEL erreichen, während sie die EU-15 nur 0,3% ihres BIP „kosten“. 2013 fließen dann insgesamt 35% der EU-Ausgaben in die MOEL.

Um die genannten Befürchtungen auszuräumen, hat die EU-15 in moderatem Umfang mit Reformen bzw. Anpassungen in den ausgabenwirksamen Politiken bereits im Vorfeld der Erweiterung reagiert.⁷ In der *Gemeinsamen Agrarpolitik* (GAP) erfolgte eine deutliche Verschiebung von preisstützenden Maßnahmen zu direkten Einkommenshilfen (heute rd. 70% der Agrarausgaben). Um keine falschen Anreize für den Strukturwandel in den MOEL zu geben, werden die Direktzahlungen dort über die Finanzperiode hinweg stufenweise eingeführt und erhöht. In der *Strukturpolitik* wurden Kofinanzierungsquoten angepasst, eine Deckelung der Transfers auf 3% des nationalen BIP vorgesehen sowie Förderkriterien modifiziert. Für die finanzielle Unterstützung strukturschwacher Mitglieder gibt es gute ökonomische Gründe (u.a. Behinderung des Zuflusses privater Investitionen durch fehlende öffentliche Infrastruktur). Hohe Transfers gewährleisten aber nicht automatisch eine nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung. Dass es auch hier auf den richtigen Politikmix und wachstumsfördernden Einsatz der Mittel ankommt, zeigt das Beispiel Griechenlands und Portugals. Beide zählen seit Jahren zu den größten Nettoempfängern (bezogen auf das jeweilige BIP), ohne dass sich ihre wirtschaftliche Position nachhaltig verbessert hätte – im Gegenteil. Selbst in den EU-25 liegt Griechenland bei Indikatoren wie Wirtschaftlicher Freiheit (Fraser Institut) oder Makroökonomischer Wettbewerbsfähigkeit (WEF) auf dem letzten Platz.

Die EU-15 haben die Erweiterung jedoch nicht für grundsätzliche Weichenstellungen genutzt. Sinnvoll wäre eine umfassende Bestandsaufnahme gewesen, welche Aufgaben die EU eigentlich erfüllen soll, und, in einem zweiten Schritt, wie man sie finanzieren will. Dies gilt umso mehr, wenn begrenzte Mittel auf konkurrierende Ziele verteilt werden müssen. So hätte man in der GAP auf eine stärkere Kofinanzierung der Mitgliedstaaten setzen können. Bei der Vergabe der Strukturmittel wäre eine stärkere Orientierung am nationalen statt am regionalen Einkommen zielführender. Dies hätte auch das Umverteilungskarussell in der EU deutlich reduziert.⁸ Gleichzeitig stellt die EU kaum klassische öffentliche Güter zur Verfügung, die allen Mitgliedstaaten gleichermaßen zugänglich sind. Das beste Beispiel ist noch der Binnenmarkt und die Wettbewerbspolitik – beides Felder, wo mit den Kompetenzen kaum finanzielle Konsequenzen verbunden sind. Vorschläge, wie ein wirklich wachstumsorientiertes EU-Budget aussehen könnte, das sich u.a. auf dem Boden

⁶ Busch, Berthold. Auswirkungen der EU-Erweiterung auf die Entwicklung und Verteilung des EU-Haushalts. IW-Trends. Köln 2008.

⁷ Wobei die Erweiterung die Probleme in den beiden Politiken nur akzentuiert, nicht aber verursacht hat.

⁸ Würde man nur die Nettoempfänger der Kohäsionspolitik berücksichtigen, ergäbe sich für 2006 ein Betrag von knapp EUR 10 Mrd. Dagegen wurden 2006 im Rahmen der Kohäsionspolitik EUR 32,4 Mrd. bewegt. Busch (2008). op.cit.

Wachstumsorientierte Budgetreform erforderlich

der Lissabon-Strategie bewegt, gibt es viele.^{9 10} Die Chance, es zu verwirklichen, dürfte in der erweiterten Union freilich noch geringer geworden sein. Das bedeutet aber gleichzeitig, dass mit weiteren Aufnahmen entsprechende Konflikte programmiert sind.

Erweiterung bei gleichzeitiger Vertiefung – die große Desillusionierung

Das Integrationstempo der 1980er und 1990er Jahre mit dem Gleichschritt von Erweiterung und Vertiefung hat sich nicht halten lassen. Daran ist die EU-15 zu einem großen Teil selbst schuld. Sie hat es versäumt, sich rechtzeitig im kleineren Kreise auf notwendige institutionelle Reformen zu einigen. Mit der Erweiterung hat sich die Zahl potenzieller Vetospieler erneut erhöht, wie die Verhandlungen zum Nizza-Vertrag gezeigt haben. Dazu kam, dass vor einem wirtschaftlich schwierigen Hintergrund die Verunsicherung der Bevölkerung der Altmitglieder über die Zukunft der erweiterten Union beträchtlich war. Die negativen Referenden in Frankreich und den Niederlanden bedeuteten dann das Aus für den Nizza-Vertrag. Allerdings scheint die Integration der EU ganz generell ein Niveau erreicht zu haben, mit dem sich einzelne Mitgliedsländer schwer tun. Das zeigt auch das (erneute) irische Plebiszit-Veto gegen den Lissabon-Vertrag, der nach schwierigen Verhandlungen aus dem Entwurf eines Europäischen Verfassungsvertrags hervorgegangen war. Der Lissabon-Vertrag mag seine Schwächen haben, aber immerhin reformiert er die Abstimmungsregeln und strebt effizientere Entscheidungsstrukturen an.¹¹ Derzeit wird nach Wegen gesucht, wie der blockierte Ratifikationsprozess doch noch abgeschlossen werden kann.

... und damit institutionelle Modernisierung der EU

Ob die politische Kraft der Union für eine einvernehmliche Lösung ausreicht, ist offen. Größe und Homogenität einer politischen bzw. wirtschaftlichen Union spielen für die Entscheidungsfindung und Ausgestaltung der Zusammenarbeit eine wichtige Rolle. Neuere Studien zeigen, dass ab einer gewissen Gruppengröße und Heterogenität der Mitglieder kaum noch Mehrheiten für die Zentralisierung von Politikfeldern und die Übertragung von Souveränitätsrechten erreicht werden können. Dafür verantwortlich sind neben bestehenden Entscheidungsstrukturen vor allem strategische Überlegungen bei der Auswahl von nationalen Verhandlungsführern auf der supranationalen Ebene.¹² Anders ausgedrückt: Je größer und heterogener die Staatengruppe, desto mehr wird bei der Delegation der Verhandlungsführer darauf geachtet, dass (vermeintlich) nationale Interessen ausreichend vertreten und öffentliche Mittel für Politikkoordinierung nur beschränkt zur Verfügung gestellt werden.

Institutionelle Arrangements ersetzen keine politische Einigung, aber...

Das offensichtliche Dilemma zwischen Erweiterung und Vertiefung wird sich daher im Rahmen der EU-27+ wohl kaum mehr auflösen lassen. Das in den Kopenhagener Kriterien 1999 formulierte Petition, bei der Aufnahme neuer Mitglieder „...die Stoßkraft der europäischen Integration zu erhalten...“, ging – da nicht ausreichend konk-

Die Erweiterung hat die EU...

	...gestärkt	...geschwächt	...nicht verändert
EU-27	48%	36%	16%
EU-15	44%	40%	16%
12 Neumitglieder	59%	21%	20%

Quelle: Umfrage Eurobarometer Dezember 2008

4

⁹ Einer davon ist der Sapir-Report. An Agenda for a Growing Europe. Oxford 2003.
¹⁰ Die EU-Kommission will bis spätestens Oktober 2009 ein Weißbuch zur Revision des EU-Haushalts vorstellen, das sämtliche Aspekte der Ausgaben wie der Eigenmittel überprüft und Vorschläge für einen „modernen“ Haushalt enthält.
¹¹ Das gilt v.a. für die Ländergewichte in den Abstimmungsprozessen der Ministerräte (doppelte Mehrheiten), die Anzahl der Kommissare, die Zusammensetzung des Europäischen Parlamentes sowie die Außenrepräsentanz der Union.
¹² A. Alesina, I. Angeloni, F. Eto (2005). International unions. American economic Review 95, S. 602-615 sowie Lorz, Oliver und Willmann, Gerald (2008). Enlargement versus Deepening: The Trade-off Facing Economic Unions. CESifo working paper Nr. 2455.

... zwingen zur Klärung von Positionen

retisiert – im raschen und umfassenden Erweiterungsprozess unter. Angesichts der integrationspolitischen Haltung mancher Neumitglieder (aber auch einzelner Altmitglieder) stellt sich die Frage, ob noch genügend gemeinsame Interessen vorhanden sind, um eine kohärente gemeinschaftliche Politik zu verfolgen. Es ist daher nicht auszuschließen, dass sich im Nachgang der Wirtschafts- und Finanzkrise die Debatte neu belebt, wie dem Wunsch bestimmter Mitgliedsgruppen nach einer intensiveren, institutionell unterlegten Zusammenarbeit Rechnung getragen werden kann.

Genauere Prüfung der Verhandlungsfortschritte sinnvoll**Modifizierte Erweiterungsstrategie der EU**

Die Erfahrungen aus der großen Erweiterungsrunde haben sich bei der EU auch niedergeschlagen in einer konkreteren Ausformulierung ihrer Erweiterungsstrategie (vgl. KOM(2006) 649 endg.), was von künftigen Beitrittsländern z.T. als ungerechtfertigt restriktiver Kurs kritisiert wird. Dazu gehört u.a., dass die Kommission einen ausführlichen Bericht über die Auswirkungen des Beitritts auf die EU vorlegt, was sie für die Türkei erstmals getan hat (SEC(2004) 1202). Zudem sollen die Kapitel im Rahmen des Acquis sukzessive geöffnet und verhandelt werden und die EU-Mitglieder dem jeweiligen Abschluss einstimmig zustimmen. Dies ist zwar sinnvoll, birgt jedoch gleichzeitig die Gefahr von themenfremden Blockaden durch einzelne Länder (z.B. Zypern und Türkei-Verhandlungen, Slowenien und Kroatien-Verhandlungen). Hier zeigt sich aber auch deutlich, dass die EU vor der Aufnahme von Ländern auf der Lösung von Konflikten bestehen muss, anstatt sie mit all den verbundenen Nachteilen zu internalisieren.

Anspruchsvolle Definition von Benchmarks wünschenswert

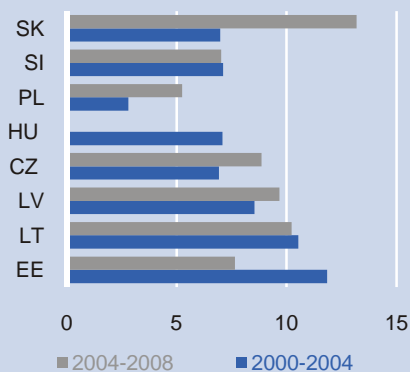
Weiterhin sollen die Beitrittsreife bzw. die Fortschritte innerhalb einzelner Verhandlungsfelder anhand bestimmter Benchmarks operationalisiert werden (analog z.B. den Maastricht-Kriterien). Selbst wenn die letzte Entscheidung zur Aufnahme politisch ist und auch bleiben sollte, können solche verbindlichen, von außen nachprüfbar Standards politische Differenzen zwischen der EU und den Beitrittskandidaten mildern. Allerdings sollte auf eine anspruchsvolle Definition der Benchmarks geachtet werden, also zumindest die Orientierung am EU-Durchschnitt oder einer bestimmten Ländergruppe und nicht am jeweils wirtschaftlich und/oder politisch schwächsten EU-Mitglied. Schließlich soll auch darauf verzichtet werden, Zieldaten für den Beitritt zu setzen. Der Beitrittstermin sollte sich ausschließlich nach dem faktischen Fortschritt der Verhandlungen richten.

Barbara Böttcher (+49 69 910-31787, barbara.boettcher@db.com)

MOEL heute voll in den Binnenmarkt integriert

Deutliche Konvergenz zu den EU-15

Veränderung BIP pro Kopf zu KKP in % den EU-15, %-Punkte

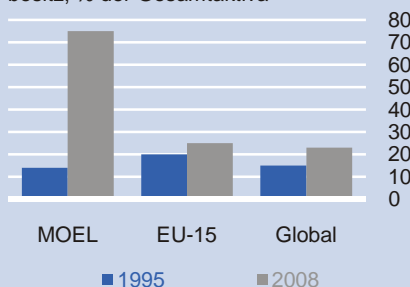


Quellen: Eurostat, DB Research

5

Dominanz der Auslandsbanken in MOEL

Aktiva im Bankensektor in Auslandsbesitz, % der Gesamtaktiva

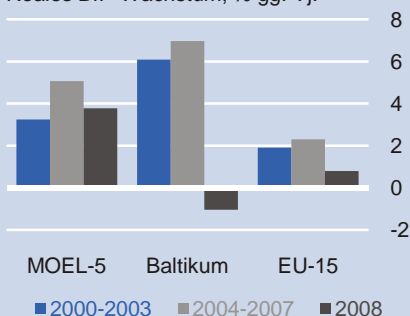


Quellen: Bankscope, EZB, IWF

6

Deutliches Wachstumsdifferential der MOEL

Reales BIP-Wachstum, % gg. Vj.



Quellen: Nationale Statistiken, DB Research

7

Die acht mittel- und osteuropäischen Länder (MOEL) der 2004er EU-Erweiterungsrunde haben über Jahre auf eine besondere Wirtschafts- und Entwicklungsstrategie der wirtschaftlichen Offenheit gegenüber den westeuropäischen EU-Staaten mit drei zentralen Pfeilern gesetzt: Einer hohen Integration in die europäische Arbeitsteilung, einer prononcierten Handelsintegration und einer hohen Integration der Finanzmärkte bzw. Finanzsektoren. Der Fall des Eisernen Vorhangs und vor allem der EU-Beitrittsprozess haben den MOEL diese Chance auf eine tiefe (Re-)Integration mit ihren natürlichen Wirtschaftspartnern eröffnet.

Die größten Wachstums- und Wohlstandsgewinne konnten die MOEL seit Ende der 1990er Jahre verzeichnen. Damit konnten die MOEL ihren Anteil am (zurückgerechneten) BIP der EU-27 von etwa 4% in 2000 über 4,5% im EU-Beitrittsjahr 2004 auf etwa 5,7% in 2008 steigern. Die markante wirtschaftliche Dynamik seit Ende der 1990er Jahre hängt unbestreitbar mit der damals eröffneten EU-Perspektive zusammen. Im EU-Beitrittsprozess erfolgten zentrale Verbesserungen der institutionellen Rahmenbedingungen. Alle MOEL konnten sich im Kreis der funktionierenden Marktwirtschaften etablieren.¹³ Polen, die Tschechische Republik und Ungarn sind bereits seit Mitte der 1990er Jahre Mitglied der OECD, die Slowakei konnte im Jahr 2000 dem Industrieländerclub beitreten. Estland und Slowenien befinden sich im Beitrittsprozess. Im Rahmen ihrer marktwirtschaftlichen Transformation sind die MOEL vor allem auch wichtige Wirtschaftspartner der EU-15 Länder geworden. Heute kommen rund 13% der Importe der EU-15 aus den MOEL und 15% der Exporte der EU-15 gehen in die MOEL. Das Handelsvolumen zwischen den MOEL und der EU-15 betrug im Boomjahr 2007 etwa 440 Mrd. EUR (bei einem Überschuss von etwa 45 Mrd. EUR für die EU-15-Länder). Die Handelsabhängigkeit der in ihrer Wirtschaftskraft deutlich kleineren MOEL ist merklich höher. Etwa 50% des Außenhandels der MOEL erfolgt mit den EU-15. Ähnlich hoch ist die Interdependenz im Bankensektor. Der Marktanteil ausländischer (vor allem westeuropäischer) Banken an den Bankensektoren in den MOEL liegt im Durchschnitt bei 75% Prozent der Gesamtaktiva. In den Ländern der Eurozone haben Kreditinstitute im Auslandsbesitz nur einen Marktanteil von 24%. Europäische und vor allem Eurozonen-Banken dominieren mit einem Anteil von über 90% auch bei den grenzüberschreitenden Ausleihungen in die MOEL. Die hohen Interdependenzen sind ein klares Zeichen für eine positive wirtschaftliche Integrationsbilanz der MOEL in die EU.

20 Jahre wirtschaftliche Umgestaltung als Erfolg

Gerade wegen ihrer tiefen wirtschaftlichen Integration mit Westeuropa hat die globale Finanz- und Wirtschaftskrise, die die EU-15 voll erfasst hat, die MOEL ebenso mit voller Wucht getroffen. Die derzeitige konjunkturelle Eintrübung des wirtschaftlichen Ausblicks ändert aber nichts an der Tatsache, dass die MOEL weiter substantielle Wohlstandszugewinne verzeichnen können. Dies gilt sowohl für das absolute Niveau des realen BIP und vor allem für den Pro-Kopf-

¹³ Die Übernahme des EU-Regelwerks in den MOEL kann als größter Institutionentransfer der modernen Geschichte interpretiert werden. Zu diesem Aspekt siehe Schimmelfennig, Frank und Ulrich Sedelmeier (2005). The Europeanization of Central and Eastern Europe, Cornell University Press.

MOEL-Wachstumsdynamik im Vergleich

BIP Wachstum, % gegenüber Vorjahr

	1999-2003	2004-2008
MOEL	3	5,9
EU-15	2,1	2
EM*	5	5,2

Gesamtwirtschaftliche Investitionen, % des BIP

MOEL	21,8	23,9
EU-15	20,9	21,4
EM	26	26,3

Gesamtwirtschaftliche Ersparnis, % des BIP

MOEL	18,1	18,2
EU-15	21,2	21,9
EM	31,2	31,9

Leistungsbilanz, % des BIP

MOEL	-3,7	-5,9
EU-15	0,3	0,4
EM	5,2	5,5

Importe Güter und Dienstleistungen, % gg. Vj.

MOEL	6,6	12,6
EU-15	4,6	5,7
EM	7,9	9,6

Exporte Güter und Dienstleistungen, % gg. Vj.

