

# Auch nach der Euro-Einführung bleiben große Herausforderungen

Beitritt zur Währungsunion Anfang 2011 – Inflation könnte wieder anziehen – Weiterhin sehr investitionsfreundliche Standortbedingungen

Von Peter Reichel\*)

Börsen-Zeitung, 10.7.2010

„Wer vor dem Wolf flieht, wird einen Bären mit zwei Söhnen finden“, so ein altes estnisches Sprichwort. Nicht erst seit der Finanz- und Wirtschaftskrise muss sich Estland großen Herausforderungen stellen. Das nördlichste und flächenmäßig kleinste Land der drei baltischen Staaten hat mit etwa 1,3 Millionen Menschen ungefähr genauso viele Einwohner wie München und blickt auf eine bewegte Geschichte zurück. Mit der Zugehörigkeit zur Hanse bestanden schon seit dem Mittelalter enge Kontakte zu Skandinavien. Unter schwedischer Herrschaft genossen die Esten weitreichende Freiheiten. Diese wurden nach der Vereinnahmung durch Russland zum Ende des Mittelalters und infolge der „Russifizierungspolitik“ stark eingeengt. Im Jahre 1940 wurde Estland von der Sowjetunion annektiert.

Zusammen mit Litauen und Lettland konnte Estland schließlich 1991 seine Unabhängigkeit friedlich durchsetzen. Neben der estnischen Mehrheit (68%) gibt es eine starke russische Minderheit (25%), die von Russland protegiert wird. Russland verlangt eine bessere Unterstützung der russisch sprechenden Bevölkerung und widerrief 2005 seine 1996 geleistete Unterzeichnung der Vereinbarung über die technische Grenzziehung zu Estland.

## Parlamentswahl im März

Die derzeitige rechts-konservative Regierung wird in einer Zwei-Parteien-Koalition unter Andrus Ansip (Reformpartei) geführt. Im Zuge der Wirtschaftskrise hatten die Sozialdemokraten im Mai 2009 nach Meinungsverschiedenheiten über Haushaltskürzungen beschlossen, aus der seit 2007 bestehenden Drei-Parteien-Koalition auszutreten. Nach einem kürzlich erfolgten Überlauf aus der Opposition in das Regierungslager hat Estland nach der zwischenzeitlichen Minderheitsregierung aber wieder stabile politische Verhältnisse. Die nächste Parlamentswahl steht Anfang März 2011 an.

Der wirtschaftspolitische Kurs des Landes ist liberal. Mit einem Anteil von etwa 12% hält sich der Staat relativ weit aus der Wirtschaft heraus. Die Unternehmensbesteuerung ist at-

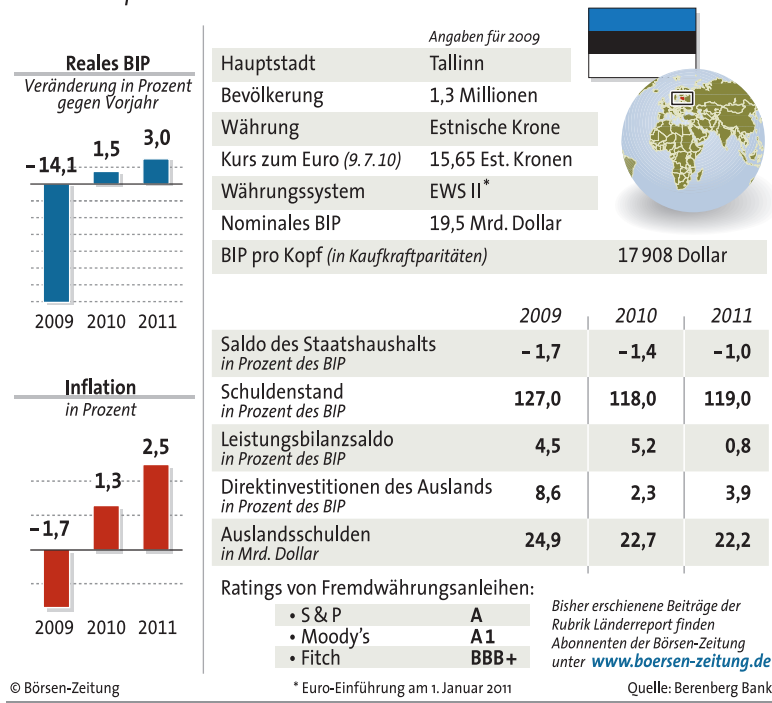
traktiv. Steuerpflichtige unterliegen einer „umgekehrten Körperschaftsteuer“, wonach einbehaltene Gewinne nicht besteuert werden. Aktuell liegt der allgemeine Steuersatz bei 22%. Die günstige Position im Weltbank Report „Doing Business“ 2010 konnte Estland allerdings nur knapp verteidigen und rutschte um zwei Plätze ab auf Rang 24 von 183 Ländern. Relativ gut schneidet Estland beim Corruption Perception Index von Transparency International ab, in dem Estland Rang 27 belegt und damit noch vor Spanien und Portugal liegt. Zusammen mit der fortschreitenden Rechtsangleichung an die EU-Richtlinien sind dies gute Investitionsbedingungen.