MOEL	7,2	11,2
EU-15	5	5,9
EM	9,2	10,5

* Aufstrebende Länder und Entwicklungsländer

Quellen: Eurostat, IWF, DB Research **8**

Top 3 Handelspartner der MOEL

% der Gesamtexporte, 2007

EE	LT	LV	CZ
FI 17,5	RU 15,2	LT 14,8	DE 30,8
SE 13,8	DE 10,4	RU 13,1	SK 8,6
DE 5,0	PL 6,4	EE 13,1	PL 5,9
HU	PL	SI	SK
DE 28,2	DE 25,9	DE 18,6	DE 21,4
IT 5,6	IT 6,6	IT 12,3	CZ 12,5
FR 4,7	FR 6,1	HR 8,2	FR 6,8

Quelle: Eurostat **9**

Wohlstand. Bezogen auf das Pro-Kopf-Einkommen zu Kaufkraftparitäten erreichten alle MOEL – mit der Ausnahme von Ungarn, wo kaum ein Rückgang zu verzeichnen war – schon zwischen 1995 und 2000 ihr 1989er Niveau. Seitdem haben sie deutliche Wohlstandsgewinne erzielen können. Heute liegt der Pro-Kopf-Wohlstand zu Kaufkraftparität 30-50 Prozent über dem Niveau von 2000 und sogar 50-70% über dem Niveau von 1990. Damit haben alle MOEL auf den Wohlstand bezogen deutlich gegenüber den EU-15-Ländern aufgeholt. Im Jahr 2000 lag das BIP-gewichtete Pro-Kopf-Einkommen der MOEL zu Kaufkraftparitäten bei 47% der EU-15-Länder. Bis zum Jahr 2004 erhöhte es sich auf 53% und liegt heute bei 59% der EU-15. Somit sind heute fast alle MOEL gemäß der Weltbankabgrenzung Hocheinkommensländer (High income countries), die Tschechische Republik und Slowenien konnten sogar schon zu Portugal bzw. Griechenland aufschließen. Nur Lettland und Litauen werden noch als Länder hohen mittleren Einkommens (Lower middle income) klassifiziert.

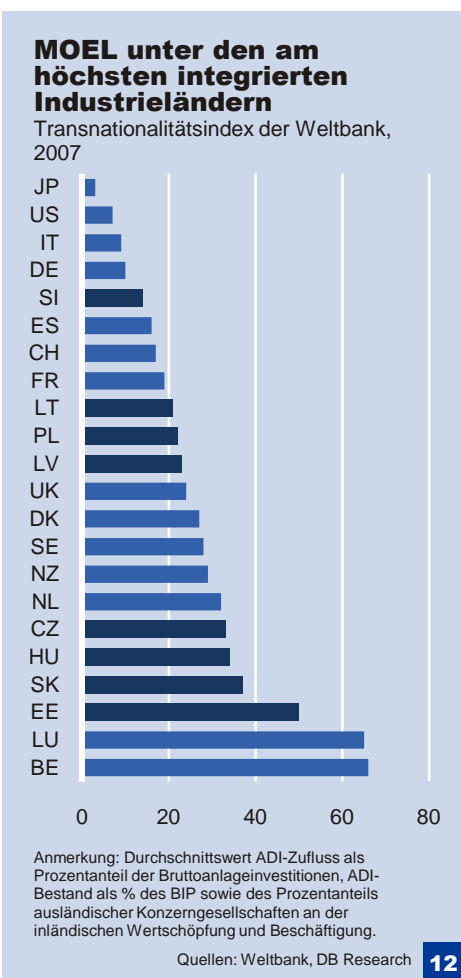
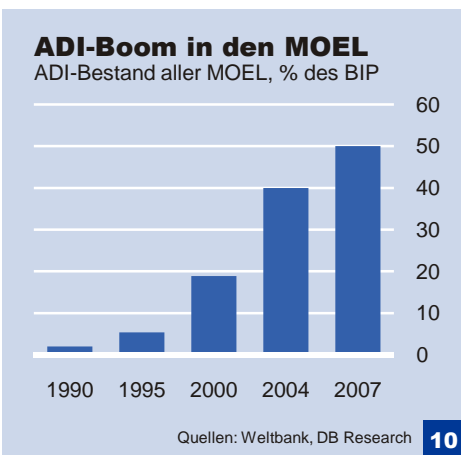
Integrationsbilanz

Der besondere Anker der EU-Mitgliedschaft, der anderen aufstrebenden Volkswirtschaften nicht zur Verfügung steht, hat den MOEL eine aus entwicklungsökonomischer Perspektive wünschenswerte tiefe Integration mit den entwickelten Volkswirtschaften der EU-15 ermöglicht. Durch den Transfer von Institutionen und Glaubwürdigkeit durch den EU-Beitritt wurden langfristig orientierte Investitionen in erheblichem Ausmaß ausgelöst. Damit induzierte der Integrationsprozess der MOEL in die wirtschaftlichen Strukturen der EU substanzielle Kapitalflüsse aus den wohlhabenden Volkswirtschaften der EU in produktive und profitable Verwendungen in die aufstrebenden MOEL.

Integration in die europäische Arbeitsteilung

Alle MOEL und hier vor allem Estland, Polen, die Tschechische Republik und Ungarn sowie später auch die Slowakei konnten vor ihrem EU-Beitritt substanzielle Zuflüsse an ADI verbuchen. Der inländische ADI-Bestand als % des BIP der MOEL stieg so von unter 2% im Jahr 1990 auf 5,4% im Jahr 1995 und 18,9% im Jahr 2000. Vier Jahre später, im EU-Beitrittsjahr 2004, erreichte der ADI-Bestand 40% des BIP der MOEL. Diese Entwicklung zeigt klar den Investitionsboom vor der EU-Mitgliedschaft. Bis heute ist der ADI-Bestand in Prozent des BIP „nur“ noch um 10 Prozentpunkte angestiegen und liegt bei 50% des BIP der MOEL. Trotz deutlicher länderspezifischer Unterschiede liegt damit in den meisten MOEL der ADI-Bestand in Prozent des BIP deutlich über dem Durchschnittswert für entwickelte Volkswirtschaften (27,2%) und aufstrebende Volkswirtschaften (29,8%).

Begünstigt wurde der ADI-Boom in den MOEL durch die Gewährung von Freihandelsabkommen in den 1990er Jahren durch die EU. Zudem ermöglichte der hohe ADI-Zufluss und die damit verbundene Integration in die europäische Arbeitsteilung einen substanziellen Transfer von Wissen und Technologie in einer kurzen Zeitspanne.



Der besonders produktive Charakter der ADI-Zuflüsse in die MOEL zeigt sich an dem hohen Anteil der ADI an den Bruttoanlageinvestitionen. Der Prozentanteil der ADI an den Bruttoanlageinvestitionen stieg von unter 5% zu Anfang der 1990er Jahre auf rund 20% im Jahr 2000. Seitdem lagen die entsprechenden Werte in den meisten MOEL kontinuierlich zwischen 20-30%. Dieser hohe Anteil liegt deutlich über vergleichbaren Werten für entwickelte Volkswirtschaften (10,3%) und andere aufstrebende Volkswirtschaften (12,1%).

Am zeitlichen Ablauf der ADI-Penetration wird deutlich, dass wichtige Grundsteine der Integration der MOEL in die europäische Arbeitsteilung und internationale bzw. europäische Fertigungsnetzwerke schon vor dem EU-Beitritt – aber bei klarer Perspektive der Erfüllung der zentralen Beitrittsvoraussetzungen – gelegt wurden. Denn das Gros der ADI-Zuflüsse während des ADI-Booms hatte seinen Ursprung in Westeuropa. Hier waren die großen europäischen Industrienationen und vor allem Deutschland die Integrationspaten der MOEL. Dies zeigt sich an der Position dieser Länder als heute wichtigste Handelspartner der meisten MOEL. Nach dem anfänglich starken Fokus auf die Großindustrie und das produzierende Gewerbe richteten sich die ADI zunehmend auch auf den Dienstleistungssektor.

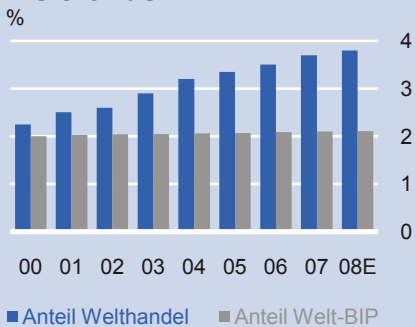
Wegen der hohen produktionskostenorientierten und marktsuchenden ADI-Penetration der MOEL ist es naheliegend, dass transnationale und vor allem westeuropäische Konzerne heute zu den umsatzstärksten Firmen in den MOEL zählen.¹⁴

Die besonders hohe Integration der MOEL in die internationale und in diesem Kontext vor allem europäische Wertschöpfung manifestiert sich klar im Transnationalitäts-Index der Weltbank für führende ADI-Aufnahmeländer unter den entwickelten Volkswirtschaften. Dieser Index bildet die ADI-Zuflüsse als Prozentanteil an den Bruttoanlageinvestitionen, den ADI-Bestand im Inland als % des BIP sowie den Anteil ausländischer Konzerngesellschaften an der inländischen Wertschöpfung und Beschäftigung ab. Bezüglich dieser Indikatoren teilen sich die MOEL die Spitzenpositionen im Index mit international erfolgreich integrierten Volkswirtschaften wie Belgien, den Niederlanden oder der Schweiz.¹⁵

¹⁴ Von den 25 umsatzstärksten Konzernen in den MOEL haben 19 ihren Sitz in Westeuropa. Vergleiche Financial Times (2008). Top 500 Companies Central and Eastern Europe. Financial Times Special Report. 11. September 2008.

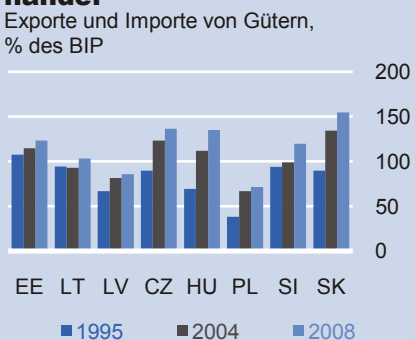
¹⁵ Weltbank (2008). World Investment Report 2008. New York. S. 12.

MOEL heute deutlich überrepräsentiert im Welthandel



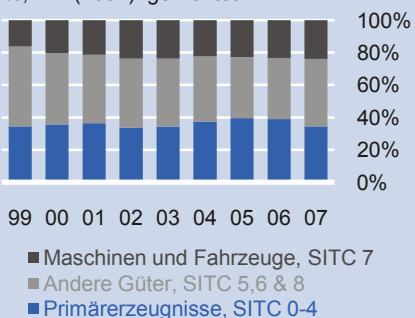
Quellen: IWF, DB Research **13**

Starke Position im Güterhandel



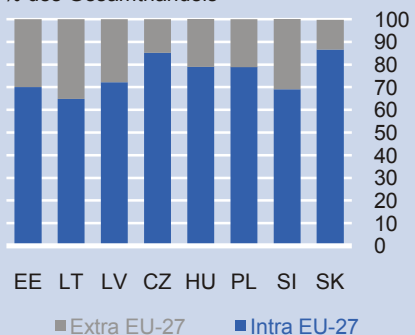
Quellen: IMF, nationale Statistiken **14**

Baltikum: Güterexporte nach Produktgruppe



Quelle: Eurostat **15**

Intra- & Extrahandel EU-27



Quelle: Eurostat **16**

Integration in den EU-Intrahandel und Welthandel

Der besondere und durch die Aussicht auf EU-Mitgliedschaft ermöglichte Investitionsboom und die damit verbundene (Re-)Industrialisierung in den meisten MOEL legte die Basis ihrer hohen Außenhandelsintegration bzw. ihrer ausgeprägten Integration in den EU-Intrahandel. Die hohe Außenhandelsintegration der MOEL lässt sich an vier zentralen Indikatoren festmachen: den deutlich steigenden Weltmarktanteilen, einer sehr hohen Handelsoffenheit im Allgemeinen, dem hohen Anteil des EU-Intrahandels am Außenhandel und der hochwertigen Exportproduktpalette der meisten MOEL im Güterhandel.

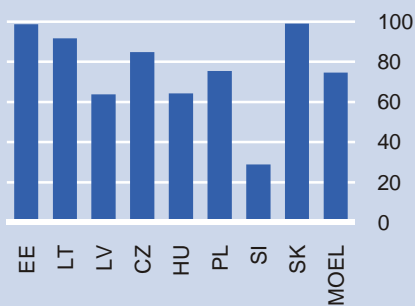
Seit dem Jahr 2000 haben die MOEL ihren Anteil am Welthandel von knapp über 2% deutlich auf 3,8% in 2008 gesteigert. Dies obwohl der Anteil der MOEL am Welt-BIP im gleichen Zeitraum fast konstant blieb. Die überproportionalen Anteilsgewinne am Welthandel der MOEL basieren auf einer deutlichen Erhöhung ihrer Handelsoffenheit. Seit Mitte der 1990er Jahre hat sich die Kennzahl der Handelsoffenheit (Exporte und Importe von Gütern als % des BIP) in allen MOEL, mit der Ausnahme von Polen als einziger großer Volkswirtschaft und Lettland und Litauen im Zuge der Russlandkrise, von nahe 100% auf deutlich über 100% erhöht.

Die erfolgreiche internationale Handelsintegration basiert in allen MOEL letzten Endes auf einer mehr oder weniger hohen Integration in den EU-Intrahandel. Gravitätstheoretische Überlegungen und die Möglichkeit der frühen Teilhabe am EU-Binnenmarkt legen für die MOEL solch einen außenwirtschaftlichen Fokus nahe. Die Handelsintegration der MOEL in den EU-Binnenmarkt ist heute vergleichbar mit den Anteilen des EU-Intrahandels am Außenhandel in den EU-15-Ländern. Einige MOEL weisen diesbezüglich sogar einen höheren Anteil auf als einige EU-15-Länder.

Die dynamische Entwicklung des Außenhandels in den meisten MOEL basiert auf ihrer hohen internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Die teils starken Anstiege ihrer realen Wechselkurse konnten die erfolgreichen MOEL offenbar durch deutliche Produktivitäts- und Qualitätssteigerungen kompensieren. Dies zeigt sich vor allem an der strukturellen Aufwertung der Exportproduktpalette in Richtung arbeitsintensiver und zugleich qualitativ hochwertiger Industriegüter in den MOEL-5 seit Ende der 1990er Jahre. In Polen, der Slowakei, Slowenien, der Tschechischen Republik und Ungarn hat sich der Anteil technologieintensiver Exporte von bereits hohem Niveau kontinuierlich und deutlich erhöht. Neben der Automobilproduktion haben die MOEL-5 heute substantielle Weltmarktanteile in den Sektoren Maschinenbau, Elektronik und Elektrotechnik sowie im Pharmasektor. Allerdings hat der starke Fokus auf den EU-Intrahandel sowie zyklische Industriesektoren die Verwundbarkeit der MOEL für externe Schocks – wie eine Rezession in Westeuropa – deutlich erhöht.

Banken im Auslandsbesitz dominieren die MOEL

Anteil Auslandsbanken Gesamtaktiva, %

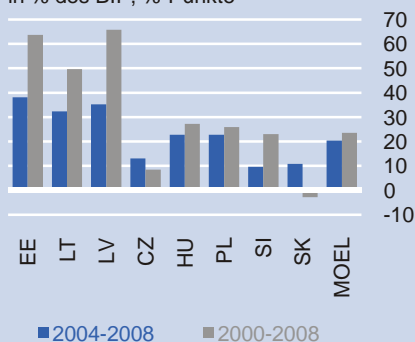


Quellen: Nationale Zentralbanken, DB Research

17

Steigerung der Finanzintermediation

Veränderung inländischer Kreditbestand in % des BIP, %-Punkte

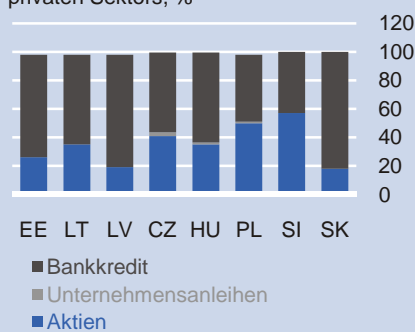


Quellen: IWF, DB Research

18

Dominanz der Bankfinanzierung

Anteile an der Finanzierung des privaten Sektors, %



Anmerkung: Daten Jahresende 2006.

Quellen: BIS, IMF

19

Integration in den europäischen Finanzmarkt

Die zentrale Strategie der MOEL zur Integration in die internationalen Finanzbeziehungen und zur Krisenbewältigung in den heimischen Bankensektoren war die Öffnung für strategische Investoren aus dem Ausland – und dies schon vor dem EU-Beitritt. Vor allem Investoren aus den EU-15-Ländern zeigten vor dem Hintergrund der Unterentwicklung der Finanzintermediation, der Liberalisierung der Finanzsektoren und der Kapitalbilanz im Zuge des EU-Beitrittsprozesses sowie der erwarteten Wohlstandgewinne durch die EU-Integration Interesse. Die Integrationspaten waren hier vor allem Italien, Österreich, Deutschland und Schweden. Die substantielle Beteiligung westeuropäischer Banken in den MOEL hat die Entwicklung der Bankensektoren prinzipiell vorangetrieben. Das Engagement von Auslandsbanken bringt – ebenso wie ADI im Industriesektor – einen Schub in Bezug auf Technologie und Wissen (inklusive Risikomanagement) und damit auch an Produkten.¹⁶ Dies begünstigt eine effizientere Kapitalallokation und Expansion der Finanzintermediation.

Vor allem seit dem EU-Beitritt hat sich der Grad der Finanzintermediation, gemessen als inländischer Kreditbestand in % des BIP, in den MOEL deutlich erhöht. Von 2004 bis 2008 hat sich diese BIP-gewichtete Kennzahl für alle MOEL um 20 Prozentpunkte von 45% auf 65% erhöht. Durch die rasche Expansion der Finanzintermediation im Zuge des EU-Beitrittsprozesses erreichten einige MOEL schon kurz nach ihrem EU-Beitritt einen Grad der Finanzintermediation, der im internationalen Vergleich für aufstrebende Volkswirtschaften oder sogar schon entwickelte Volkswirtschaften angemessen scheint.¹⁷

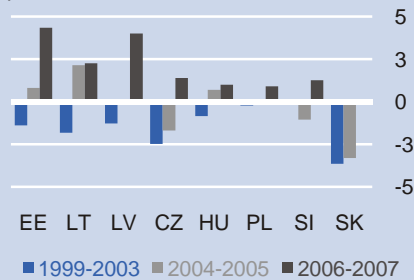
Die starke Kreditexpansion stand in einigen MOEL nicht in Einklang mit den nationalen Ersparnissen. Der Differenzbetrag wurde durch ausländische Mutterbanken oder Verschuldung am internationalen Kapitalmarkt ausgeglichen. Damit haben sich einige MOEL durch eine stark extern und schuldenfinanzierte Erhöhung der Finanzintermediation in eine Position der Abhängigkeit vom (Netto-)Zustrom an Auslandskapital gebracht. Vor allem Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften können aber durch die schwankende Risikoaversion am Kapitalmarkt sowie durch institutionelle Faktoren begründet schnell zum Erliegen kommen. Auch die substantielle Beteiligung von Auslandsbanken aus den EU-15 schützt nicht per se vor solchen Risiken. Denn die Auslandsbanken sind letzten Endes ebenso auf (Re-)Finanzierung am Kapitalmarkt angewiesen.

¹⁶ Für eine umfassende Darstellung siehe Goldberg, Linda (2009). Understanding Banking Sector Globalization, IMF Staff Papers 56(1). S.171-197, Internationaler Währungsfonds (2007). Global Financial Stability Report 2007. S. 99-127. Mit besonderem Fokus auf die MOEL siehe Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (2006). Transition Report. London. S. 58-67.

¹⁷ Backe, Peter, Egert, Balazs und Tina Zumer: Credit Growth in Central and Eastern Europe: New (Over)Shooting Stars? In Oesterreichische Nationalbank (2006). Focus on European Economic Integration 1/06, S. 112-139. Wien.

Wachstum über Potenzial in den MOEL - Ausnahme Slowakei

Produktionslücke, % des Produktionspotenzials



Quellen: EZB, DB Research **20**

Zudem hat das Zusammenspiel von einem realwirtschaftlichem Post-EU-Beitrittsboom sowie einem positivem Umfeld in der Weltwirtschaft und am Kapitalmarkt in einigen Bankensektoren der MOEL einen Überoptimismus genährt. Das daraus resultierende hohe Angebot an zinsgünstigen Krediten hat in diesen MOEL wiederum eine binnenwirtschaftliche Überhitzung sowie damit einhergehende außenwirtschaftliche Ungleichgewichte begünstigt. Alle MOEL expandierten damit in den letzten Jahren über Potenzial; einige MOEL und hier vor allem die kleinsten Volkswirtschaften sogar deutlich, wie die Potenzialwachstumsbetrachtung in den Konvergenzanalysen der EZB zeigt.¹⁸

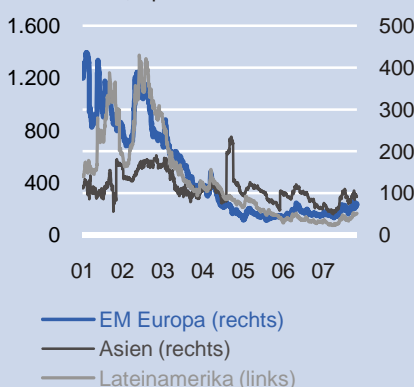
Kennzahlen der Bankensektoren in den MOEL

	EE	LT	LV	CZ	HU	PL	SI	SK	MOEL
Gesamtaktiva Bankensektor, % des BIP (2008)	132	85	153	104	108	73	130	91	93
Inländischer Kreditbestand, % des BIP (2008)	99	66	89	58	81	60	66	54	65
Veränderung 2004-2008, Prozentpunkte	38	32	35	13	23	23	10	11	20
Veränderung 2000-2008, Prozentpunkte	64	50	66	8	27	26	23	-3	23
Inländischer Kreditbestand, % gg. Vj. (2000-2004)	28	29	40	2	13	8	18	7	10
Inländischer Kreditbestand, % gg. Vj. (2004-2008)	29	36	39	13	16	22	25	16	20
Anteil ausländischer Banken (2004-2008)	99	92	58	85	73	74	25	98	75
Kredite zu Bankeinlagen (2008)	180	200	295	90	160	110	140	95	125
Fremdwährungskredite, % aller Kredite (2008)	87	63	90	n.a.	68	35	n.a.	n.a.	33
Fremdwährungsdepósitos, % aller Depósitos (2008)	30	22	59	n.a.	21	13	n.a.	n.a.	12
Externe Aktiva und Passiva, % des BIP (2008)	295	163	261	169	340	145	240	162	196
Gesamtkapitalrendite (2004-2008)	2,1	2,2	1,8	1,3	1,8	1,6	1,1	1,2	2
Kernkapital zu risikogewichteten Aktiva, % (2008)	18	12,6	12,2	12,3	10,8	11,8	11,8	12,2	12
Notleidende Kredite, % Gesamtkreditbestand (2008)	2,6	4,3	3	2,9	3	4,9	2,9	3	4

Quellen: IWF, Nationale Zentralbanken, DB Research **21**

Sinkende Risikoprämien für Emerging Markets

EMBIG EUR, Bp vs. Bunds



Quellen: JP Morgan, DB Research **22**

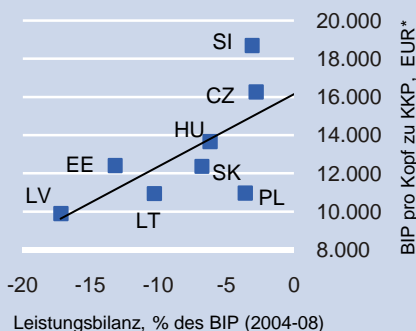
Geschwindigkeitslimits gelten auch in der EU

Trotz prinzipieller Tragfähigkeit des Wirtschafts- und Entwicklungsmodells der MOEL und Potenzial für höhere Trendwachstumsraten hat die wirtschaftliche Integrationsbilanz gezeigt: Auch im Zuge einer Konvergenz im EU-Rahmen gelten „natürliche“ Geschwindigkeitslimits des Aufholens zum Wohlstand der EU-15, während die Integration in die EU gerade nicht vor wirtschaftlicher Überhitzung schützt.¹⁹ Letzteres ist gerade für die MOEL mit ihren lange aufgestauten Konsumbedürfnissen und einem „gefühlten“ Aufholbedarf durch die EU-Mitgliedschaft von Relevanz. Trotz niedrigerem Wohlstandsniveau führen jährliche BIP-Wachstumsraten deutlich über Potenzial zu einer wirtschaftlichen Überhitzung. Und weder die Mitgliedschaft in der EU (noch in der Eurozone) verringern langfristig zu tragende (Reform-)Kosten. Die EU-Mitgliedschaft selber oder die substantielle Beteiligung von Auslandsbanken aus entwickelten Volkswirtschaften können „nur“ eine geordnetere Anpassung ohne

¹⁸ Europäische Zentralbank (2008). Convergence Report May 2008. Frankfurt.

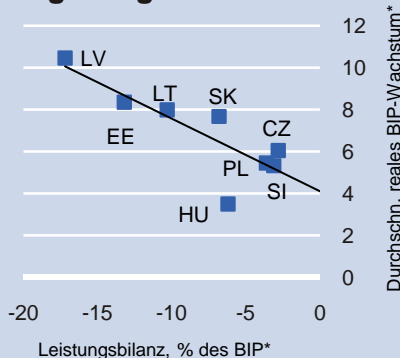
¹⁹ Einige EU-15-Länder haben im Zuge ihrer Integrationsprozesse in die EU und/oder die Eurozone ähnliche Erfahrungen gemacht. Siehe dazu Brzoza-Brzezina, Michal (2005). Lending booms in den New EU Member States. ECB Working Paper 543.

Aufholprozess fördert externe Ungleichgewichte



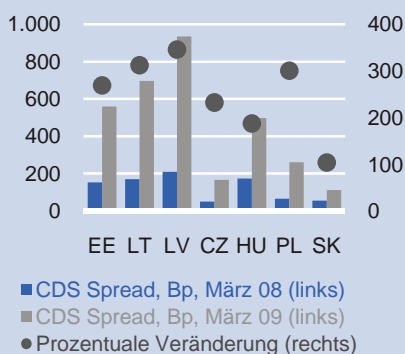
*2004. Quellen: Eurostat, DB Research **23**

Hohes Wachstum - hohe Ungleichgewichte



*2004-2008. Quellen: Eurostat, DB Research **24**

Risikoneupreisierung in den MOEL



Anmerkung: Slowenien nicht verfügbar. Quellen: Bloomberg, DB Research **25**

substanzielle Kapitalabflüsse und Zahlungsbilanzkrisen ermöglichen.²⁰

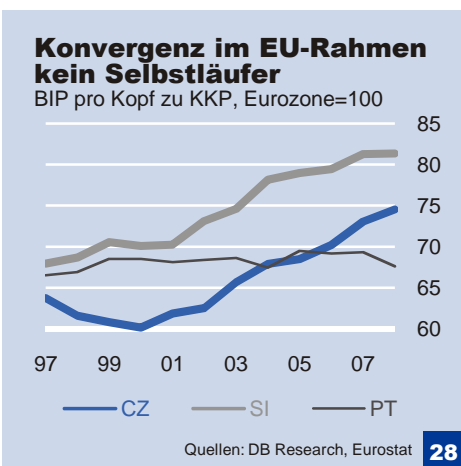
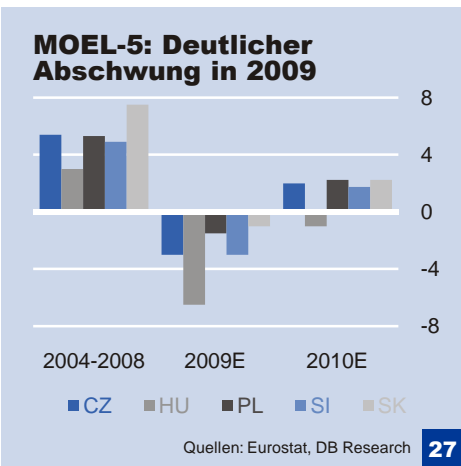
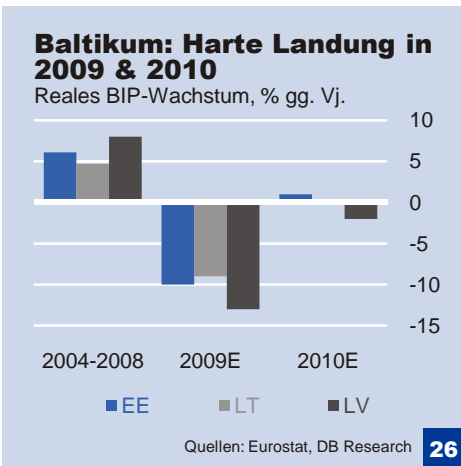
Angesichts der hohen Kreditexpansion – bei niedrigen Sparvolumina – in den MOEL wird klar, dass das besondere Kapitalmarktumfeld der letzten Jahre ein wichtiger Katalysator zur Überschreitung der „Geschwindigkeitslimits“ war. Denn die Risikoprämien für Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften waren aus historischer Perspektive auf extrem niedrige Niveaus gefallen. Für die MOEL gilt dies vor allem nach ihrem EU-Beitritt in 2004 und bis zur Risikoneupreisierung an den internationalen Kapitalmärkten im Zuge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008 und 2009. Zumal das positive globale Kapitalmarktumfeld und die damit einhergehenden Erwartungen der Wechselkursstabilität (oder sogar kontinuierlichen Aufwertung) auch den hohen Anteil der Verschuldung in Fremdwährungen in einigen MOEL erklären. Die Aufnahme von Fremdwährungskrediten im Zuge eines positiven globalen Kapitalmarktumfeldes und bei höheren inländischen Zinsniveaus ist ein gängiges und kurzfristig rational erklärbares Phänomen in aufstrebenden Volkswirtschaften. Obgleich über die letzten Jahre kontinuierlich vor Risiken für die Volkswirtschaften und Finanzsektoren der MOEL resultierend aus der raschen Steigerung der Finanzintermediation gewarnt wurde, entfalteten sich die systemischen Risiken dieser raschen Expansion erst durch den externen Schock der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahre 2008 und 2009.²¹

Kurzfristiger Ausblick: Starke Differenzierung unter den MOEL

In den MOEL, die überproportional stark auf ein kreditbasiertes Vorziehen einer möglichen Wohlstandsdividende im EU-Rahmen gesetzt haben, drohen in den kommenden Jahren deutliche Wohlstandseinbußen. Deren Ausmaß wird den Transitionsschocks zu Beginn der 1990er Jahre mit negativen BIP-Wachstumsraten im hohen einstelligen oder sogar zweistelligen Bereich gleichkommen. Damit werden diese MOEL in 2009 und 2010 in Bezug auf den Pro-Kopf-Wohlstand in Relation zum Durchschnitt der EU-27 und der EU-15 deutlich verlieren. Insofern wird sich in den kommenden Jahren die schon im Jahre 2008 und 2009 erkennbare Differenzierung unter den MOEL fortsetzen. Im Baltikum oder in Ungarn stellt die aktuelle Krise nicht nur einen zyklischen Abschwung dar. Tiefere Anpassungen sind hier notwendig, um ein über die Verhältnisse leben im privaten und/oder öffentlichen Sektor – und das über Jahre hinweg – zu korrigieren. In Polen, der Slowakei, Slowenien und der Tschechischen Republik sehen wir die reale Konvergenz auch während der aktuellen Krise als intakt an. Diese vier Volkswirtschaften werden in 2009 und 2010 voraussichtlich weniger schrumpfen und sich schneller erholen als die meisten großen Volkswirtschaften

²⁰ Deutlich wurde dies durch die Liquiditätshilfen der EZB für Polen und Ungarn, die substanzielle Beteiligung der EU bei der Stabilisierung Ungarns oder Lettlands in Form von Zahlungsbilanzhilfen im Rahmen der notwendigen IWF-Beistandsabkommen sowie das bisher klare Bekenntnis der westeuropäischen Banken zu ihren Auslandstöchtern in den MOEL. Für das internationale Hilfspaket für Lettland stellten EU-Institutionen und EU-Mitgliedsländer EUR 5,4 Mrd. bereit, der IWF und die Weltbank „nur“ EUR 2,1 Mrd. Im Rahmen des EUR 20 Mrd. starken Hilfsprogrammes für Ungarn stellte die EU EUR 6,5 Mrd. bereit.

²¹ Siehe dazu Konvergenzreports der Europäische Zentralbank aus dem Jahre 2006 oder 2008 sowie Klett, Bernd und Marion Mühlberger (2007). Overheating concerns intensify, Credit Monitor Eastern Europe. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main. 5. April 2007; Nestmann, Thorsten und Marion Mühlberger (2007). Eastern Europe: funding and liquidity risks have risen, Credit Monitor Eastern Europe. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main. 6. November 2007.



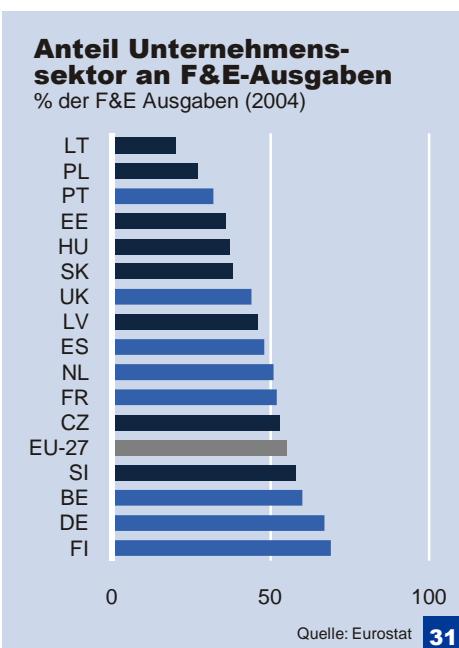
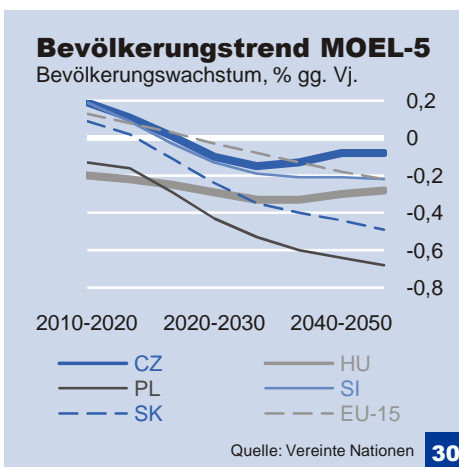
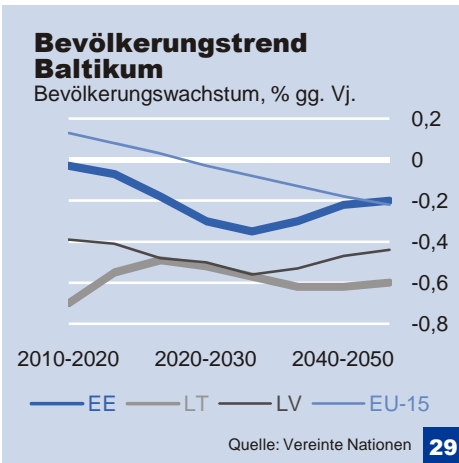
Westeuropas. Diese vier Volkswirtschaften weisen keine deutlichen makroökonomischen Ungleichgewichte auf und sind strukturell für einen kommenden wirtschaftlichen Aufschwung gut positioniert. Denn ihre starke Handelsintegration mit den wirtschaftlichen Kernstaaten der EU hat ihre Grundlage in einer modernen industriellen Basis. Für diese Länder stellt die aktuelle Krise einen zyklischen Abschwung nach einem starken Aufholprozess dar.