Estland ist institutionell relativ weit integriert: Es ist Mitglied des Internationalen Währungsfonds, der Weltbank, der Welthandelsorganisation (WTO) und seit dem 27. Mai 2010 auch der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD). Zu den wichtigsten Handelspartnern Estlands gehören die EU-Mitgliedstaaten, vor allem Finnland, Schweden und Deutschland, sowie Russland. Die wichtigsten Exportgüter sind Maschinen, Geräte, Metallwaren und Textilien. Die bedeutendsten Wirtschaftszweige sind Transport/Logistik, Finanzdienstleistungen, Metallverarbeitende Industrie, Telekommunikation, Tourismus sowie die Baubranche.

Die Esten haben eine hohe Affinität zu Informations- und Kommunikationstechnologien. Die Penetrationsrate von Mobiltelefonen beträgt 120%. Fast jeder Dritte Este verfügt über einen Internetzugang mit Breitband und damit im Schnitt mehr als Deutsche oder Engländer. Bei den Wahlen zum europäischen Parlament wurde das E-Voting erfolgreich eingesetzt.

Als Folge der Koppelung der estnischen Krone an die D-Mark wurde mit Beginn der Währungsunion die Krone zum Euro mit 15,6466 festgesetzt. Mit dem faktischen Beschluss der EU-Finanzminister vom 8. Juni 2010 wird der Euro in Estland am 1. Januar 2011 eingeführt. Die seit Jahren stabile Währung Estlands war einer der wichtigsten Treiber für das rasante Wirtschaftswachstum seit Beginn der neunziger Jahre. In Anlehnung an die Wachstumsraten der asiatischen Tigerstaaten

## Länderreport: Estland



wurde Estland auch als „Baltischer Tiger“ bezeichnet. Privatisierungen, der Abbau staatlicher Subventionen, die Freigabe der Preise sowie ein liberales Steuer- und Investitionsregime führten zu signifikanten Investitionen und starken Kapitalzuflüssen. Im Zeitraum 2000 bis 2007 lag das Wirtschaftswachstum zwischen 7% und 10% p. a. Insbesondere die Bau- und Immobilienbranche sowie der Dienstleistungsbereich boomten. Die private Kreditvergabe vervierfachte sich in zehn Jahren und betrug 2009 rund 100% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Die Häuserpreise schossen in die Höhe. Im vergangenen Jahr gehörte Tallinn zu den 74 teuersten Städten der Welt. Stark steigende Löhne und Gehälter führten zu rasant wachsenden Inflationsraten, die 2008 mit 10,6% deutlich über dem EU-Durchschnitt von 3,7% lagen. Auch die Importe nahmen signifikant zu und führten das Leistungsbilanzdefizit in der Spitze auf über 20% des BIP.

Mit der globalen Wirtschaftskrise versiegten jedoch die Kapitalflüsse, und es wurden Gelder abgezogen. Außerdem fiel Estlands Konjunktur in eine dramatische Rezession. Die

Industrieproduktion brach von 2008 bis 2009 um 40% ein. Das BIP sank 2008 um 3,6% und stürzte 2009 gar um 14,1% ab. Die Arbeitslosigkeit schoss im ersten Quartal 2010 auf 19,8%, nachdem sie im Vorjahreszeitraum noch bei 3,7% gelegen hatte. Die Entwicklung innerhalb der Sektoren war unterschiedlich. Während die Beschäftigung im landwirtschaftlichen Bereich stabil blieb, verzeichnete der Industriesektor einen dramatischen Rückgang. Zwischen 2007 und 2009 verloren 24% der Industriebeschäftigten ihren Arbeitsplatz, im Bausektor sogar 47%.

Ein neuerlicher Beschäftigungsaufbau sollte in den nächsten Jahren eher langsam ausfallen, die Arbeitslosigkeit infolge mangelnder Qualifikation sich strukturell verfestigen. Zusammen mit der negativen Geburtenrate und dem sinkenden Anteil der arbeitenden Bevölkerung wird dies mittel- und langfristig ein Risiko für die weitere wirtschaftliche Erholung darstellen.

Gewerkschaften spielen in Estland nur eine untergeordnete Rolle. Der Organisationsgrad der Arbeitnehmer machte 2007 etwa 7,6% aus. 2003 betrug er noch 11,1%. Hinge-

gen blieb der Organisationsgrad bei den Arbeitgebern mit 25% unverändert.