Langfristiger Ausblick

Derzeit stehen die acht MOEL der 2004er Erweiterungsrunde für etwa 5,7 % des BIP der EU-27, in Kaufkraftparitäten gerechnet für 9% des BIP der EU-27, aber repräsentieren 15% ihrer Bevölkerung. Aus dieser Diskrepanz und der Möglichkeit für die MOEL, weiter vom EU-Binnenmarkt zu profitieren, ergibt sich ein Potenzial für einen weiteren Aufholprozess in den MOEL. Damit sehen wir trotz Korrektur des Wachstumspfad der letzten Jahre – bei Erhaltung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit – mittel- bis langfristig gute Chancen auf ein Wirtschaftswachstum über dem der EU-15. Die notwendige makroökonomische und strukturelle Fundierung eines Aufholprozesses zeigt aber auch, dass die Möglichkeit einer raschen und einfachen Konvergenz im Rahmen des Konvergenzclubs EU nicht überschätzt werden sollte. Die EU hat zwar eine nachgewiesene Kompetenz in der Heranführung weniger entwickelter Volkswirtschaften an ihr Wohlstandsniveau und unterstützt dies bis zu einem gewissen Grad über zentrale Umverteilungsmechanismen. Allerdings stellt die EU-Mitgliedschaft nur die Rahmenbedingungen für eine langfristig positive wirtschaftliche Entwicklung bereit. Die Nutzung dieser Rahmenbedingungen liegt im Verantwortungsbereich jedes Mitgliedes. Die reine Mitgliedschaft in der EU impliziert keine langfristige ökonomische Konvergenz zu den durchschnittlichen Wohlstandsniveaus innerhalb der EU; was gerade an den deutlichen und persistierenden Wohlstandunterschieden zwischen den EU-15-Ländern deutlich wird. Dieser Aspekt ist von besonderer Relevanz für die MOEL. Sowohl die Erwartungen der Bevölkerung in den MOEL als auch oftmals im Konvergenzkontext für Projektionen verwendete makroökonomische Beta-Konvergenzmodelle bauen implizit oder explizit auf der Annahme einer vollständigen und quasi-automatischen Konvergenz zu durchschnittlichen Niveaus der EU-27 (oder gar der Eurozone) auf.

Einfache Wachstumstreiber ausgeschöpft

Insofern können sich auch die bis dato erfolgreichen MOEL nicht auf ihren Transformationserfolgen ausruhen. Zumal einfache Wachstumsbeschleuniger, wie die Erhöhung der Finanzintermediation oder die Harmonisierung mit dem EU-Regelwerk, weitgehend ausgereizt sind. Auch die zu Beginn der Transition vorherrschende Unterrepräsentation im Welthandel, im EU-Intrahandel und in europäischen Konzernverbänden ist aufgeholt. Weitere graduelle Anteilsgewinne am Welthandel und EU-Intrahandel lassen sich nur noch durch eine deutliche Steigerung der Wertschöpfung und Produktivität erreichen.



Hierfür wird vor allem eine Steigerung der wissensintensiven Produktion und Innovationskraft notwendig sein. Dies gilt besonders angesichts des extrem negativen demographischen Ausblicks in allen MOEL.²² Bisher haben sich die MOEL und hier vor allem die MOEL-5 auf arbeitsintensive Branchen, geprägt von hoher Technologie- und mittlerer Wissensintensität, spezialisiert. Das war zum Erhalt oder Ausbau ihrer industriellen Basis notwendig. Allerdings wurde schon im letzten Boom das Reservoir an dafür hinreichend qualifizierten Arbeitskräften ausgeschöpft. Dieser Engpassfaktor aller MOEL zeigt, dass das Potenzial zur extensiven Reindustrialisierung oder sogar weiteren Expansion entlang der aktuellen Produktionsstruktur nahezu ausgeschöpft ist. Zudem wird es für die MOEL sogar schwer werden ihre aktuelle Wertschöpfungs- und Industrialisierungsposition in Zukunft zu halten. Denn hier stehen sie in starker Konkurrenz zu anderen aufstrebenden Volkswirtschaften innerhalb der EU oder außerhalb der EU mit möglicherweise langfristig günstigeren Produktionskostenstrukturen.

Um dem Konkurrenzdruck standzuhalten, wäre eine Beibehaltung der aktuell niedrigen Steuerniveaus in den MOEL ein wichtiger Wettbewerbsvorteil innerhalb der EU. Die Bewahrung dieses Wettbewerbsvorteils erscheint möglich, da die meisten MOEL in den kommenden Jahren in der Lage sein sollten ihre attraktiven Steuersätze beizubehalten. Allerdings sollte auch in den MOEL der Druck in Richtung Steueranhebungen nicht unterschätzt werden. Die letzten Boomjahre ermöglichten eine einnahmenbasierte fiskalische Konsolidierung. In den kommenden Jahren könnten neben Ausgabenkürzungen auch selektive Steuererhöhungen zur Stärkung der Steuerbasis nicht ausgeschlossen werden. Dies vor allem wenn in einigen MOEL kein weitere Reformierung der Kostenstrukturen für Gesundheit und Pflege gelingt.

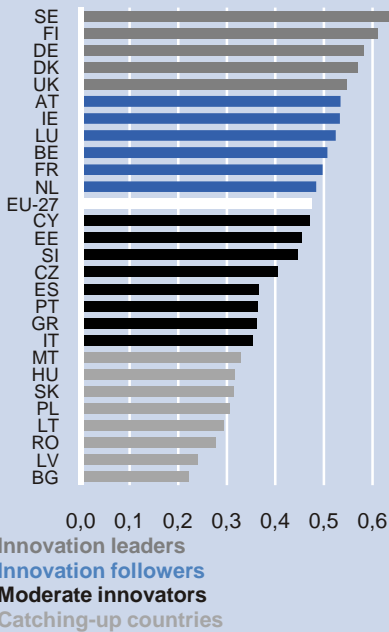
Keine rasche Deindustrialisierung

Trotz Ausschöpfung des Potenzials für extensive Wachstumsstrategien wäre die Sorge vor einer raschen Deindustrialisierung in den MOEL aber überzogen. Die gute infrastrukturelle Erschließung – zumindest in den industriellen Zentren – sowie die relativ geringen Transportkosten für westeuropäische Firmen und die relative Modernität der im ADI-Boom entstandenen Produktionsanlagen werden die Region noch über Jahre als attraktiven Produktionsstandort im Rahmen europäischer Produktionsverbünde erhalten. Und langfristig kann eine weitere wirtschaftliche Entwicklung der MOEL auch ihre Attraktivität als Arbeits- und/oder Migrationsziel innerhalb und außerhalb der EU erhöhen, was dem negativen demographischen Trend entgegenwirken könnte.

²² Alle MOEL weisen sowohl im globalen Vergleich zu anderen aufstrebenden Volkswirtschaften als auch im Vergleich zu den meisten EU-15 Ländern einen deutlich schlechteren demographischen Ausblick auf. Die Gesamtbevölkerung und vor allem das Erwerbepersonenpotenzial werden in allen MOEL langfristig merkbar schrumpfen. Siehe dazu Weltbank (2007). From Red to Gray: The "Third Transition" of Aging Populations in Eastern Europe and the Former Soviet Union. New York.

EU-27: Ranking Innovationsverhalten 2008

Summary Innovation Index 2008, European Innovation Scoreboard, normiert zwischen 0 und max. 1



Quelle: Pro Inno Europe, Inno Metrics **32**

Wachstumstreiber F&E und EU-Mittel

Um weiter Wachstum zu generieren, werden in allen MOEL komplexe institutionelle Verbesserungen stattfinden müssen, um die Produktivität und Wertschöpfung im Land sowie die Innovationsfähigkeit zu erhöhen. Wobei wir die meisten MOEL für die Steigerung der Wertschöpfung, den Ausbau der wissensintensiven Produktion, die Stärkung wissensintensiver und produktionsnaher Dienstleistungen und die Erhöhung der Innovationskraft in Relation zu ihrer aktuellen Wirtschaftskraft als relativ gut positioniert sehen. Dies obgleich derzeit noch keines der MOEL im europäischen Ranking des Innovationsverhaltens (European Innovation Scoreboard, EIS) in den innovativsten Ländergruppen erscheint und sich die MOEL auch in Bezug auf ihre F&E-Ausgaben in Relation zum BIP im Querschnittsvergleich in der EU-27 eher im hinteren Mittelfeld oder am Ende der Skala befinden.²³ Denn trotz mäßigen Abschneiden im EIS und Rückstand in Bezug auf die F&E- und Bildungsausgaben sehen wir einige MOEL wegen ihrer soliden Position in den innovationsstimulierenden Bereichen Bildung und F&E als gut gerüstet an, um in Zukunft auf ein Entwicklungsmodell des intensiveren und qualitativeren Wachstums umzuschalten. In Bezug auf Ausbildung und Qualifikation haben die MOEL bereits einige EU-15 Länder hinter sich gelassen. Im F&E Bereich sind zwei zentrale Aspekte hervorzuheben: Erstens trägt der private Sektor in den MOEL substantiell zu den Gesamtausgaben für F&E bei und zweitens liegt die Beschäftigung im F&E Bereich als Anteil der Gesamtbeschäftigung schon heute nahe am EU-27 Durchschnitt. In der Slowakei, der Tschechischen Republik, Ungarn und Polen zählen die Hauptstadtregionen schon zu den Top-15 Regionen in der EU in Bezug auf den Beschäftigungsanteil des F&E-Personals. Gerade die Beteiligung des privaten Sektors an F&E Aktivitäten kann die Umsetzung von Forschungsergebnissen in absatzfähige Produkte erleichtern.

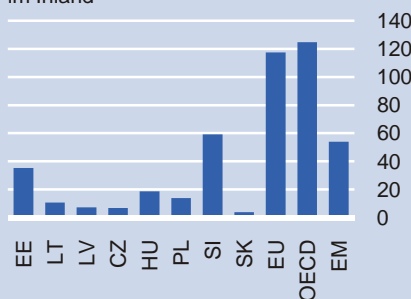
Für die mittelfristige Perspektive der MOEL wird auch eine effizientere Ausnutzung der EU-Fördermittel unter dem derzeitigen Finanzrahmen (2007-2013) von Relevanz sein. Denn die EU-Finanzmittel konzentrieren sich auf wichtige Bereiche wie Infrastruktur, Erneuerung der Energieversorgung oder Bildung und Forschung. Durch eine effizientere Ausnutzung der EU-Mittel könnte damit die Quantität und Qualität der Staatsausgaben – bei geringer Eigenbeteiligung – gesteigert werden. Damit könnten die MOEL bis 2015 einen jährlichen Stimulus von 2-4% des BIP generieren.

Mehr globale Orientierung nötig

Die MOEL trotz ihrer starken Fokussierung auf die EU und vor allem die EU-15-Länder zunehmend auch ihre Chance auf Märkten außerhalb der EU suchen. Komparative Vorteile könnten Firmen aus den MOEL bei speziell für aufstrebende Volkswirtschaften passenden Produkten haben. Zumal hier an traditionelle Wirtschaftsbeziehungen aus der Zeit vor der 1989/1990er Wende angeknüpft werden könnte. So hat der Anlagen- und Maschinenbau aus den MOEL-5 viele Produkte in ehemals sozialistische Bruderländer geliefert und hier wird Ersatzbedarf notwendig werden. Eine zunehmende Orientierung über die EU hinaus wäre gerade für die MOEL von Bedeutung, aus denen heraus schon ADI getätigt werden. Zu-

MOEL unterrepräsentiert bei auswärtigen ADI

Bestand ADI im Ausland, % der ADI im Inland



Quellen: Weltbank, DB Research **33**

²³ Gemäß dem EIS werden nur Estland, die Tschechische Republik und Slowenien als ausstrebende Innovationsökonomien oder moderate Innovatoren klassifiziert. Lettland, Litauen, Polen, die Slowakei und Ungarn gehören in diesem Ranking zu der schwächsten Ländergruppe.



Beitritt zur EWU als Wachstumsbeschleuniger...

... bei hinreichender struktureller Vorbereitung

mal fast alle MOEL bezüglich nach außen gerichteter ADI deutlichen Nachholbedarf haben.

Obwohl wir die einfachen Wachstumsbeschleuniger der EU-Mitgliedschaft für die MOEL als weitgehend ausgereizt ansehen, verbleibt auch noch ein herausfordernder Wachstumsbeschleuniger: die Mitgliedschaft in der EWU. Die Mitglieder Slowenien und Slowakei können durch weitere stabilitätsorientierte Politiken von den positiven Effekten ihrer Mitgliedschaft sowie einer Erweiterung der Eurozone um weitere MOEL profitieren. Alle Noch-Nicht-Mitglieder könnten von ihrer glaubwürdigen Annäherung an die Eurozone profitieren. Nach der nun folgenden Analyse der ökonomischen Position aller MOEL bezüglich der Dimensionen makroökonomische Stabilität, außerwirtschaftliche Tragfähigkeit und nachhaltige Einbindung in die europäische Arbeitsteilung werden wir uns dem Thema der Euroeinführung in den MOEL widmen.

MOEL im Überblick

Basisdaten (Durchschnitte 2004-2008)

	EE	LT	LV	CZ	HU	PL	SI	SK
Wachstumsrate des BIP, %	6,1	4,7	8,0	5,4	3,0	5,3	4,9	7,5
BIP pro Kopf in EUR, KKP	15.341	13.330	12.419	18.529	15.024	12.506	21.170	15.094
Arbeitslosenquote in %	7,1	7,4	8,0	7,2	7,1	15,1	5,9	14,8
Verbraucherpreisindex, % gg. Vj.	5,7	4,7	9,0	3,3	4,9	2,7	3,2	4,4
Budgetdefizit in % des BIP	1,3	-1,2	-0,9	-2,3	-6,5	-3,6	-1,2	-3,1
Leistungsbilanz in % des BIP	-13,2	-10,3	-17,2	-2,8	-6,2	-3,6	-3,1	-6,8
Staatsverschuldung in % des BIP	4,3	17,8	12,0	29,5	64,0	46,1	26,0	33,5
Auslandsverschuldung in % des BIP	98,3	65,7	116,0	39,6	90,8	50,5	22,4	56,7

Internationale Wettbewerbsfähigkeit*

	EE	LT	LV	CZ	HU	PL	SI	SK
Effektiver Wechselkurs (1999=100), 2008 vs. 2004	17,6	14,0	26,0	33,6	16,7	24,9	4,0	43,5
Exporte in % des BIP	75,6	48,3	42,6	74,9	73,9	40,0	67,0	79,7
Exporte, % gg. Vj.	21,7	26,1	25,3	25,0	18,8	25,7	21,3	25,7
Arbeitsproduktivität (EU15=100)	55,1	51,5	45,0	63,8	65,8	57,8	75,9	64,9
Lohnstückkosten (2000=100), Prozentpunkte gg. Vj.	8,9	-2,8	17,8	0,4	4,1	1,9	-0,6	0,3

*= Durchschnitte der Jahre 2004-2008 (Ausnahme: Wechselkurs)

Wissenschaft & Technologie

	EE	LT	LV	CZ	HU	PL	SI	SK
F&E Ausgaben in % des BIP, 2005	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,6	1,2	0,5
Anteil daran, der von Geschäftsunternehmen finanziert ist (in %), 2004	36	20	46	53	37	27	56	38
Anteil des F&E Personals in % der beschäftigten Personen, 2004	1,3	1,2	0,8	1,3	1,3	0,9	1,1	1,0
Öffentliche Bildungsausgaben (Tertiärer Bildungssektor) in % des BIP, 2004	0,9	1,1	0,7	1,0	1,0	1,2	1,4	1,0
Graduierte im tertiären Bildungssektor in % der 25-29 Jährigen, 2005	12,6	18,4	16,5	6,3	9,0	17,0	10,2	7,8
High-Tech Exporte in % der gesamten Exporte, 2005	10,3	3,2	3,2	11,7	19,7	3,2	4,3	6,4
Weltmarktanteil an High-Tech Exporten (in %), 2005	0,04	0,02	0,01	0,50	0,68	0,16	0,05	0,11
European Innovation Scoreboard (EIS) 2008, Summary Index, Rang in der EU-27	13	24	26	15	21	23	14	22

Quellen: Eurostat, DB Research

34

Gunter Deuber (+49 69 910-31718, gunter.deuber@db.com)

Die MOEL im Detail

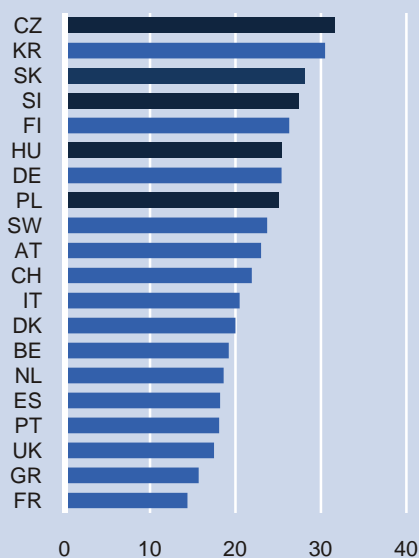
Wirtschaftliche Kerndaten

	1999-2003	2004-2008
Tschechische Rep.		
BIP-Wachstum, % gg. Vj.	2,6	5,4
BIP pro Kopf in EUR, KKP	13.792	18.529
Arbeitslosenquote, %	8,1	7,2
Inflation, % gg. Vj.	2,5	3,3
Budgetdefizit, % BIP	-5,3	-2,3
Leistungsbilanz, % BIP	-4,9	-2,8
Staatsschulden, % BIP	23,7	29,5
Auslandsschulden, % BIP	37,0	39,6
Wechselkurs vs. EUR	34,3	28,0

Quellen: Eurostat, DB Research **35**

CZ: Führende Industrialisierung in der EU und OECD

Industrielle Wertschöpfung, % des BIP (2006)



Quelle: OECD **36**

Int. Wettbewerbsfähigkeit*

	1999-2003	2004-2008
Tschechische Rep.		
Effektiver Wechselkurs (1999=100)**	13,5	33,6
Exporte in % des BIP	61,2	74,9
Exporte, % gg. Vj.	11,3	25,0
Arbeitsproduktivität (EU15=100)	56,2	63,8
Lohnstückkosten (2000=100), %-Punkte, gg. Vj.	8,5	0,4

*= Durchschnitte der Jahre 2004-2008 & 1999-2003 (Ausnahme: Wechselkurs). ** 2003 vs. 1999 & 2008 vs. 2004

Quellen: Eurostat, DB Research **37**

Tschechische Republik (CZ)

Der Tschechischen Republik gelang es im Rahmen der EU-Integration ihren hohen Industrialisierungsgrad zu bewahren. Insofern ist es auch wenig verwunderlich, dass die Tschechische Republik schon in den 1990er Jahren ein Hauptzielland für ADI unter den MOEL war und heute den höchsten ADI-Bestand pro Kopf unter den MOEL aufweist.

Begünstigt wurde der ADI- und Industrialisierungsboom schon vor dem EU-Beitritt auch durch ein sehr solides makroökonomisches Umfeld und Lohnsteigerungen im Einklang mit dem Produktivitätswachstum. Insofern zählt der makroökonomische Datenkranz in der Tschechischen Republik gemeinsam mit Slowenien zu den solidesten unter den MOEL. Seit Mitte der 1990er Jahre sanken die Inflationsraten auf niedrige einstellige Niveaus, die Zentralbank konnte sich als unabhängiger und glaubwürdiger geldpolitischer Akteur etablieren. Seit dem EU-Beitritt sanken auch die Budgetdefizite auf Maastricht-kompatible Niveaus.

Begünstigt durch das niedrige inländische Zinsniveau hat die Kreditvergabe in Fremdwährung in der Tschechischen Republik keine Verbreitung gefunden. Zumal die Expansion der Finanzintermediation moderat war, dies auch seit dem EU-Beitritt. Von 2000 bis 2008 erhöhte sich der inländische Kreditbestand in % des BIP nur um 8 Prozentpunkte auf 58%. Durch die steigenden Exportkapazitäten und Handelsbilanzüberschüsse nach dem EU-Beitritt ist auch das Leistungsbilanzdefizit auf niedrigen und beherrschbaren einstelligen Niveaus in % des BIP geblieben. Gerade handelsseitig konnte das Land damit nach dem EU-Beitritt die Früchte der erfolgreichen wirtschaftlichen Integration ernten. Heute ist die Tschechische Republik mit einem Anteil des EU-Intrahandels am Gesamthandel von 85% eine der am stärksten integrierten Volkswirtschaften innerhalb der EU.

Obwohl es der Tschechischen Republik langfristig schwer fallen wird ihren Industrialisierungsgrad zu halten, sehen wir das Land als gut positioniert an, um in Zukunft die Wertschöpfung im Land zu erhöhen und mit der soliden Industriebasis eng verbundene Wirtschaftsbereiche zu erschließen. Die Tschechische Republik ist mit Slowenien die innovativste der MOEL-Ökonomien mit einem hohen Anteil von Hochtechnologieexporten am Gesamtexport. Die F&E-Ausgaben sowie die Beteiligung des privaten Sektors daran sind unter den höchsten in der Region.

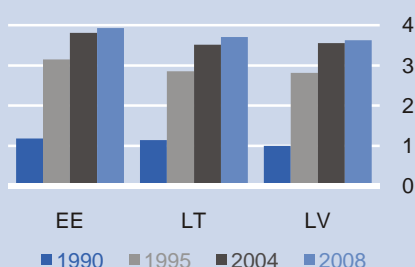
Im Lichte des soliden makroökonomischen Umfeldes ist es erstaunlich, dass das an sich beitriffähige Land in den letzten Jahren keine klare Euroeinführungsstrategie verfolgt hat. Der Absentismus war vorrangig durch Präferenzen seitens der Zentralbank und der Regierung zu Gunsten eines Erhalts der geldpolitischen Autonomie im Konvergenzprozess sowie die fundamentale Opposition des Präsidenten zu erklären. Im Lichte des erreichten Wohlstandsniveaus und der vergangenen geld- und fiskalpolitischen Stabilitätsorien-

Wirtschaftliche Kerndaten

Estland	1999- 2004-	
	2003	2008
BIP-Wachstum, % gg. Vj.	6,4	6,1
BIP pro Kopf in EUR, KKP	9.342	15.341
Arbeitslosenquote, %	11,4	7,1
Inflation, % gg. Vj.	3,6	5,7
Budgetdefizit, % BIP	-0,4	1,3
Leistungsbilanz, % BIP	-7,4	-13,2
Staatsschulden, % BIP	5,4	4,3
Auslandsschulden, % BIP	54,1	98,3
Wechselkurs vs. EUR	15,6	15,6

Quellen: Eurostat, DB Research **38**

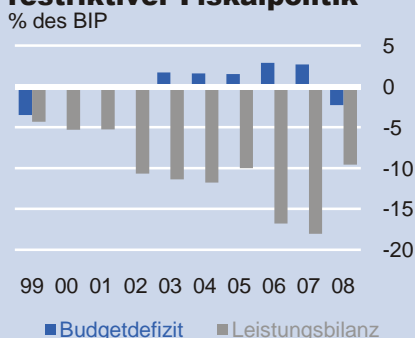
EE: No. 1 im Baltikum im EBRD Reformindex



Die Skalierung reicht von 1 bis 4,0. Ein Wert von 4,0 steht für die erfolgreiche Transition zu einer voll funktionierenden freien Marktwirtschaft im Sinne der Indexkategorien.

Quellen: EBRD, DB Research **39**

EE: Ungleichgewichte trotz restriktiver Fiskalpolitik



Quellen: Eurostat, DB Research **40**

Int. Wettbewerbsfähigkeit*

Estland	1999- 2004-	
	2003	2008
Effektiver Wechselkurs (1999=100)**	7,3	17,6
Exporte in % des BIP	73,9	75,6
Exporte, % gg. Vj.	11,7	21,7
Arbeitsproduktivität (EU15=100)	43,1	55,1
Lohnstückkosten (2000=100), %-Punkte, gg. Vj.	-4,0	8,9

*= Durchschnitt der Jahre 2004-2008 & 1999-2003 (Ausnahme: Wechselkurs). ** 2003 vs. 1999 & 2008 vs. 2004

Quellen: Eurostat, DB Research **41**

tierung wäre der Beitritt der Tschechischen Republik zur Eurozone – nach einem notwendigen Beitritt zum WKM II – „nur“ eine logische Konsequenz.

Estland (EE)

In den 1990er Jahren gehörte Estland zu den Reformstars unter den MOEL. Bezüglich seiner internationalen Handelsintegration liegt Estland heute gleichauf mit den am höchsten integrierten Volkswirtschaften unter den MOEL-5. Durch die besondere Spezialisierung auf den Dienstleistungsbereich, oftmals Backoffice- und Serviceleistungen für internationale bzw. nordische Konzerne, weist Estland sogar den höchsten Anteil des Dienstleistungshandels in % des BIP unter allen MOEL aus.

Der makroökonomische Datenkranz Estlands zeigt allerdings auch klar die Gratwanderung zwischen dynamischer Expansion und wirtschaftlicher Überhitzung. Getrieben durch ein starkes Importwachstum, v.a. von Konsumgütern, hat sich das Handelsbilanzdefizit im Güterhandel von -12% in 2002 auf bis zu -18% des BIP im Jahr 2007 ausgeweitet, während sich im gleichen Zeitraum der Überschuss im Dienstleistungshandel von 10% des BIP auf 6% verringert hat. Im Zuge dieser negativen außenwirtschaftlichen Entwicklungen hat sich das Leistungsbilanzdefizit von -5,2% im Jahr 2001 auf über -18% in 2007 ausgeweitet. Trotz außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte ist es in Estland allerdings gelungen, die binnenwirtschaftliche Überhitzung einigermaßen zu begrenzen. Dies geschah durch eine solide Fiskalpolitik mit Haushaltsüberschüssen in der Spanne von 0,5 % bis 3% des BIP zwischen 2002 und 2007. Aber selbst diese konservative Fiskalpolitik war offenbar nicht ausreichend restriktiv, da das hohe Kreditwachstum im privaten Sektor und für Konsumzwecke dem Abbau von wirtschaftlichen Ungleichgewichten entgegenwirkte. Von 2004 bis 2007 betrug das jährliche Kreditwachstum zwischen 30-40% und vor dem EU-Beitritt waren die Expansionsraten schon ähnlich hoch. Dadurch erhöhte sich der inländische Kreditbestand von 34% des BIP im Jahre 2000 auf 98% im Jahre 2008, während das Gros der Expansion nicht durch inländische Ersparnisse gedeckt war. Insofern ist auch die Auslandsverschuldung von 2000 bis 2008 von 45% auf 108% des BIP deutlich angestiegen.

Vor diesem Hintergrund der wirtschaftlichen Ungleichgewichte ist es wenig verwunderlich, dass das an sich beitriftswillige Land in den letzten Jahren weit von einer Erfüllung der Maastricht-Kriterien zur Euroeinführung entfernt war. In der nun anstehenden Phase der Korrektur der wirtschaftlichen Ungleichgewichte wird die prozyklische Wirkung des Currency Board zum Tragen kommen. Wobei trotz eines deutlichen Anstiegs des realen effektiven Wechselkurses und der Lohnstückkosten seit 2004 die notwendige Korrekturen makroökonomischer Natur noch moderater ausfallen sollten als in Lettland. Erstens scheint der effektive Wechselkurs aus langfristiger Perspektive weniger überbewertet als in den anderen baltischen Ländern und notwendige realwirtschaftliche Korrekturen haben in Estland deutlich früher eingesetzt.²⁴ Zudem gehört Estland zu den

²⁴ Estland setzt den Wechselkurs bei Einführung des Currency Board bewusst unter Wert fest, um seine internationale Wettbewerbsfähigkeit zu bewahren. Siehe dazu Böllhof, Uta (2002). 10 Jahre Systemtransformation in den Baltischen Staaten. Freiburg. S. 125. Zudem wurde gleich der Euro bzw. die Deutsche Mark als Ankerwährung gewählt. Die anderen baltischen Länder wählten lange einen Währungskorb mit dem US-Dollar bzw. dem Währungskorb der Sonderziehungsrechte des IWF als Anker. Dadurch verzeichneten Lettland und Litauen in der Phase der Dol-

Wirtschaftliche Kerndaten

	1999-2003	2004-2008
Ungarn		
BIP-Wachstum, % gg. Vj.	4,4	3,0
BIP pro Kopf in EUR, KKP	11.444	15.024
Arbeitslosenquote, %	6,1	7,1
Inflation, % gg. Vj.	7,8	4,9
Budgetdefizit, % BIP	-5,7	-6,5
Leistungsbilanz, % BIP	-7,4	-6,2
Staatsschulden, % BIP	56,2	64,0
Auslandsschulden, % BIP	63,1	90,8
Wechselkurs vs. EUR	253,5	254,1

Quellen: Eurostat, DB Research **42**

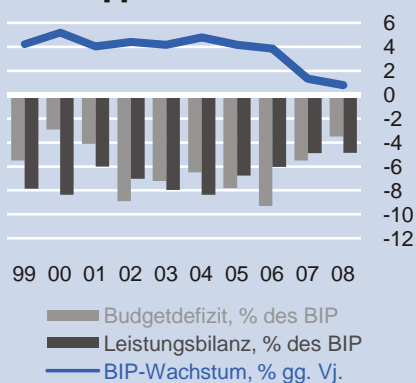
Int. Wettbewerbsfähigkeit*

	1999-2003	2004-2008
Ungarn		
Effektiver Wechselkurs (1999=100)**	17,0	16,7
Exporte in % des BIP	66,6	73,9
Exporte, % gg. Vj.	12,5	18,8
Arbeitsproduktivität (EU15=100)	59,8	65,8
Lohnstückkosten (2000=100), %-Punkte, gg. Vj.	5,1	4,1

*= Durchschnitt der Jahre 2004-2008 & 1999-2003 (Ausnahme: Wechselkurs). ** 2003 vs. 1999 & 2008 vs. 2004

Quellen: Eurostat, DB Research **43**

HU: Schwaches Wachstum bei Doppeldefizit



Quellen: Eurostat, DB Research **44**

innovativsten Ökonomien unter der MOEL und zu den innovativeren Ökonomien innerhalb der EU-27. Bei erfolgter Korrektur der wirtschaftlichen Ungleichgewichte und angesichts seiner soliden fiskalischen Position könnte Estland als Bereits-Mitglied im Wechselkursmechanismus (WKM II) als erster baltischer Staat die Eurozonenreife erlangen.

Ungarn (HU)

Zusammen mit Slowenien hatte Ungarn die günstigste Ausgangsposition unter den MOEL zu Beginn der Transition.²⁵ Damit gehörte Ungarn lang zu den Wachstumsstars und den Hauptempfängerländern von ADI unter den MOEL.²⁶ In der Periode 2004-2008 hat sich das Wirtschaftswachstum im Vergleich zur Vorperiode 1999-2003 allerdings deutlich abgeschwächt, eine klare Abkopplung vom Postbeitrittsboom in den anderen MOEL. Seit dem EU-Beitritt lag das Wirtschaftswachstum sogar nur noch geringfügig über dem in der EU-15.

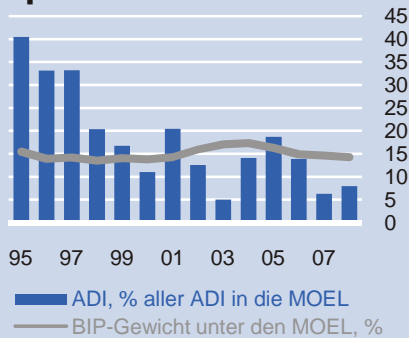
In Ungarn haben der öffentliche und private Sektor über Jahre über ihre Verhältnisse gelebt und dies vor und nach dem EU-Beitritt. Damit weist Ungarn heute sowohl den höchsten öffentlichen Schuldenstand unter den MOEL als auch die höchste externe Verschuldung unter den MOEL-5 auf. In der Periode 2000 bis 2008 hat Ungarn mit -6 % des BIP das im Schnitt höchste Budgetdefizit der MOEL ausgewiesen. Die Extremwerte von -9,0 und -9,3% des BIP wurden in 2002 und 2006, Jahren mit Parlamentswahlen, erreicht. Von 2000 bis 2008 hat sich der inländische Kreditbestandes von 54% auf 81% des BIP erhöht. Damit weist Ungarn heute den höchsten Kreditbestand in % des BIP aller MOEL-5 auf und hat sowohl von 2000 bis 2004 als auch von 2004 bis 2008 gemeinsam mit Polen – allerdings von deutlich höheren Niveaus im Falle Ungarns – den höchsten Anstieg der Finanzintermediation unter den MOEL-5 verzeichnet. Da das Gros der Expansion nicht durch heimische Ersparnisse gedeckt war, hat sich die externe Verschuldung Ungarns im gleichen Zeitraum von 63% des BIP massiv auf 106% des BIP bis 2008 erhöht. Durch das hohe Niveau schuldenfinanzierter öffentlicher und privater Ausgaben hat sich auch die Inflation seit dem EU-Beitritt nicht im niedrigen einstelligen Bereich stabilisieren können, während das Leistungsbilanzdefizit im hohen einstelligen Bereich in % des BIP verharrte. Das höchste Zinsniveau innerhalb der EU, resultierend aus dem hohen Refinanzierungsbedarf des Staates sowie der Notwendigkeit eine deutliche Risikoprämie zu bezahlen, hat zudem über Jahre die Aufnahme von Fremdwährungskrediten gefördert.

Im Zuge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise war Ungarn dann das erste Land unter den MOEL, das sowohl Liquiditätshilfen der EZB als auch ein substanzielles Notkredit- und Stabilisierungsprogramm des IWF mit Beteiligung der EU im Umfang von 20 Mrd. Euro benötigte. Trotz aus Politikverfehlungen der Vergangenheit resultierender struktureller Nachteile gegenüber den MOEL-5 (wie etwa eine niedrigere Erwerbsquote oder eine höhere Steuerlast) ist Ungarn immer noch erstaunlich gut positioniert, um sich wieder zu erholen. Dies vor allem wegen seiner soliden Position in der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Ungarn weist die dritthöchste Ar-

²⁵ Friedländer, Michael (1988). More austerity and more reform announced in Hungary. In Gabrisch, Hubert (Hrsg.). Economic Reforms in Eastern Europe and the Soviet Union. S. 125-131. Westview Press.

²⁶ Vor allem die größte rechtliche Sicherheit in Bezug auf Joint Ventures und ADI erlaubte Ungarn diese Performanz. Siehe dazu Pankov, Vladimir. Ökonomie der Reformländer. Service-Fachverlag. S.164-165.

HU: Tiefer Fall des ADI-Spitzenreiters



Quellen: EBRD, DB Research **45**

beitsproduktivität aller MOEL-5 im Vergleich zur EU-15 auf, und der reale Wechselkurs des HUF ist in den letzten Jahren weniger stark angestiegen als in anderen MOEL. Auch die Lohnstückkosten sind seit 2004 nur moderat angestiegen. Ungarn weist den höchsten Exportanteil an Hochtechnologieprodukten der MOEL aus. Auch bezüglich einiger Indikatoren im Bereich Bildung und F&E kann Ungarn mit der Tschechischen Republik und Slowenien mithalten.

Aufgrund des schwächsten makroökonomischen Datenkranzes aller MOEL-5 ist es wenig verwunderlich, dass Ungarn lange keines der Maastricht-Kriterien erfüllt hat. Die nun im Rahmen des IWF-Programms notwendigen Anpassungen zielen darauf ab, das Land näher an die Beitrittsreife zur Eurozone heranzuführen. Nach erfolgreicher Absolvierung des IWF-Programms im kommenden Jahr könnte sich für 2015 eine Perspektive zur Euroeinführung eröffnen.

Litauen (LT)

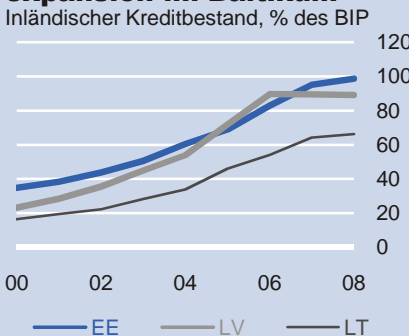
Seit dem EU-Beitritt verzeichnete die größte der baltischen Volkswirtschaften im Vergleich zu seinen Nachbarn nur moderate Zuwachsraten. Allerdings war diese moderate Expansion weniger stark schuldenfinanziert als in Estland oder Lettland. Hintergrund dieser positiven Entwicklung war die im regionalen Vergleich der baltischen Staaten geringste – aber absolut gesehen immer noch hohe – Expansion der Finanzintermediation. Der inländische Kreditbestand stieg „nur“ von 16% des BIP im Jahre 2000 auf 66 % im Jahre 2008 an. Obgleich das Gros der Expansion extern finanziert wurde, erscheint das Niveau der Auslandsverschuldung Litauens mit 72% des BIP noch tragfähig. Zu der moderatesten Kreditexpansion im Haushaltssektor unter den baltischen Staaten haben frühe Maßnahmen der Zentralbank, die Kreditexpansion durch einen Dialog mit dem Bankensektor zu begrenzen, sicher einen positiven Beitrag geleistet. Die Kehrseite der moderateren wirtschaftlichen Expansion in Litauen ist, dass das Land mit einem durchschnittlichen BIP-Wachstum von „nur“ 4,7 % über den Zeitraum 2004 bis 2008 ein deutlich langsames BIP-Wachstum als alle MOEL-5 – mit Ausnahme von Ungarn – verzeichnete. Diese schwache Wachstumsbilanz – trotz niedrigem Ausgangsniveau – deutet auf tiefere strukturelle Schwächen hin. Das Land gehört über Jahre zu den Reformschlusslichtern unter den MOEL und weist trotz positivem allgemeinen Geschäftsklima auch nach dem EU-Beitritt in Teilbereichen des öffentlichen Sektors institutionelle Schwächen auf. Damit konnte Litauen auch über Jahre keine substanziellen ADI anziehen. Der ADI-Bestand ist unter den geringsten in den MOEL. Damit ist noch heute der außenwirtschaftliche Offenheitsgrad der litauischen Volkswirtschaft für solch eine kleine Ökonomie und besonders im Kontext der EU relativ niedrig.