Streiks sind in Estland eine Ausnahmeerscheinung und liegen deutlich unterhalb des EU-Durchschnitts. Im Zeitraum 2004 bis 2007 fielen in Estland jährlich nur 0,7 Streiktage an, während sie im EU-Durchschnitt über 37 Tage betragen. Seit 1992 kennen die Esten einen Mindestlohn, der seit 2002 zwischen den Gewerkschaften und den Arbeitgebern verhandelt wird. 2008 lag der Mindest-Monatsbruttolohn bei umgerechnet 278 Euro, bei einem durchschnittlichen Bruttolohn von 725 Euro (2007).

## Stabilisierung der Wirtschaft

Mit dem ersten Quartal 2010 zeichnet sich eine Stabilisierung der Wirtschaft ab. Die Kapazitätsauslastung, die von über 75% auf deutlich unter 60% gefallen war, liegt aktuell bei 65%. Schnelle und harte Einschnitte bei öffentlichen Gehältern und strikte Sparmaßnahmen führten 2009 zu einem Haushaltsbilanzdefizit von nur noch 1,7% gemessen am BIP, nach 2,7% im Jahr davor. Produktivitätsbereinigt betragen die Arbeitskosten laut Eurostat nur 45% derjenigen in Deutschland und stellen EU-weit einen klaren Wettbewerbsvorteil dar.

Seit 2009 weist Estland auch wieder einen Leistungsbilanzüberschuss von 4,5% des BIP aus. Die Wirtschaft sollte 2010 um 1,5% wachsen und 2011 nochmals 3% zulegen. Insbesondere der Export, eine langsam wieder anziehende Konsumnachfrage sowie ein weiterer Lageraufbau und EU-Fördermittel sollten sich zum Motor entwickeln. Die Ausgaben der öffentlichen Hand sollten dagegen in den nächsten Jahren moderat ausfallen. Kürzlich stuft Standard & Poor's das Rating für Estland von „A-“ auf „A“ hoch. Die Analysten begründen dies mit der künftigen Euro-Mitgliedschaft, die das Länderrisiko reduziere und einen besseren Zugang zum Kapitalmarkt eröffne.

Die Einhaltung der Maastricht-Kriterien in den nächsten Jahren erscheint erreichbar – die Inflation dürfte jedoch eine große Herausforderung darstellen. Zwar fiel Estland 2009 in eine moderate Deflation. Im laufenden Jahr sollte die Inflation jedoch wieder anziehen. Preistreibend

dürften höhere Steuern sowie Tarifierhöhungen für Elektrizität, Heizung und Gas sein. Insbesondere zum Jahresende 2010 könnte die Inflation anspringen, wenn die Bevölkerung befürchtet, dass mit der Euro-Einführung ein Preisanstieg einhergeht, und deshalb Käufe vorzieht.

Wenngleich der estnische Aktienindex OMX TGI im ersten Halbjahr 2010 ein Plus von 28% verzeichnete, stammen die Kursgewinne vor allem aus dem Januar (plus 45%). In den Folgemonaten gingen sowohl die Handelsumsätze als auch die Kurse zurück. Der estnische Rentenmarkt hingegen spielt überhaupt keine Rolle. Staatsanleihen wurden nicht begeben.

Ein Grund für die geringer gewordenen Handelsumsätze am Aktienmarkt ist die Streichung von Eesti Telekom (Übernahme) vom estnischen Kurszettel. Auch Norma sollte aufgrund der laufenden Übernahme bald vom Kurszettel verschwinden. Die Entscheidung, die Privatisierung und den Börsengang des estnischen Versorgers Eesti Energia abzusagen, hat einen vergleichbaren Notierungserersatz verhindert, den die estnische Börse dringend bräuchte. Denn die derzeitige Auswahlmöglichkeit relativ liquider estnischer Aktien ist begrenzt. Allein fünf Unternehmen machen 80% des estnischen Aktienindex aus. Die gesamte Börsenkapitalisierung Estlands beträgt derzeit 1,4 Mrd. Euro und entspricht in etwa einem Zwanzigstel der Marktkapitalisierung des deutschen Versorgers RWE.

## Wettbewerb nimmt zu

Viele Unternehmen stehen derzeit in einem stärker werdenden Wettbewerb. Die Überkapazitäten (insbesondere im Bausektor) und ein spürbarer Druck auf die Margen aufgrund steigender Inputkosten werden die Herausforderungen der nächsten Monate sein. Jedoch bieten die geringeren Arbeitskosten und vorhandene Arbeitsressourcen wieder günstige Investitionsbedingungen. Nach den schnellen und dynamischen Entwicklungen der estnischen Wirtschaft wissen die Esten: „Derjenige, der Bitterkeit erleidet, wird die Süße schmecken.“

\*) Peter Reichel ist Fondsmanager bei der Berenberg Bank, Hamburg.