Wirtschaftliche Kerndaten

	1999-2003	2004-2008
Litauen		
BIP-Wachstum, % gg. Vj.	7,9	4,7
BIP pro Kopf in EUR, KKP	8.356	13.330
Arbeitslosenquote, %	14,5	7,4
Inflation, % gg. Vj.	0,5	4,7
Budgetdefizit, % BIP	-2,3	-1,2
Leistungsbilanz, % BIP	-6,0	-10,3
Staatsschulden, % BIP	22,0	17,8
Auslandsschulden, % BIP	42,0	65,7
Wechselkurs vs. EUR	3,5	3,5

Quellen: Eurostat, DB Research **46**

LT: Moderateste Kreditexpansion im Baltikum



Quellen: IWF, DB Research **47**

Int. Wettbewerbsfähigkeit*

Litauen	1999- 2004-	
	2003	2008
Effektiver Wechselkurs (1999=100)**	13,4	14,0
Exporte in % des BIP	36,9	48,3
Exporte, % gg. Vj.	16,3	26,1
Arbeitsproduktivität (EU15=100)	40,8	51,5
Lohnstückkosten (2000=100), %-Punkte, gg. Vj.	-7,5	-2,8

*= Durchschnitte der Jahre 2004-2008 & 1999-2003 (Ausnahme: Wechselkurs). ** 2003 vs. 1999 & 2008 vs. 2004

Quellen: Eurostat, DB Research **48**

In der nun anstehenden Phase der Korrektur der wirtschaftlichen Ungleichgewichte wird Litauen mit der prozyklischen Wirkung des Currency Board zu kämpfen haben. Aufgrund der im regionalen Vergleich noch moderateren gesamtwirtschaftlichen Expansion in den letzten Jahren sollten die Korrekturen makroökonomischer Art geringer ausfallen als bei den baltischen Nachbarn. Zudem hat sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit Litauens durch einen leichten Rückgang bei den Lohnstückkosten seit dem EU-Beitritt sogar etwas verbessert. Dennoch ist Litauen strukturell schlechter positioniert als die führenden MOEL, um rasch auf einen tragfähigen Expansionspfad zurückzukehren. Das Produktivitätsniveau ist neben Lettland das niedrigste unter allen MOEL. Zudem gehört Litauen zu den Innovationsschlusslichtern unter den MOEL. Angesichts der strukturellen Schwächen und wirtschaftlichen Ungleichgewichte wird klar, dass Litauen trotz Beitrittswilligkeit bis dato nicht der Eurozone beitreten konnte und weit von einer (nachhaltigen) Erfüllung der Maastricht-Kriterien entfernt war. Nach Korrektur der wirtschaftlichen Ungleichgewichte könnte der Beitritt des Bereits-Mitgliedes im WKM II dann recht rasch ab 2012 erfolgen.

Wirtschaftliche Kerndaten

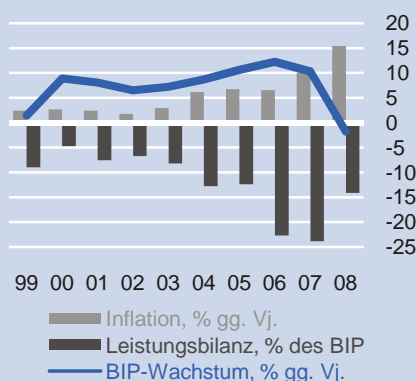
Lettland	1999- 2004-	
	2003	2008
BIP-Wachstum, % gg. Vj.	6,4	8,0
BIP pro Kopf in EUR, KKP	7.696	12.419
Arbeitslosenquote, %	12,7	8,0
Inflation, % gg. Vj.	2,5	9,0
Budgetdefizit, % BIP	-2,5	-0,9
Leistungsbilanz, % BIP	-7,2	-17,2
Staatsschulden, % BIP	13,4	12,0
Auslandsschulden, % BIP	66,3	116,0
Wechselkurs vs. EUR	0,6	0,7

Quellen: Eurostat, DB Research **49**

Lettland (LV)

Seit dem EU-Beitritt schickte sich Lettland an, alle MOEL – kurzfristig – zu überholen. Die höchste Wachstumsrate unter allen MOEL und innerhalb der EU wurde in Lettland erzielt. Damit ist der makroökonomische Datenkranz Lettlands allerdings klar von Anzeichen einer wirtschaftlichen Überhitzung gekennzeichnet. Im Zuge der Wachstumsdynamik seit dem EU-Beitritt erhöhte sich die Auslandsverschuldung Lettlands bis 2008 von 61% auf 139% des BIP. Getrieben war diese Expansion von einer drastischen Erhöhung des Grades der Finanzintermediation. Der inländische Kreditbestand in Relation zum BIP erhöhte sich von 2000 bis 2008 von 23% auf 89%. Dieser höchsten Expansion unter allen MOEL entsprachen Kreditwachstumsraten von 30-60% p.a. seit dem Jahr 2000, die sich seit dem EU-Beitritt nochmals beschleunigten. Angesichts des Haushaltskreditbooms haben auch das konsum- und importgetriebene Handelsbilanz- und Leistungsbilanzdefizit sowie die Inflationsraten schwindelerregende Höhen erreicht. Unterstützt wurde die wirtschaftliche Überhitzung durch eine prozyklische Fiskalpolitik. Es konnten keine Budgetüberschüsse erzielt werden; nur 2007 wurde eine schwarze Null erreicht.

LV: Boom & Bust



Quellen: Eurostat, DB Research **50**

Alles in allem wurden in Lettland sowohl in Bezug auf die externe Verschuldung des privaten Sektors als auch die außenwirtschaftliche Position im globalen Kapitalmarktumfeld der letzten Jahre Ungleichgewichte aufgebaut, die nicht mehr beherrschbar waren. Insofern benötigte das Land dann ein substanzielles internationales Stabilisierungsprogramm. Der IWF, die EU und bilaterale Förderer aus den nordischen Staaten und den MOEL schnürten ein massives Hilfsprogramm von 7,5 Mrd. EUR, was etwa 30% des BIP Lettlands entspricht.²⁷ Damit wird klar, dass Lettland eine harte makroökonomische Gesundheitschumpfungskur vor sich hat, um die Ungleichgewichte zu korrigieren und wieder an internationaler Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen. Hohe Inflationsraten und hohe Lohnsteigerungen haben im Zeitraum 2004 bis 2008 dazu geführt, dass Lettland den mit Abstand höchsten Anstieg der Lohnstückkosten aller MOEL verbuchen musste, während die Produktivität in Relation zur EU-15 die geringste aller MOEL ist. Zudem gehört Lettland zu den Inno-

²⁷ Zum Vergleich: Das für Ungarn geschnürte Hilfsprogramm beläuft sich auf etwa 17% des BIP des Landes und das für Island auf etwa 30% des BIP.

Int. Wettbewerbsfähigkeit*

	1999-2003	2004-2008
Lettland		
Effektiver Wechselkurs (1999=100)**	-7,2	26,0
Exporte in % des BIP	38,3	42,6
Exporte, % gg. Vj.	9,0	25,3
Arbeitsproduktivität (EU15=100)	36,7	45,0
Lohnstückkosten (2000=100), %-Punkte, gg. Vj.	-13,1	17,8

*= Durchschnitte der Jahre 2004-2008 & 1999-2003 (Ausnahme: Wechselkurs). ** 2003 vs. 1999 & 2008 vs. 2004

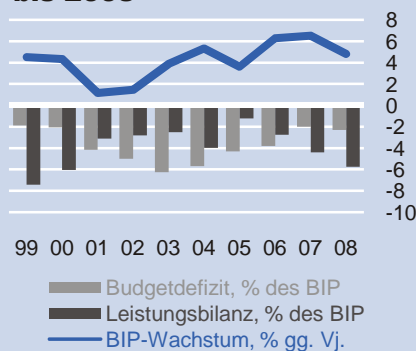
Quellen: Eurostat, DB Research **51**

Wirtschaftliche Kerndaten

	1999-2003	2004-2008
Polen		
BIP-Wachstum, % gg. Vj.	3,1	5,3
BIP pro Kopf in EUR, KKP	9.436	12.506
Arbeitslosenquote, %	17,5	15,1
Inflation, % gg. Vj.	5,1	2,7
Budgetdefizit, % BIP	-3,9	-3,6
Leistungsbilanz, % BIP	-4,4	-3,6
Staatsschulden, % BIP	40,7	46,1
Auslandsschulden, % BIP	41,9	50,5
Wechselkurs vs. EUR	4,1	3,9

Quellen: Eurostat, DB Research **52**

PL: Starkes Wachstum bis 2008



Quellen: Eurostat, DB Research **53**

tionsschlusslichtern in der EU-27 und unter den MOEL. Damit wird es Lettland im Vergleich zu seinen baltischen Nachbarn auch deutlich schwieriger haben, rasch auf einen tragfähigen Expansionspfad zurückzukehren. Vor dem Hintergrund der strukturellen Schwächen und wirtschaftlichen Ungleichgewichte wird klar, dass Lettland in den letzten Jahren weit davon entfernt war, den Euro einführen zu können. Nach einer notwendigen Korrektur der wirtschaftlichen Ungleichgewichte – bei Bewahrung der Wechselkursstabilität – sowie nach Absolvierung des laufenden IWF Programmes besäße Lettland dann eine Perspektive zur Euroeinführung.²⁸

Polen (PL)

Aufgrund der radikalsten Reformen in Richtung Marktwirtschaft unter den MOEL gehörte Polen von Anfang an zu den bevorzugten ADI-Destinationen der Region.²⁹ Insgesamt gehört der makroökonomische Datenkranz Polens neben dem der Tschechischen Republik und Sloweniens zu den solidesten der MOEL. Seit dem Jahr 2000 haben sich die Inflationsraten im niedrigen einstelligen Bereich stabilisiert. Die Zentralbank konnte sich als unabhängiger und glaubwürdiger geldpolitischer Akteur etablieren. Nach dem EU-Beitritt sanken auch die Budgetdefizite und waren in den letzten Jahren mit den Maastricht-Kriterien kompatibel. Damit hat sich auch der öffentliche Schuldenstand bei moderaten 45% des BIP stabilisiert.

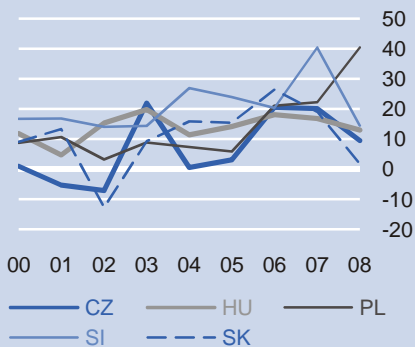
Im soliden makroökonomischen Umfeld hat sich in Polen der Grad der Finanzintermediation in den letzten Jahren deutlich erhöht. Die Expansion war – wenn auch von niedrigeren Niveaus aus – ähnlich stark wie in Ungarn. Das inländische Kreditvolumen stieg von 2000 bis 2008 von 34% auf 60% des BIP. Die Expansion konnte nicht jederzeit über lokale Ersparnisse finanziert werden. Insofern hat sich die Auslandsverschuldung in Polen in den letzten Jahren von 40% auf 53% des BIP erhöht. Getrieben durch die aufgrund der binnenwirtschaftlichen Dynamik der letzten Jahre verfolgte Hochzinspolitik, verbreitete sich auch die Kreditvergabe in Fremdwährung. Polen erlebte sogar bis weit ins Jahr 2008 hinein noch ein starkes Kreditwachstum und war im letzten Jahr das MOEL mit dem höchsten Anstieg des Grades der Finanzintermediation. Der inländische Kreditbestand in % des BIP erhöhte sich allein in 2008 um 14 Prozentpunkte. Polen wurde erst sehr spät von der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise und der deutlichen Abschwächung der europäischen Konjunktur erfasst.

²⁸ Im Zuge des IWF-geführten Stabilisierungsprogrammes für Lettland wurde vor allem vom IWF die Option einer Abwertung bzw. eines Bruchs des Festkursregimes in Betracht gezogen. Nach einer Abwertung der Landeswährung hätte Lettland dann nach Vorschlägen des IWF rasch in die Eurozone aufgenommen werden sollen. Siehe dazu IWF (2009). Country Report No. 09/3, Republic of Latvia: Request for Stand-By Arrangement – Staff Report, S. 26-27. Sowohl Lettland selber als auch die EU-Institutionen lehnen indes solch ein Vorgehen ab. Lettland lehnte aus opportunistischen Überlegungen ab und die EU befürchtete die Schaffung eines Präzedenzfalles mit dem Potenzial der Schaffung moralischer Risiken im Falle anderer beitragswilliger MOEL.

²⁹ Balcerowicz, Leszek, Barbara Blaszczyk und Marek Dabrowski. The Polish Way to the Market Economy 1989-1995. In Jeffrey D. Sachs (Hrsg.), Economies in Transition, Comparing Asia and Eastern Europe. S. 131-160. MIT Press

PL: Hohes Kreditwachstum auch in 2008

Kreditwachstum, % gg. Vj



Quellen: IWF, DB Research **54**

Int. Wettbewerbsfähigkeit*

	1999-2003	2004-2008
Polen		
Effektiver Wechselkurs (1999=100)**	-3,4	24,9
Exporte in % des BIP	27,8	40,0
Exporte, % gg. Vj.	11,6	25,7
Arbeitsproduktivität (EU15=100)	47,7	57,8
Lohnstückkosten (2000=100), %-Punkte, gg. Vj.	-7,6	1,9

*= Durchschnitt der Jahre 2004-2008 & 1999-2003 (Ausnahme: Wechselkurs). ** 2003 vs. 1999 & 2008 vs. 2004

Quellen: Eurostat, DB Research **55**

Wirtschaftliche Kerndaten

	1999-2003	2004-2008
Slowenien		
BIP-Wachstum, % gg. Vj.	3,8	4,9
BIP pro Kopf in EUR, KKP	15.838	21.170
Arbeitslosenquote, %	6,6	5,9
Inflation, % gg. Vj.	7,4	3,2
Budgetdefizit, % BIP	-3,2	-1,2
Leistungsbilanz, % BIP	-1,1	-3,1
Staatsschulden, % BIP	27,2	26,0
Auslandsschulden, % BIP	17,5	22,4
Wechselkurs vs. EUR	219,1	144,2

Quellen: Eurostat, DB Research **56**

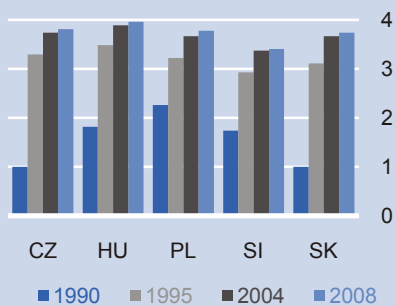
In Hinblick auf das solide makroökonomische Umfeld ist es wenig erstaunlich, dass in Polen die Bestrebungen, der Eurozone beizutreten, im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise merkbar zugenommen haben. Dies gilt insbesondere, weil die starke Zloty-Abwertung zum Euro (etwa 40% seit den Höchstständen im Sommer 2008) einen Beitritt zum WKM II attraktiv erscheinen lässt und es seit 2007 wieder eine klare politische Präferenz in Bezug auf die Stärkung der Rolle Polens in Europa gibt. Im Lichte der geld- und fiskalpolitischen Stabilitätsorientierung der letzten Jahre wäre der Beitritt Polens zur Eurozone – nach einem notwendigen Beitritt zum WKM II – schlüssig und möglich. Allerdings gilt im Falle Polens zu berücksichtigen, dass das aktuelle Niveau der wirtschaftlichen Entwicklung (etwa das Wohlstands- und Preisniveau) deutlich unter dem Schnitt der Eurozone liegt. Polen wäre bei einer raschen Euroeinführung damit das Eurozonen-Mitglied mit dem bisher niedrigsten Wohlstands- und Preisniveau zum Beitrittszeitpunkt.

In Bezug auf die langfristigen wirtschaftlichen Perspektiven der polnischen Volkswirtschaft unter den MOEL ergibt sich ein gemischtes Bild. Die absolute Marktgröße macht das Land für Investoren, die den Heimatmarkt bedienen wollen, sehr interessant. Allerdings weist Polen die geringste Produktivität der MOEL-5 in Relation zu den EU-15 auf. Die Lohnstückkosten sind in den letzten Jahren zwar nur moderat gestiegen, allerdings doch stärker als in der Tschechischen Republik, der Slowakei oder Slowenien. Zudem gehört Polen zu den Innovationsschlusslichtern der EU-27 und unter den MOEL. Die F&E-Ausgaben sind gering und das F&E-Engagement des privaten Sektors ist unterdurchschnittlich.

Slowenien (SI)

Slowenien beweist, dass es keine „Blaupause“ im Transitionsprozess der MOEL gibt. In Bezug auf marktwirtschaftliche Reformen hat Slowenien über Jahre einen Weg des Gradualismus beschritten. Damit ist Slowenien im aggregierten Reformindex der EBRD heute unter den MOEL das Land mit dem geringsten Wert in diesem Index der marktwirtschaftlichen Reformierung. Das hohe Wohlstandsniveau zu Beginn der Transition, die glaubwürdige EU-Perspektive sowie der frühe Zugang zum EU-Binnenmarkt ermöglichten es dem kleinen Land, solch eine gradualistische Reformierung ohne substanzielle Auslandsbeteiligungen zu verfolgen. Damit hat Slowenien über Jahre relativ wenig ADI angezogen und ist heute im ADI-Bestand in der Region deutlich unterrepräsentiert.

Begünstigt wurde die sanfte Transition in Slowenien durch eine hohe makroökonomische Stabilität. Das Land weist seit Mitte der 1990er Jahre den mit Abstand solidesten wirtschaftlichen Datenkranz unter den MOEL auf. Trotz eines deutlichen, aber noch moderaten Wachstumsdifferentials zur EU-15 haben sich die Inflationsraten im sehr niedrigen einstelligen Bereich stabilisiert. Die Budgetdefizite gingen schon vor dem EU-Beitritt deutlich zurück und der öffentliche Schuldenstand stabilisierte sich auf sehr niedrigem Niveau im Vergleich zu den EU-15 Ländern und den MOEL-5. Auf solidem Wachstumspfad erlebte Slowenien auch eine deutliche Expansion des Grades der Finanzintermediation und damit einen starke Expansion der Binnennachfrage. Der inländische Kreditbestand

SI: Hinter allen MOEL-5 im EBRD Reformindex

Die Skalierung reicht von 1 bis 4,0. Ein Wert von 4,0 steht für die erfolgreiche Transition zu einer voll funktionierenden freien Marktwirtschaft im Sinne der Indexkategorien.

Quellen: EBRD, DB Research

57

Int. Wettbewerbsfähigkeit*

	1999-2003	2004-2008
Slowenien		
Effektiver Wechselkurs (1999=100)**	1,9	4,0
Exporte in % des BIP	54,0	67,0
Exporte, % gg. Vj.	7,6	21,3
Arbeitsproduktivität (EU15=100)	68,6	75,9
Lohnstückkosten (2000=100), %-Punkte, gg. Vj.	0,4	-0,6

*= Durchschnitt der Jahre 2004-2008 & 1999-2003 (Ausnahme: Wechselkurs). ** 2003 vs. 1999 & 2008 vs. 2004

Quellen: Eurostat, DB Research

58

Wirtschaftliche Kerndaten

	1999-2003	2004-2008
Slowakei		
BIP-Wachstum, % gg. Vj.	2,9	7,5
BIP pro Kopf in EUR, KKP	10.294	15.094
Arbeitslosenquote, %	18,2	14,8
Inflation, % gg. Vj.	8,3	4,4
Budgetdefizit, % BIP	-7,1	-3,1
Leistungsbilanz, % BIP	-4,5	-6,8
Staatsschulden, % BIP	46,6	33,5
Auslandsschulden, % BIP	53,4	56,7
Wechselkurs vs. EUR	42,4	35,0

Quellen: Eurostat, DB Research

59

in % des BIP erhöhte sich von 2000 bis 2008 von 43% auf 66% des BIP. Damit liegt der Grad der Finanzintermediation in der wirtschaftlich stärksten Volkswirtschaft unter den MOEL heute immer noch deutlich unter dem Niveau in den baltischen Ländern oder Ungarn. Die rasche und planmäßige Euroeinführung in 2007 hat zudem die mit der Aufnahme von externen Schulden einhergehenden Risiken minimiert. Angesichts der soliden wirtschaftlichen Entwicklung Sloweniens und der hohen wirtschaftlichen Verflechtung mit den Volkswirtschaften der Eurozone wird auch klar, dass die rasche Euroeinführung ein logischer Schritt war. Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise hat das kleine Land erheblich von der Mitgliedschaft im großen Hartwährungsblock profitiert.

In Bezug auf seine zukünftige wirtschaftliche Entwicklung sehen wir Slowenien mittelfristig und strukturell als gut positioniert an. Die slowenische Volkswirtschaft gehört zu den innovativeren der EU-27 und ist die innovativste Volkswirtschaft unter den MOEL. Der Anteil der Hochtechnologieexporte an den Gesamtexporten ist hoch. Dies liegt sicher auch daran, dass der private Sektor substantiell zu den F&E-Ausgaben beiträgt. Allerdings wird Slowenien langfristig am stärksten unter dem negativen demographischen Trend in den MOEL leiden. Das Land müsste gemäß derzeitigen Projektionen langfristig deutlich höhere Pensionskosten als die EU-15-Länder schultern und wird diesbezüglich substantielle Anstrengungen unternehmen müssen, um seine derzeitige wirtschaftliche Position zu bewahren.

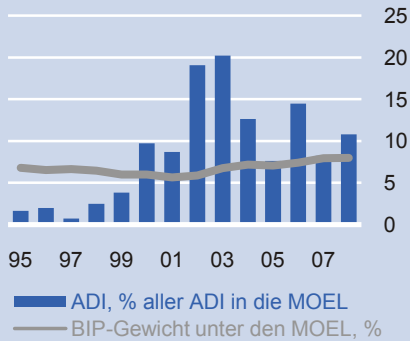
Slowakei (SK)

Die Slowakei ist der Spätentwickler unter den MOEL-5, hat aber dann im EU-Beitrittsprozess deutlich aufgeholt. Das Interesse ausländischer Investoren an dem Land war bis Ende der 1990er Jahre, bedingt durch die politische Isolation des Landes, eher gering. Die Slowakei war in Relation zu ihrem wirtschaftlichen Gewicht deutlich unterrepräsentiert in den ADI-Strömen in die Region. Noch rechtzeitig, um zur 2004er EU-Erweiterung zu gehören und das vorhandene Wirtschaftspotential zu nutzen, hat die Slowakei dann seit 2000 einen drastischen Reformkurs eingeleitet. Seitdem hat die Slowakei beträchtliche Summen an ADI angezogen und war damit in Bezug auf ihr wirtschaftliches Gewicht deutlich überrepräsentiert in den ADI-Strömen in die MOEL. In einzelnen Jahren hat das Land etwa so viel oder mehr ADI angezogen wie das deutlich größere Polen. Heute ist die Slowakei mit einem Anteil des EU-Intrahandels am Gesamthandel von 87% die am stärksten in die EU integrierte Volkswirtschaft der MOEL.

Der makroökonomische Datenkranz der Slowakei reflektiert die beachtliche Aufholjagd. In der Periode 2004-2008 erlebte die Slowakei in Bezug auf das durchschnittliche BIP-Wachstum den stärksten Postbeitrittsboom unter den MOEL-5. Allerdings lag die Expansion gemäß der Konvergenzanalyse der EZB weniger deutlich über Potenzial als etwa im Baltikum, und die Slowakei konnte über Jahre ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit bewahren. Selbst in der Boomphase von 2004 bis 2008 war in der Slowakei nur ein geringer Anstieg der Lohnstückkosten zu verzeichnen. Zudem weist die Slowakei unter den MOEL mit die höchste Produktivität auf.

Angesichts der erst spät eingeschlagenen Reformdynamik, der recht spät erfolgten makroökonomischen Stabilisierung und der dann großen Aufholjagd wird auch klar, dass der Slowakei eine Punktlandung in Bezug auf die Maastricht-Kriterien gelungen ist. Im Zuge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise hat das Land dann

SK: Reformstar seit 2000 durch ADI "belohnt"



Quellen: EBRD, DB Research **60**

Int. Wettbewerbsfähigkeit*

	1999- 2004-	2003- 2008
Slowakei		
Effektiver Wechselkurs (1999=100)**	26,3	43,5
Exporte in % des BIP	68,8	79,7
Exporte, % gg. Vj.	18,7	25,7
Arbeitsproduktivität (EU15=100)	53,4	64,9
Lohnstückkosten (2000=100), %-Punkte, gg. Vj.	-2,8	0,3

*= Durchschnitte der Jahre 2004-2008 & 1999-2003 (Ausnahme: Wechselkurs). ** 2003 vs. 1999 & 2008 vs. 2004

Quellen: Eurostat, DB Research **61**

Euroeinführungsziele bei der EU-Erweiterung 2004

Estland	2007
Litauen	2007
Lettland	2007
Tschechische Rep.	2009/2010
Ungarn	2008
Polen	2007/2008
Slowenien	2007
Slowakei	2008/2009

Quellen: Historische Dokumente nationaler Zentralbanken, DB Research **62**

erheblich von seiner seit Mitte 2008 gesicherten Position im Hartwährungsblock bzw. dann der Mitgliedschaft seit Januar 2009 profitiert. Trotz der beachtlichen Leistungen der vergangenen Jahre sind die Herausforderungen für die kommenden Jahre indes nicht kleiner geworden. Die deutlichen Anstiege des realen effektiven Wechselkurses in den letzten Jahren verlangen nun als Eurozonenmitglied eine sehr solide Lohn- und Fiskalpolitik, um das hohe Industrialisierungsniveau zu halten und das Leistungsbilanzdefizit zu begrenzen. Zudem hat das Land im Vergleich zu den führenden MOEL Tschechische Republik und Slowenien noch deutlichen Aufholbedarf in Bezug auf Indikatoren im Bereich F&E und Innovationsfähigkeit.

Gunter Deuber (+49 69 910-31718, gunter.deuber@db.com)

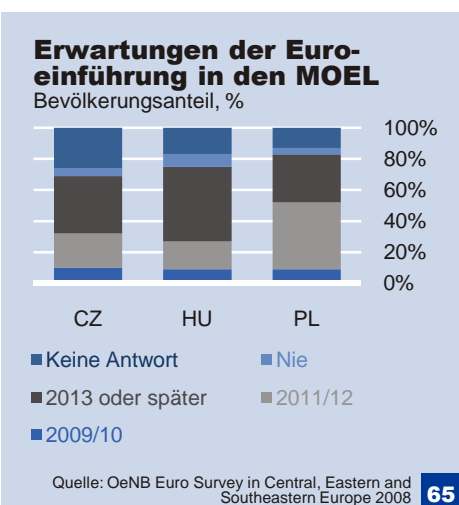
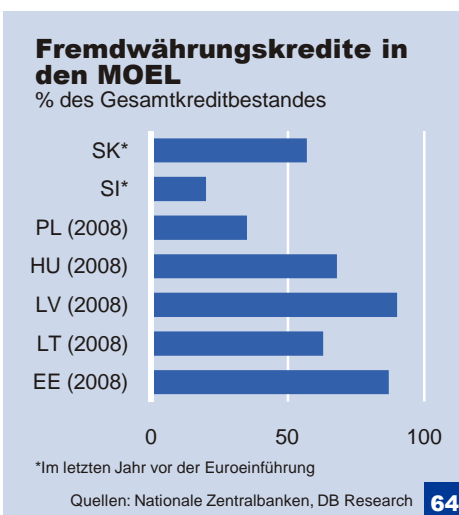
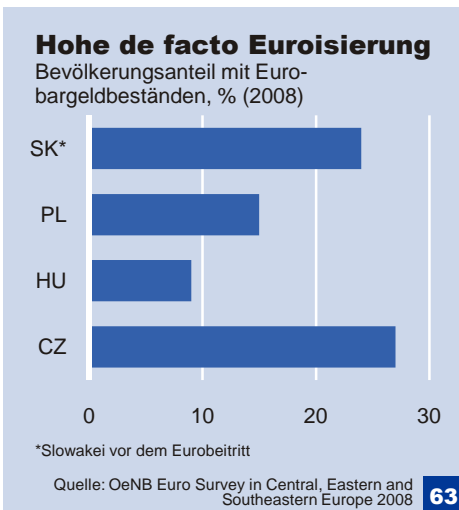
Einführung des Euro in den MOEL

Am deutlichsten zeigen sich die Folgen der Wirtschafts- und Finanzkrise bei der Frage des Beitritts zur Europäischen Währungsunion (EWU). Die ursprünglich hohe Beitrittswilligkeit aller MOEL zur EWU ist mit der Wirtschafts- und Finanzkrise wieder zurückgekehrt. Schon im Zuge des EU-Beitrittsprozess legten alle MOEL zeitlich ambitionierte Ziele für die Einführung des Euro fest. Der Ehrgeiz schwand jedoch bei den meisten während des Transformationsprozesses, als sich herausstellte, wie schwierig die Maastricht-Kriterien zu erfüllen waren. Allerdings zeigte sich auch eine gewisse politische Lässigkeit mancher MOEL im Umgang mit den EU-vertraglichen Pflichten, wonach alle EU-Mitgliedsländer eine nachhaltige Stabilitätspolitik zur Erfüllung der Maastricht-Kriterien und damit zur Einführung des Euro betreiben müssen.³⁰ So kann es nicht überraschen, dass noch im vergangenen Jahr laut Eurobarometer 65% der Bevölkerung in den MOEL der Überzeugung waren, sie könnten sich frei entscheiden, ob sie der EWU beitreten wollten oder nicht.³¹ Die Zurückhaltung in Bezug auf den EWU-Beitritt in einigen an sich beitriffähigen MOEL ist aus ökonomischer Perspektive verwunderlich. Denn wegen ihrer hohen Integration in den EU-Binnenmarkt hätte eine EWU-Mitgliedschaft aller MOEL prinzipiell positive ökonomische Effekte. Die Eurozone ist für die meisten MOEL der mit Abstand größte Handelspartner, während einige MOEL zudem noch starke Handelsverbindungen zueinander haben.³² Neben handels-schaffenden und transaktionskostensenkenden Aspekten sollten auch Aspekte der Wettbewerbsfähigkeit, resultierend aus einem Fernbleiben aus der EWU, nicht unterschätzt werden. Vor allem der Druck aus dem Unternehmenssektor in Richtung rasche Euroeinführung (etwa über die Standortpolitik bzw. die Eröffnung von Produktionsstätten in den MOEL in der Eurozone) könnte sich erhöhen, falls in den kommenden Jahren nur einzelne MOEL der EWU beitreten

³⁰ Nur Großbritannien und Dänemark haben vertraglich ausgehandelte Opt-in Klauseln, die sie von der Verpflichtung zum EWU-Beitritt entbinden.

³¹ Introduction of the euro in the new Member States, Eurobarometer 2008.

³² Nach einem möglichen Beitritt Schwedens zur EWU wäre die Eurozone auch im Baltikum überall der wichtigste Handelspartner.



und andere nicht. Außerdem ist der Euro de facto bereits in den meisten MOEL in weiter Verwendung und viele Haushalte erwarten offenbar eine rasche Euroeinführung.

Trotz Krise: Kein „Run“ in die EWU

Während es bisher eher darum ging, die MOEL (mit Ausnahme von Slowenien und der Slowakei, die der EWU bereits angehören) von der Einführung des Euro zu überzeugen, geht es im Gefolge der Wirtschafts- und Währungs Krise nun eher darum, einen wirtschaftlich nicht ausreichend vorbereiteten „Run“ in die EWU zu verhindern. Angesichts der Wirtschafts- und Währungs Krise hat sich die bereits seit einiger Zeit kontrovers geführte Debatte zugespitzt, ob die Aufnahme der neuen EU-Länder in die EWU eine Modifikation der Konvergenzkriterien hinsichtlich niedriger Inflationsraten, Zinskonvergenz, Budgetdisziplin und Wechselkursstabilität erlaubt oder sogar erforderlich macht. Zwar ist aus politischen Gründen eine Gleichbehandlung der Kandidatenländer geboten, aber sollte es im Licht der Erfahrungen aus zehn Jahren Euro Verbesserungsbedarf geben, sollte dies auch offen diskutiert werden.

Im Mittelpunkt stehen dabei das Inflations- und das Wechselkurskriterium. Hinsichtlich des Inflationskriteriums wird berechtigterweise argumentiert, dass für seine relative Definition die drei EU-Länder mit der niedrigsten Inflationsrate noch nicht einmal der EWU angehören müssen und der Schnitt der drei besten heute systematisch niedriger ausfällt als noch vor zehn Jahren. Überlegenswert wäre es daher, mit der EZB-Definition für Preisstabilität auf den etablierten Maßstab der Eurozone zurückzugreifen.³³ Damit der Referenzwert noch mit Preisstabilität vereinbar ist, könnte man die Benchmark als knapp 2% plus einer Marge von einem Prozentpunkt definieren. Eine mögliche politische Einigung dazu sollte allerdings nicht in formale vertragliche Änderungen münden, da diese erst wieder ratifiziert werden müssten, sondern in anderer Form geschehen. Hinsichtlich des Wechselkurskriteriums, das eine zweijährige reibungslose Teilnahme am Wechselkursmechanismus II (WKM II) vorsieht, wird von manchen gefordert, diese Periode – gerade mit Blick auf die Finanzkrise – einzuschränken, also ein „Abkürzung“ in die EWU zu ermöglichen. Die Teilnahme am WKM II soll u.a. widerspiegeln, ob die EWU-Kandidaten unterschiedliche Produktivitätsentwicklungen auch ohne Abwertungen abfedern können und eine insgesamt auf Stabilität ausgerichtete Politik betreiben.

Klar über die Diskussion zur Modifizierung der Maastricht-Kriterien hinaus gehen jüngste Überlegungen des IWF. Nach Zeitungsberichten³⁴ schlägt er vor, dass die MOEL ihre Währungen zugunsten des Euro aufgeben. Mit dieser einseitigen Euroisierung wären sie aber nicht, wie die 16 offiziellen Mitglieder der EWU, in den Organen der EZB vertreten und an geldpolitischen Entscheidungen beteiligt. Neben offenen technischen Fragen der Euroisierung, z.B. mit welchem Wechselkurs zum Euro die Umstellung der nationalen Währungen erfolgen soll, werden damit institutionelle Aspekte unzureichend berücksichtigt. Es ist nur schwer vorstellbar, dass Länder die nationale Kompetenz für Geld- und Währungspolitik abgeben, ohne auf europäischer Ebene die vorgesehenen Mitspracherechte zu erhalten. Die einhellige Ablehnung einer einseitigen Euroisierung durch die EWU-Mitglieder, die EU-Institutionen und die EZB ist daher gut

³³ Vgl. zur Diskussion der Modifizierung der Konvergenzkriterien Becker, Werner (2008). Der Euro wird zehn. DB Research. EU-Monitor 57. Frankfurt am Main.

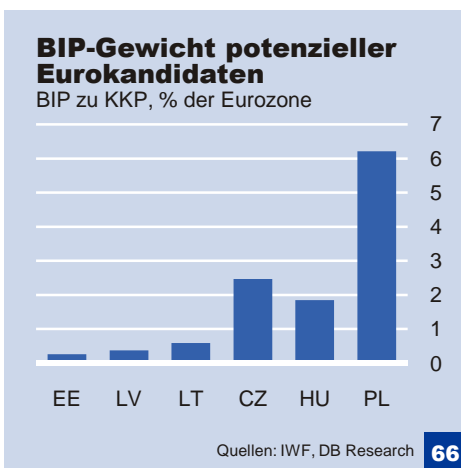
³⁴ FT vom 6. April 2009.

begründet und lässt die Aussichten für die Verwirklichung dieses Vorschlags eher gering erscheinen.³⁵ Die EU-Institutionen haben mehrfach klar gemacht, dass Montenegro und das Kosovo ganz klar als Sonderfälle zu betrachten sind, und für die größeren Volkswirtschaften unter den MOEL wäre eine einseitige Euroisierung (vor allem ohne die Unterstützung durch EU-Institutionen) auch nicht realisierbar.

Sicherer Hafen EWU

Für einige MOEL wären mit einer Euroisierung und vor allem auch einer raschen formalen Euroeinführung im Lichte aktueller Fragen der Stabilität der Finanzsysteme sicher Vorteile verbunden. Die hohe Fremdwährungskreditvergabe für meist langfristige Finanzierungen würde als Problemfaktor technisch gelöst.³⁶ Der private Sektor wäre somit nicht mehr durch starke Währungsschwankungen verwundbar. Zudem könnten sich die meisten Regierungen der MOEL dann auf einem liquiden Finanzmarkt zu niedrigeren Zinskosten als heute verschulden und dies in eigener Währung. Für Nichtmitglieder des WMK II mit frei gehandelten Währungen könnte zudem schon der Beitritt zu diesem Mechanismus als Stabilisierungsfaktor wirken. Trotz möglicher kurzfristiger Vorteile der raschen Euroeinführung oder gar der Euroisierung in den MOEL gelten für die mittelfristige Perspektive allerdings die bereits aufgeführten Vorbehalte. Die den außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten zugrundeliegenden Strukturprobleme würden die Länder innerhalb der EWU noch weitaus stärker belasten.

Bei allen Überlegungen die Expansion der EWU betreffend sollte immer im Vordergrund stehen, dass weder den EWU-Kandidaten noch der Währungsunion selbst gedient ist, wenn Schnelligkeit vor gründlicher wirtschaftlicher Vorbereitung geht. Insofern sollten für die legitimen Anliegen der Finanzsystemstabilisierung in einigen MOEL andere – teils bereits angewandte – Mechanismen eingesetzt werden.³⁷ Das Ziel der vollen Integration in die Eurozone kann für die MOEL – wie im Falle der Slowakei deutlich wurde – auch als wichtiger Reformbeschleuniger dienen.



Zentrale Pfeiler der EWU Osterweiterung...

... Beitrittswilligkeit und Rückgang wirtschaftlicher Ungleichgewichte

Eurozone: Erweiterungsszenario

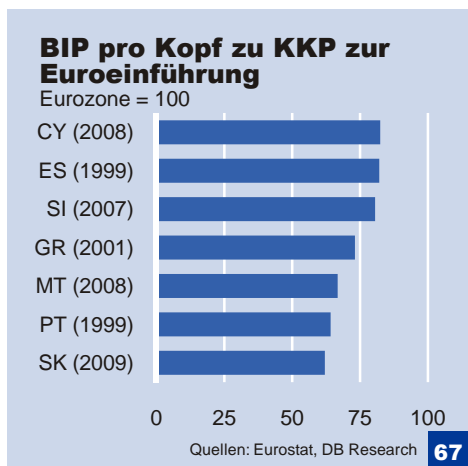
Generell gilt, dass der Wille zur Euroeinführung in allem MOEL nach der Euroeinführung in Slowenien und vor allem der Slowakei (die Slowakei wird von meisten MOEL eher als direkter Vergleichsmaßstab gesehen) sowie im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich zugenommen hat. Damit sind die Perspektiven für einen Fortgang der Osterweiterung der EWU gut und unser Erweiterungsszenario baut auf einer zukünftigen Konstanz der Beitrittswilligkeit in allen MOEL auf. Des Weiteren erhöht sich durch die Korrektur der binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte des Post-EU-Beitrittsbooms in einigen MOEL auch die Chance zur Erfüllung der nominalen Maastricht-Kriterien im Zeitfenster der kommenden Jahre. Dies gilt vor allem für das nominale Inflationskriterium – bis dato der zentrale Stolperstein für die meisten beitrittswilligen MOEL. Zumal ein weiterer Kreditboom vor dem Hintergrund der bereits erleb-

³⁵ Vgl. auch Stark, Jürgen (2009). The adoption of the euro: principles, procedures and criteria. Reykjavik. 13. Februar 2009.

³⁶ Im Fall von Krediten in Schweizer Franken (wie in Polen üblich) würden die Risiken nur abgemildert, da auch der Kurs des Euro gegenüber dem Schweizer Franken durchaus deutlich schwanken kann. Wobei diese Schwankungen in der Regel deutlich geringer ausfallen als die Schwankungen der frei gehandelten Ostwährungen zum gleichen Zeitpunkt.

³⁷ Hier ist an Liquiditätshilfen der EZB oder eine Beteiligung der EU an Liquiditätshilfen des IWF oder an weiteren IWF-Beistandsabkommen zu denken.

Baltikum: Euroreife ab 2012 möglich



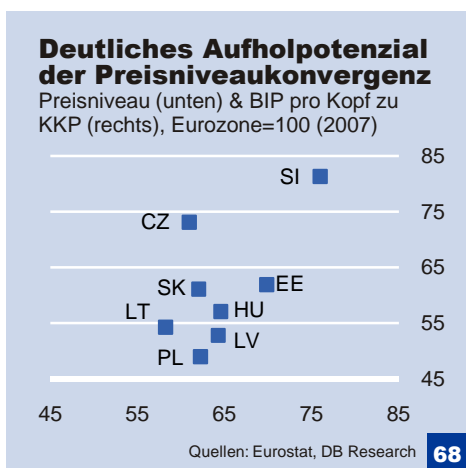
ten starken Kreditexpansion in diesem MOEL im Zuge der Euroeinführung als unrealistisch erscheint.

Bevor wir unser Szenario für einen möglichen und schrittweisen Beitritt aller MOEL zur Eurozone, basierend auf der Erfüllung der Maastricht-Kriterien, genauer darlegen, ist anzumerken: Alle genannten Beitrittsdaten beziehen sich auf einen Beitritt effektiv ab 1. Januar des genannten Jahres (ein Beitritt im Jahre 2012 steht also für eine Euroeinführung zum 1.1.2012). Damit wird auch deutlich, dass wir eine Fortsetzung der bisherigen Praxis, also der Erweiterung der EWU zum Jahreswechsel, als realistischstes Szenario ansehen.

Korrigieren sich die wirtschaftlichen Ungleichgewichte in den beitragswilligen Balten im Nachgang harter Reformen, dürfte 2011 das frühestmögliche Datum für eine Erweiterung der Eurozone um die Balten und hier vor allem Estland sein. Selbst dieses Datum erscheint aber für die drei bereits langjährigen Mitglieder im WKM II äußerst ambitioniert. Denn dazu müsste schon im ersten Halbjahr 2010 die Beitrittsreife durch die EZB und die weiteren relevanten EU-Institutionen erteilt werden. Dies ist angesichts der notwendigen deutlichen realwirtschaftlichen Anpassungen und der daraus resultierenden hohen makroökonomischen Volatilität unrealistisch. Insofern erscheint uns 2012 (bei einer erfolgreichen Konvergenzprüfung im Sinne der Maastricht-Kriterien im Jahr 2011) als realistischeres Datum für einen frühestmöglichen Eurozonenbeitritt der ersten baltischen Staaten. Vor allem Lettland wird vor einem Beitritt zur Eurozone erst einmal sein derzeit laufendes und sehr lang angelegtes IWF-Beistandsabkommen (bis 2011) zu absolvieren haben.

CZ, HU und PL: Beitrittsreife ab 2013 möglich

Eine in Bezug auf das wirtschaftliche Gewicht deutlich größere Erweiterung der EWU um Polen, die Tschechische Republik und Ungarn wäre dann ab 2013 möglich; zumindest aus technischer Perspektive der Maastricht-Kriterien. Aber auch dieses Datum ist ambitioniert und vor allem im Falle Ungarns eher als frühestmöglicher Zeitpunkt zu interpretieren. Denn ein Beitritt zur Eurozone im Jahre 2013 würde auf jeden Fall einen Beitritt zum WKM II in der ersten Jahreshälfte 2010 erfordern und unterstellt nur eine (Minimum)-Verweildauer von zwei Jahren im WKM II. Solch ein Szenario erachten wir als nicht unbedingt realistisch. Denn die Mitgliedschaften im WKM II könnten erst (deutlich) später erfolgen. Angesichts der aktuellen Währungsturbulenzen der frei gehandelten Währungen der MOEL (die teils deutlich über dem +/- 15 % Standardfluktuationsband des WKM II liegen) und der teils immer noch deutlichen Abweichungen der realen Wechselkurse von ihren langfristigen Durchschnitten könnte sich eine rasche WKM-II-Mitgliedschaft durchaus problematisch gestalten. Neben der Frage der Parität könnten später auch beachtliche Devisenmarktinterventionen erforderlich werden. Alle bisherigen Mitgliedschaften von MOEL im WKM II mit flexiblen Wechselkursen sind zwar ruhig verlaufen. Allerdings waren der slowenische Tolar und die slowakische Krone – im Gegensatz zu den nun in Frage kommenden Ostwährungen – keine international gehandelten Währungen mit entwickelten (derivativen) Währungs- und Zinsmärkten, was spekulative Aktivitäten erschwerte. Beide Länder sind während ihrer Mitgliedschaft im WKM II auch nie von einem glaubwürdigen Pfad der Erfüllung der Maastricht-Kriterien und der Aussicht auf eine rasche Mitgliedschaft in der Eurozone abgekommen.



CZK, HUF & PLN mit hohen internationalen Handelsvolumina

		Täglicher Handelsumsatz Mrd. USD	Durch. Handelsgröße Mio. USD
Tschechische Republik	CZK	1,3	20
Ungarn	HUF	1,5	20
Polen	PLN	3	30
Brasilien	BRL	2	5
Südafrika	ZAR	3,5	20
Südkorea	KRW	6,8	10
Türkei	TRY	2	10

Quellen: IWF, DB Global Markets Research **69**

Insofern sollte eine WKM-II-Mitgliedschaft gerade für Länder mit international gehandelten Währungen wie Polen, die Tschechische Republik oder Ungarn auch erst bei Vorhandensein einer breiten politischen Basis im Sinne der Beitrittswilligkeit sowie einer glaubwürdigen Perspektive zur mittelfristigen und nachhaltigen Erfüllung der Maastricht-Kriterien gewährt werden.³⁸ Des Weiteren könnte ein sehr rascher Beitritt zum WKM II sogar zum langfristigen Nachteil dieser MOEL sein. Sowohl eine bald gewählte Parität als auch der dazu im Verhältnis stehende endgültige Umrechnungskurs in den frei gehandelten Ostwährungen könnte deutlich niedriger ausfallen als langfristig zur Begrenzung des Inflationsanstieges im Zuge der noch nötigen Preisniveauekonvergenz notwendig. Denn wir denken, dass die europäischen Institutionen nicht deutlich von bisherigen Praktiken abweichen werden. Erstens würde damit beim Beitritt zum WKM II keine Parität zu weit weg vom Marktniveau gewählt werden. Zweitens würden bei einer Verweildauer von wenigen Jahren im WKM II nicht mehr als zwei Anpassungen der Parität in Richtung Aufwertung zur starken Seite des +/- 15% Standardfluktuationsbandes favorisiert werden. Zudem sollte gerade auf Seiten der MOEL beachtet werden, dass die WKM-II-Mitgliedschaft (wie im Falle der Slowakei) durchaus länger dauern kann, als die Minimum-Verweilperiode von zwei Jahren, um eine nachhaltige Erfüllung der Maastricht-Kriterien zu erreichen. Insofern sehen wir eher 2014 oder sogar 2015 (vor allem im Falle des bis dato nicht beitrittsfähigen Kandidaten Ungarn) als realistische Euroeinführungsdaten in den drei großen MOEL.

EWU Erweiterungszenario

Frühestmögliches Datum Euroeinführung		Dafür notw endige Konvergenzprüfung	Dafür notw endige WKM II Mitgliedschaft*
2011	EE	H1 2010	Bereits Mitglied im WKM II
2012	LT	H1 2011	Bereits Mitglied im WKM II
	LV		Bereits Mitglied im WKM II
2013	CZ	H1 2012	WKM II Beitritt in H1 2010
	PL		WKM II Beitritt in H1 2010
	HU		WKM II Beitritt in H1 2010

* Unterstellt eine Minimum-Verweildauer von 2 Jahren vor Konvergenzprüfung

Quelle: DB Research **70**

Barbara Böttcher (+49 69 910-31787, barbara.boettcher@db.com)

Gunter Deuber (+49 69 910-31718, gunter.deuber@db.com)

³⁸ Die erfolgreiche Euroeinführung in Slowenien und der Slowakei war ein langfristiger Prozess, basierend auf einer umfassenden Planung sowie einem breiten politischen Konsensus bezüglich der prinzipiellen Vorteilhaftigkeit, um sicherzustellen, dass Beitrittsfähigkeit und Beitrittswilligkeit zu einem geplanten Zeitpunkt korrespondieren. Im Falle der Slowakei wurde 2003 eine Eurostrategie ausgearbeitet, 2005 trat das Land in den WKM II ein und trotz Regierungswechsel im Jahre 2006 bleibt das Ziel der Euroeinführung in 2008 oder 2009 erhalten; zum 1.1.2009 hat die Slowakei den Euro eingeführt.

Konvergenzkriterien gemäß des Vertrages von Maastricht**Preisstabilität (Inflation gemessen durch den HVPI)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Maastricht-Grenze	2,0	2,6	3,0	2,5	2,5	2,2	2,5	2,9	2,8	4,1
EE	3,1	3,9	5,6	3,6	1,4	3	4,1	4,4	6,7	10,6
LT	1,5	1,1	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1
LV	2,1	2,6	2,5	2	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3
CZ	1,8	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	3	6,3
HU	10	10	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	4	7,9	6
PL	7,2	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2
SI	6,1	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8	5,5
SK	10,4	12,2	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9

Öffentliche Finanzen (Budgetdefizit in % des BIP)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Maastricht-Grenze	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
EE	-3,5	-0,2	-0,1	0,4	1,8	1,6	1,8	3,4	2,8	-3,0
LT	-2,8	-3,2	-3,6	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,5	-1,2	-1,7
LV	-3,9	-2,8	-2,1	-2,3	-1,6	-1,0	-0,4	-0,2	0,0	-1,1
CZ	-3,7	-3,7	-5,7	-6,8	-6,6	-3,0	-3,6	-2,7	-1,6	-1,4
HU	-5,4	-2,9	-4,0	-8,9	-7,2	-6,5	-7,8	-9,2	-5,5	-4,0
PL	-2,3	-3,0	-5,1	-5,0	-6,3	-5,7	-4,3	-3,8	-2,0	-2,3
SI	-2,0	-3,9	-4,3	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-1,2	-0,1	-0,9
SK	-7,1	-12,2	-6,5	-8,2	-2,7	-2,4	-2,8	-3,6	-2,2	-2,0

Öffentliche Finanzen (Staatsschulden in % des BIP)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Maastricht-Grenze	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
EE	6,0	5,2	4,8	5,6	5,5	5,1	4,5	4,2	3,4	4,3
LT	22,8	23,7	23,1	22,4	21,2	19,4	18,6	18,2	17,3	18,8
LV	12,5	12,3	14,0	13,5	14,6	14,9	12,4	10,7	9,7	12,1
CZ	16,4	18,5	25,1	28,5	30,1	30,4	29,7	29,4	28,7	29,2
HU	59,5	54,3	52,1	55,7	58,0	59,4	61,6	65,6	66,0	67,4
PL	39,6	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,6	45,2	44,8
SI	24,6	27,6	28,3	29,7	29,1	29,5	29,1	27,2	24,1	23,6
SK	47,9	50,4	49,0	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4	32,0

Wechselkursentwicklung, % gg. Vj. < +/-15%

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Maastricht-Grenze	+/-15%	+/-15%	+/-15%	+/-15%	+/-15%	+/-15%	+/-15%	+/-15%	+/-15%	+/-15%
EE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0
LT	-14,84	-7,32	-5,37	-2,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,0
LV	-11,80	-1,99	-3,49	10,37	9,53	3,78	-0,24	0,14	-0,11	1,7
CZ	2,84	-2,92	-8,80	-1,20	2,64	-6,00	-4,81	-5,22	-3,12	0,9
HU	1,28	4,04	-7,48	-3,63	11,09	-6,30	2,81	-0,44	0,78	5,1
PL	2,15	-7,43	-9,21	15,04	16,93	-13,13	-5,50	-0,75	-6,20	15,6
SI	5,22	7,36	2,48	5,17	2,84	1,29	-0,11	0,06	0,00	0,0
SK	-1,37	3,61	-2,62	-2,99	-0,80	-5,89	-2,23	-9,09	-2,47	-10,3

Ein negativer Wert bedeutet eine Aufwertung der Landeswährung gegenüber dem Euro.

Entwicklung des Zinssatzes für langfristige Anleihen

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Maastricht-Grenze	6,6	7,3	6,9	6,8	6,1	5,5	5,4	5,7	6,0	6,0
EE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
LT	n.a.	n.a.	n.a.	5,97	5,22	4,43	3,73	4,00	4,58	5,6
LV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,85	3,53	4,16	5,63	6,7
CZ	n.a.	6,94	6,31	4,87	n.a.	n.a.	3,54	3,80	4,30	4,6
HU	9,91	8,55	7,94	7,09	6,83	8,19	6,6	7,12	6,74	8,2
PL	9,53	11,79	10,68	7,32	5,78	6,92	5,23	5,26	5,5	6,1
SI	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,49	3,81	3,9	4,54	4,7
SK	n.a.	8,33	8,05	6,91	4,99	5,02	3,52	4,42	4,49	4,7

Quellen: DB Research, Eurostat, EZB

70

EU-Zinsbesteuerungsrichtlinie Ein Puzzleteil grenzüberschreitender Steuerpolitik Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 65.....	29. April 2009
SEPA: Zahlungsverkehr im Umbruch Finanzmarkt Spezial, Nr. 64.....	21. April 2009
EU-Retailbanking: Wie kann man Integration messen? Finanzmarkt Spezial, Nr. 63.....	3. März 2009
Automobilindustrie am Beginn einer Zeitenwende Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 62.....	6. Februar 2009
Bankkundenmobilität in der EU: Viel Lärm um wenig Finanzmarkt Spezial, Nr. 60.....	23. September 2008
Geldpolitische Interdependenz von USA und Euroraum Folgt die EZB dem Kurs der Fed? Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 59.....	29. September 2008
Der Euro: Zweiter mit Aufholchancen Die internationale Rolle des Euro Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 58.....	11. Juli 2008
Der Euro wird zehn Den Kinderschuhen entwachsen Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 57.....	17. Juni 2008
EU-US-Finanzmarktintegration – die Arbeit hat erst begonnen Finanzmarkt Spezial, Nr. 56.....	18. Juli 2008

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite www.dbresearch.de
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

© Copyright 2009. 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.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg