

David Bencek, Bianka Dettmer, Klaus Schrader

Zypern: Insel ohne Geschäftsmodell?

Im Zuge der Krise hat sich Zypern vom südeuropäischen Erfolgsmodell zum Schuldenstaat entwickelt. Die Autoren analysieren, wie es dazu kommen konnte und welche Möglichkeiten Zypern bleiben, um den wirtschaftlichen Niedergang zu stoppen und auf einen Wachstumspfad zurückzukehren.

Zypern schien bis zum Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise Ende 2008 ein südeuropäisches Erfolgsmodell zu sein: 2004 EU-Vollmitgliedschaft trotz des ungelösten Zypernkonflikts, 2008 Eintritt in die Eurozone mit einem Haushaltsüberschuss und einer unter die Maastricht-Grenze gesunkenen Staatsverschuldung sowie mit einem Wirtschaftswachstum, das in den 2000er Jahren bis zur Krise durchschnittlich etwa 4% p.a. betrug. Dank des robusten Wachstums war Arbeitslosigkeit in der Republik Zypern mit einer Quote im 4%-Bereich kein Thema, das Pro-Kopf-Einkommen näherte sich dem EU-Durchschnitt an und war damit höher als in allen 2004 neu hinzugekommenen Mitgliedstaaten. Seit Beginn des Jahres 2013 ist die „Insel der Aphrodite“ jedoch nicht wiederzuerkennen: Eine drohende Staatspleite, insolvente Banken sowie eine stark schrumpfende Wirtschaft mit einer sprunghaft steigenden Arbeitslosigkeit prägen das Bild. Hat Zypern sein Geschäftsmodell verloren? Gibt es einen „Plan B“, um den wirtschaftlichen Niedergang zu stoppen?

Vom Boom zum Absturz

Zypern konnte in den Jahren vor der Krise von einer starken Binnennachfrage profitieren, die für ein überdurchschnittliches Wachstum und eine überaus geringe Arbeitslosigkeit sorgte (vgl. Abbildung 1). Der Nachfrageboom wurde durch einen starken Zustrom ausländischen Kapitals möglich, das von niedrigen Steuersätzen und attraktiven Konditionen bei der Vermögensanlage und -verwaltung angezogen wurde. Der für die Größe der Volkswirtschaft überdimensionierte Bankensektor – er ist nahezu achtmal so groß wie das zyprische BIP – hatte damit ausreichende Liquidität zur Verfügung, um im Inland einen Kreditboom auszulösen, der durch steigende Immobilienpreise und Einkommen weiter befeuert wurde. Privater Konsum und private Investitionen konnten unter diesen Bedingungen zu maßgeblichen Wachstumstreibern werden. Hingegen war der Staat zurückhaltender, um die Aufnahme Zyperns in die Europäische Währungsunion nicht zu gefährden.

Aufgrund eines expandierenden Warenimports – das Defizit in der Handelsbilanz erreichte 2008 mehr als 32% des BIP – stieg das Leistungsbilanzdefizit bis zum Ausbruch

der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise bis auf fast 16% des BIP an (vgl. Abbildung 2). Das Defizit konnte jedoch in den Boomjahren problemlos über die stetig wachsenden Nettokapitalströme finanziert werden. Unter diesen Bedingungen konnte der Export nicht zum Wachstum beitragen, obwohl Zypern über die 2000er Jahre einen beachtlichen Überschuss in der Dienstleistungsbilanz von deutlich mehr als 20% des BIP aufwies.¹

Die globale Wirtschafts- und Finanzkrise des Jahres 2009 führte in Zypern erst einmal nicht zu einem vergleichbar deutlichen wirtschaftlichen Niedergang wie in anderen EU-Ländern: Die Schrumpfung der Wirtschaftsleistung und die Arbeitslosenquote blieben unter dem EU-Durchschnitt. In den Jahren 2010 und 2011 kam es bei leicht steigender Arbeitslosigkeit sogar zu einer schwachen Erholung des Wachstums, ehe Ende 2011 auf Zypern der ökonomische Absturz begann. Nach der leichten Schrumpfung der Wirtschaftsleistung 2012 wird nach den aktuellen Prognosen für 2013 ein Rückgang des realen BIP um etwa 9% erwartet, 2014 soll sich die Schrumpfung im 4%-Bereich fortsetzen und die Arbeitslosenquote wird bei 17% erwartet (vgl. Abbildung 1).

Zyperns Absturz kann damit erklärt werden, dass 2012 die inländische Konsum- und Investitionsnachfrage eben-

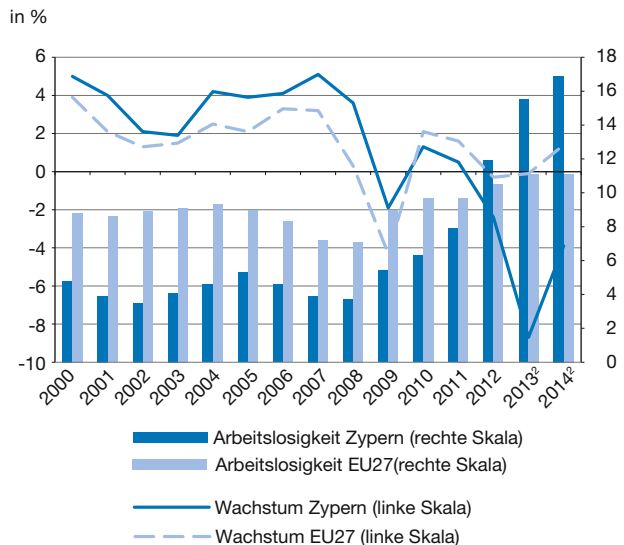
¹ Vgl. dazu EU-Kommission: The Economic Adjustment Programme for Cyprus, European Economy, Occasional Papers, Nr. 149, 2013, S. 9-11.

David Bencek, Dipl.-Volkwirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Weltwirtschaft (IfW) in Kiel.

Dr. Bianka Dettmer forscht an der Friedrich-Schiller-Universität in Jena.

Dr. Klaus Schrader ist stellvertretender Leiter des Zentrums Wirtschaftspolitik am IfW.

Abbildung 1
Reales Wirtschaftswachstum und Arbeitslosigkeit in Zypern im EU-Vergleich 2000 bis 2014¹
 in %

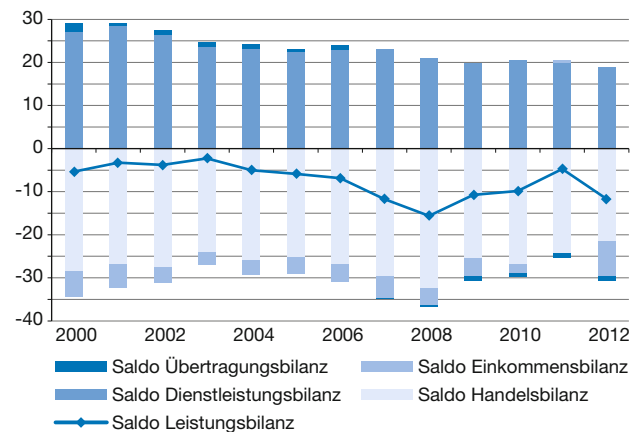


¹ Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen (Volumen), prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr; harmonisierte Arbeitslosenquoten in %. ² Frühlingsprognose 2013 der EU-Kommission.

Quellen: EU-Kommission: European Economic Forecast, Spring 2013, European Economy 2|2013, Brüssel 2013; Eurostat: Statistiken: Jährliche volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, 2013, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (14.6.2013); Eurostat: Statistiken: Beschäftigung und Arbeitslosigkeit, 2013, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (14.6.2013); eigene Darstellung und Berechnungen.

so einbrach wie die Nachfrage des Staates aufgrund der Konsolidierungszwänge beim mittlerweile defizitären Staatshaushalt. Denn der Zugang zu billigen Krediten war aufgrund der immer größer werdenden Schiefele der zyprischen Banken versperrt. Der eng mit Griechenland verflochtene Bankensektor musste aufgrund des griechischen Schuldenschnitts und der desolaten Wirtschaftsentwicklung in Griechenland hohe Abschreibungen vornehmen und auch Preiskorrekturen auf dem zyprischen Immobilienmarkt in den Bilanzen berücksichtigen. Aufgrund einer Spirale aus Nachfrageschwäche, drohenden Bankenpleiten, einer sich verschärfenden Haushaltskrise und eines allgemeinen Vertrauensverlusts sah die zyprische Regierung bereits 2012 nur noch in einem Hilfsprogramm der EU und des Internationalen Währungsfonds (IWF) ein Mittel, um den drohenden Staatsbankrott zu vermeiden. Das im April 2013 vereinbarte Rettungsprogramm sieht allerdings vor, dass erstmals Bankeigentümer, Anleihegläubiger und Einleger einen Großteil der Bankenrettung bzw. -abwicklung tragen müssen, die beiden Großbanken zwangsfusioniert werden und Kapitalverkehrskontrollen einen Abfluss von Geldern aus Zypern verhindern. Damit ist das zyprische Geschäftsmodell eines internationalen Bankenplatzes, der einen sicheren Hafen für Anla-

Abbildung 2
Zyperns Leistungsbilanz 2000 bis 2012
 in % des BIP



Quellen: Eurostat: Statistiken: Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen, 2013, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (18.6.2013); eigene Darstellung und Berechnungen.

gen aller Art zu attraktiven Konditionen bietet, offensichtlich gescheitert.²

Zyperns Geschäftsmodell

Das Geschäftsmodell Zyperns basiert im Kern auf einem überdimensionierten Bankensystem, das hoch konzentriert ist: Die Bilanzsummen der zyprischen Banken übersteigen das zyprische BIP um das 7,5-fache.³ Die beiden führenden Institute, die Bank of Cyprus und die Laiki Bank (ehemals Cyprus Popular Bank), kommen im Einlagengeschäft auf einen Marktanteil von zusammen 71%. Zum Jahresende 2011 betrug die Bilanzsumme der Bank of Cyprus 37,5 Mrd. Euro. Sie entsprach damit etwa dem Doppelten des Bruttoinlandsprodukts Zyperns. Die Laiki Bank verzeichnete zu diesem Zeitpunkt eine ebenso hohe Bilanzsumme von 33,7 Mrd. Euro. Die hohen Bilanzsummen sind nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass beide Banken auch international aktiv sind, insbesondere in Griechenland, Großbritannien, Rumänien und Russland.⁴

So trugen die Auslandsverbindlichkeiten der monetären Finanzinstitute (MFI) maßgeblich zum Bruttoschulden-

² Vgl. EU-Kommission: European Economic Forecast, Spring 2013, European Economy 2|2013, Brüssel 2013, S. 64-65; International Monetary Fund: Cyprus, IMF Country Report, Nr. 13/125, Washington DC 2013, S. 5-6.

³ Vgl. European Central Bank: Monetary Statistics, MFI Balance Sheets: Cyprus, 2013, <http://sdw.ecb.europa.eu> (4.7.2013).

⁴ Vgl. Bank of Cyprus: Annual Financial Report 2011, S. 83, 135 f., <http://www.bankofcyprus.com> (21.3.2013); Laiki Bank: Annual Report 2011, S. 15, 18, 118, <http://www.laikibankgroup.com/EN/InvestorRelations/Pages/Home.aspx>; Central Bank of Cyprus: Monetary and financial statistics – May 2013, www.centralbank.gov.cy (11.6.2013).

stand Zyperns mit dem Ausland bei, der sich zum Jahresende 2012 auf 80,8 Mrd. Euro belief (vgl. Tabelle 1). Zwar ist die Auslandsschuld Zyperns in absoluten Werten nicht annähernd so groß wie in anderen Krisenländern, in Relation zum BIP ist Zypern jedoch unter den Krisenstaaten der größte Schuldner gegenüber dem Ausland: die Bruttoauslandschuld (also nicht saldiert um eigene Forderungen) entspricht in etwa dem 4,5-fachen des zyprischen Bruttoinlandsprodukts. Allein auf die Geschäftsbanken entfielen 57 Mrd. Euro bzw. 70% der Auslandsverschuldung Zyperns zum Jahresende 2012, wobei der überwiegende Teil der Bankverbindlichkeiten aus kurzfristig laufenden Verbindlichkeiten wie Kundeneinlagen bestand.

Bankeinlagen waren in Zypern attraktiv, da die zyprischen Banken Kunden mit hohen Einlagezinsen lockten, um weiter expandieren zu können. Zu Beginn der Finanzkrise Anfang 2008 erhielten Privatanleger (im Neugeschäft) für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von weniger als einem Jahr eine jährliche Verzinsung von 6%, damit deutlich über dem Euro-Durchschnitt von 3,8%. Im Zuge der Finanzkrise fielen in allen Euroländern die Zinssätze auf Einlagen (im Durchschnitt auf 2,7%). Nur die zyprischen Banken sahen sich aufgrund ihrer zunehmenden Schiefelage – die Umschuldung griechischer Staatsanleihen und die Ausfälle von vergebenen Krediten schmälerten die Kapitalbasis der Banken – gezwungen, ihren Zinssatz auf kurzfristige Einlagen von 3,9% (2010) wieder sukzessive auf 4,5% (2012) zu erhöhen, um Liquiditätsprobleme zu vermeiden.⁵

Ein ähnliches Bild bot die Zinsstruktur auf Bankeinlagen der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften: Für Unternehmen aus dem Ausland stellten nicht nur die vergleichsweise hohen Zinsen auf Bankeinlagen einen Anreiz dar, in Zypern aktiv tätig zu werden, auch der Körperschaftsteuersatz war in Zypern mit 10% der niedrigste in der EU (im EU-Durchschnitt 22,6% im Jahr 2012). Hinzu kam, dass ausgezahlte Dividenden und Einkommen aus dem Verkauf von Wertpapieren steuerfrei waren. Kennzeichnend für das Geschäftsmodell Zyperns war daher auch die Bereitstellung von Finanzdienstleistungen für Holdinggesellschaften, die insbesondere aufgrund des Doppelbesteuerungsabkommens mit Russland in Zypern ansässig wurden.⁶ Trotz einer engen Verflechtung Zyperns mit anderen EU-Ländern – insbesondere mit Griechenland – haben

5 Vgl. Eurostat: Zinssätze der MFI – Einlagen, 2013, http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_rtl_dep_a&lang=de (27.3.2013).

6 Vgl. KPMG: Corporate tax rates table, <http://www.kpmg.com/global/en/services/tax/tax-tools-and-resources/pages/corporate-tax-rates-table.aspx> (23.4.2013); C. Kopf: Das europäische Finanzsystem nach dem Zypernprogramm, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg. (2013), H. 4, S. 233-237.

Tabelle 1
Bruttoauslandsverbindlichkeiten Zyperns 2008 bis 2012¹

in Mrd. Euro

	2008	2009	2010	2011	absolut 2012	in % des BIP
Insgesamt	76,8	91,7	85,6	83,7	80,8	452
Monetäre Finanzinstitute ²	63,3	77,6	69,9	63,7	57,1	319
kurzfristige Verbindlichkeiten	45,3	60,9	51,6	43,7	40,4	226
langfristige Verbindlichkeiten	18,0	16,7	18,3	20,0	16,7	93
Übrige Sektoren ³	1,8	2,4	3,5	5,2	7,8	44
Staat	2,4	4,0	4,6	6,0	6,1	34
Zentralbank	6,7	7,3	6,5	8,0	7,5	42
Unternehmen ⁴	2,6	447,0	1,2	2,0	2,3	13
BIP zu Marktpreisen	17,2	16,9	17,4	18,0 ⁵	17,9 ⁵	100

¹ Die Bruttoauslandsverbindlichkeiten beinhalten die Einlagen Nicht-Gebietsansässiger und konzerninterne Darlehensgewährung. ² Ohne Zentralbank. ³ Nichtbanken, Nicht-Finanzunternehmen, Haushalte, Organisationen ohne Erwerbscharakter. ⁴ Ausländische Direktinvestitionen. ⁵ Vorläufiger Wert.

Quellen: Central Bank Cyprus: Gross External Debt by Sector, 2013, www.centralbank.gov.cy (11.6.2013); Statistical Service: National Economic Accounts 2012 (provisional estimates), 2013, <http://www.mof.gov.cy> (12.6.2013); eigene Zusammenstellung.

russische Investoren nach Daten der russischen Statistik mit 122 Mrd. US-\$ (2011) erhebliche Summen auf Zypern investiert.⁷ Weitere Investitionen russischer Staatsbürger und Unternehmen dürften über Offshore-Finanzplätze getätigt worden sein.⁸

Die aktuelle Schiefelage im zyprischen Geschäftsbankensystem erklärt sich zum einen aus einem latenten Liquiditätsproblem der zyprischen Banken. Dem Bestand an kurzfristigen Bankeinlagen und den damit verbundenen hohen Zinsverbindlichkeiten stehen größtenteils längerfristig laufende Kredite gegenüber. Zum anderen hat sich – auch infolge eines größeren Auslandsengagements – nicht nur die vergebene Darlehenssumme zwischen 2005 und 2009 von 28 Mrd. Euro auf 58 Mrd. Euro verdoppelt, sondern auch die Qualität des Kreditportfolios verschlechtert. Nach dem Ausbruch der Finanzkrise waren

7 Vgl. Central Bank of Russia: Outward Foreign Direct Investment Positions by Geographical Allocation in 2009-2011, <http://www.cbr.ru/eng/statistics/> (21.3.2013); Central Bank of Cyprus: Geographical Breakdown of FDI stocks (provisional) 2011, www.centralbank.gov.cy (21.3.2013).

8 Vgl. Financial Stability Forum: Report of the Working Group on Off-shore Centres, April 2000, www.financialstabilityboard.org (21.3.2013).

die Kreditnehmer zunehmend nicht mehr in der Lage, ihre Verbindlichkeiten zu bedienen: im Jahr 2011 wurden bereits 28% der von der Bank of Cyprus vergebenen Darlehen als überfällig klassifiziert, ein doppelt so hoher Anteil wie noch im Jahr 2007; bei der Laiki Bank zeigte sich das gleiche Bild. Dies betraf bis dahin vornehmlich Immobiliendarlehen an Inländer, deren Anteil bei den Darlehen immer noch bei etwa drei Vierteln gelegen hatte.⁹ Entscheidend für die heutige Bankenkrise war aber das Engagement der beiden zyprischen Großbanken in Griechenland.

Durch den griechischen Schuldenschnitt im Februar 2012 mussten die zyprischen Banken erhebliche Abschreibungen vornehmen. Sie hatten zwar den ersten Stresstest der European Banking Authority (EBA) im ersten Halbjahr 2010 bestanden. Doch wurde ein Ausfall von Staatsanleihen im Rahmen des Tests ausgeschlossen – die Investitionen der zyprischen Banken in griechische Staatsanleihen, die auch nach Ausbruch der griechischen Schuldenkrise weiterliefen, wurden nicht berücksichtigt. Zum Jahresende 2010 hielten die Bank of Cyprus und die Laiki Bank zusammen griechische Bonds im Wert von 5,8 Mrd. Euro und profitierten von der hohen Verzinsung dieser Papiere. Diese Positionen wurden auch im zweiten Stresstest der EBA zu Beginn des Jahres 2011 nicht berücksichtigt, so dass die zyprischen Großbanken den Test wiederholt bestanden. Erst der dritte Stresstest der EBA im Dezember 2011 ergab unter Berücksichtigung möglicher Verluste aus Staatsanleihen, dass beide zyprischen Banken zusätzliches Eigenkapital benötigten.¹⁰ Im Juni 2012 benötigte die Bank of Cyprus schließlich zusätzliches Kapital in Höhe von 730 Mio. Euro, um eine Eigenkapitalquote von 9% zu erfüllen. Das Kapitaldefizit der Laiki Bank wurde im Juni 2012 von der EBA auf 1,125 Mrd. Euro beziffert.

Verschärfend kam hinzu, dass sich die Banken im Zuge der Finanzkrise kurzfristig kaum noch Liquidität bereitstellten, so dass Interbankentransaktionen mit zyprischen Banken von 11 Mrd. US-\$ im Dezember 2010 auf 1,5 Mrd. US-\$ im Dezember 2012 stark einbrachen.¹¹ Die gesunkene Liquiditätsbereitstellung über den Interbankenmarkt veranlasste die Europäische Zentralbank (EZB), über die nationalen Zentralbanken Liquiditätshilfen für in Not geratene Banken, die Emergency Liquidity Assistance (ELA), zu gewähren. Bis März 2013 erhielten zyprische Banken

Liquiditätshilfen in Höhe von 11,4 Mrd. Euro.¹² Obwohl die ELA-Hilfen nach den Regeln der EZB grundsätzlich nur an solvente Banken vergeben werden dürfen, hatte der EZB-Rat die Hilfe für Zypern im Januar 2013 trotz der spätestens zu diesem Zeitpunkt vorliegenden Erkenntnisse über die aussichtslose Situation der Bank of Cyprus und der Laiki Bank um zwei Monate verlängert und im März 2013 die ELA-Kredite an den Abschluss eines Rettungspakets geknüpft.

Die Zypernrettung und ihre Verlierer

Das Rettungspaket für Zypern, auf das sich Ende März die Euro-Gruppe mit der zyprischen Regierung einigte, unterscheidet sich von den Hilfsprogrammen für andere Euro-Krisenländer in einem wichtigen Punkt: Nicht der europäische Steuerzahler soll für die Rettung der angeschlagenen Banken einspringen, sondern es sollen erstmals diejenigen belastet werden, die bisher von den günstigen Anlagebedingungen in Zypern profitiert haben. Zum einen erhält Zypern einen ESM-Kredit von 9 Mrd. Euro und eine weitere Milliarde vom IWF. Die zyprische Regierung musste sich im Gegenzug zu Sparauflagen, Strukturreformen und Privatisierungen verpflichten und der ESM-Kredit darf nicht zur Bankenrettung verwendet werden. Zum anderen verpflichtete sich die zyprische Regierung zur Umsetzung einer tiefgreifenden Bankenrestrukturierung: Die Laiki Bank soll abgewickelt werden, wobei Einlagen unter 100 000 Euro auf die Bank of Cyprus übergehen, ebenso wie die ELA-Verbindlichkeiten der Laiki Bank in Höhe von 9 Mrd. Euro. Aktionäre, Anleihegläubiger und Großeinleger haften für die Verbindlichkeiten der Laiki Bank, indem ihre Einlagen bzw. Vermögenstitel auf eine „Bad Bank“ übertragen werden. Die Bank of Cyprus soll hingegen durch Aktionäre, Gläubiger und Großeinleger rekapitalisiert werden – Einlagen unter 100 000 Euro bleiben verschont.¹³

Damit gehören die Eigentümer der Banken zu den Verlierern der Zypernrettung. Das haftende Eigenkapital der Bank of Cyprus und der Laiki Bank betrug im September 2012 noch 2,3 bzw. knapp 1 Mrd. Euro. Zum Kreis der Eigentümer gehört insbesondere der zyprische Staat: Während der Staatsanteil an der Bank of Cyprus Ende 2012 lediglich bei 11,4% lag, war die Laiki Bank im August 2012 verstaatlicht worden – der zyprische Staat hält seitdem

9 Vgl. zu den Darlehensstrukturen insbesondere Central Bank of Cyprus: Monetary and financial statistics ..., a.a.O.; Bank of Cyprus: Annual Financial Report 2011, a.a.O.; Laiki Bank: Annual Report 2011, a.a.O.

10 Vgl. Europäische Bankenaufsicht (laufende Jahrgänge): EU-wide stress test results – summary report, <http://www.eba.europa.eu/> (24.3.2013).

11 Vgl. Bank for International Settlements: Consolidated Banking statistics (2013), <http://www.bis.org/statistics/> (11.6.2013).

12 Vgl. Central Bank of Cyprus: Central Bank of Cyprus Eurosystem Balance Sheet as at End of March 2013, <http://www.centralbank.gov.cy> (4.7.2013); European Central Bank: Press release: 24 April 2012 – Consolidated financial statement of the Eurosystem as at 20 April 2012, <http://www.ecb.europa.eu/press/> (4.7.2013).

13 Vgl. „Wer für die zyprischen Banken zur Kasse gebeten wird“, in: FAZ vom 26.3.2013; EU-Kommission: The Economic Adjustment ..., a.a.O.

Tabelle 2

Parameter des Troika-Basisszenarios

in %

Parameter	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Reales Wachstum	-8,7	-3,9	1,1	1,9	2,3	2,2	1,9	1,8
Inflation	0,6	1,1	1,5	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0
Primär-saldo	-2,4	-4,3	-2,1	1,2	3,0	4,0	4,0	4,0
Zinssatz	3,8	3,1	2,9	3,0	3,2	3,4	3,6	4,0

Quellen: IMF Country Report, Nr. 13/125, Washington DC 2013, S. 5-6, eigene Zusammenstellung.

84% der Anteile.¹⁴ Damit muss der Staat als Eigentümer auch frisches Kapital bereitstellen. Darüber hinaus werden die Anleihegläubiger beider Banken belastet, wobei vor allem die nachrangigen Anleihen von fast 1 Mrd. Euro zum 30.9.2012 betroffen sind.¹⁵

Bei der Laiki Bank ist absehbar, dass Eigentümer und Anleihegläubiger eine Totalabschreibung vornehmen müssen. Aber auch die Einleger mit mehr als 100 000 Euro werden wohl ihre Einlagen komplett verlieren – schätzungsweise 4,2 Mrd. Euro.¹⁶ Bei der Bank of Cyprus sieht die Situation anders aus: Auf diese werden die gesicherten Einlagen der Laiki Bank und deren verwertbares Vermögen übertragen, allerdings auch die 9 Mrd. Euro ELA-Verbindlichkeiten, die sich mit den eigenen ELA-Krediten auf insgesamt 11 Mrd. Euro summieren. Für die Rekapitalisierung und den Verlustausgleich müssen auch bei der Bank of Cyprus nicht nur Eigentümer und Anleihegläubiger, sondern auch die Großeinleger aufkommen. Deren Spareinlagen sollen mit den gewährten Krediten verrechnet werden. Von den Nettoforderungen werden zwischen 37,5% und 60% in Stammaktien umgewandelt. Die restlichen 40% wurden temporär als Liquiditätsreserven eingefroren.

Doch wer sind die Großeinleger, die einen Großteil der Bankenrettung gegenfinanzieren müssen? Dass die zypriischen Haushalte die Hauptlast der Bankenrekapitalisierung zu tragen scheinen, lässt sich anhand der Bankeinlagenstruktur im März 2013 vermuten. Die im Inland ansässigen privaten Haushalte halten etwa 65% der Bankeinlagen von knapp 64 Mrd. Euro. Auf Einleger aus dem

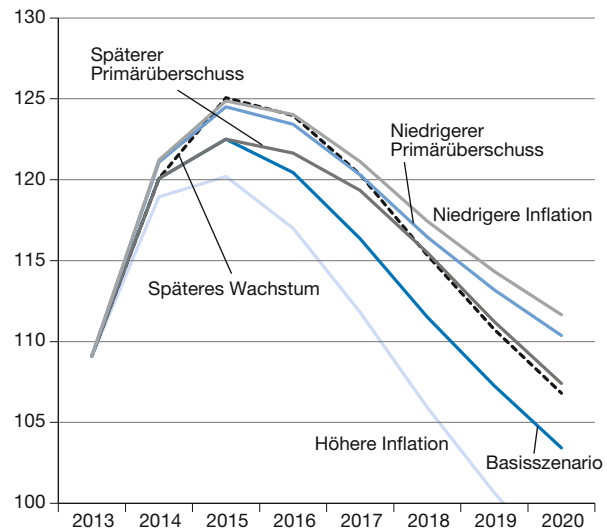
14 Vgl. Bank of Cyprus: Shareholder structure, 2013, <http://www.bankofcyprus.com> (24.4.2013); Laiki Bank: Shareholder structure, 2013, <http://www.laikibankgroup.com> (24.4.2013).

15 Vgl. Bank of Cyprus: Interim condensed consolidated financial statements for the nine months ended, 2012, <http://www.bankofcyprus.com/> (21.3.2013); Laiki Bank: Condensed interim consolidated financial statements for the nine months ended 30 September 2012, 2012, <http://www.laikibankgroup.com> (21.3.2013).

16 Vgl. FAZ, a.a.O.

Abbildung 3
Zyprische Schuldenquote nach unterschiedlichen Szenarien: unter Annahme des Troika-Zinspfads

in % des BIP



Quellen: IMF Country Report, Nr. 13/125, Washington DC 2013; eigene Darstellung und Berechnungen.

übrigen Euroraum entfallen über 5% der Gesamteinlagen, Einleger außerhalb des Euroraums halten fast 30% der Einlagen. Die russischen Einleger, die seitens der Politik zur Begründung des zyprischen Modells der Bankenrettung genannt wurden, finden sich fraglos in der Gruppe der Einleger außerhalb des Euroraums, aber auch unter den im Inland ansässigen privaten Haushalten.

Staatshaushalt in Schiefelage

In Zypern ist aber nicht nur ein Geschäftsmodell gescheitert, sondern auch der Staatshaushalt in tiefrote Zahlen gerutscht. Die Staatsverschuldung entfernt sich in großen Schritten von der 60%-Schwelle, der Staatsbankrott droht. Die Rettung wird in einem Hilfsprogramm gesehen, das gegen Auflagen bis 2016 die benötigte Liquidität zur Verfügung stellt. Zu den Auflagen gehören Haushaltskürzungen, Steuererhöhungen sowie ein umfassender Reformprozess, was letztlich zu einer tragfähigen Schuldenlast und einer eigenständigen Kapitalmarktfinanzierung führen soll. Oder droht Zypern eine nicht enden wollende Schuldenkrise wie Griechenland?

Um diese Frage beantworten zu können, ist zunächst ein Blick in das Basisszenario der Troika-Projektion hilfreich, dessen Parameter in Tabelle 2 abgetragen sind. Daraus ergibt sich für die Schuldenquote ein Pfad, der überaus zuversichtlich stimmt (vgl. Basisszenario in Abbildung 2). Am Ende des Prognosezeitraums sinkt die zyprische

Staatsschuld stetig und kann auf diese Weise langfristig tragfähig sein. Eine Sensitivitätsanalyse dieser Projektion, in der mithilfe unterschiedlicher Szenarien einzelne Parameter wie der zu erzielende Primärüberschuss, die Inflationsrate oder das reale Wachstum variiert werden, bestätigt diesen Trend.¹⁷

In ihrer Tragfähigkeitsanalyse weist die Troika jedoch auf substantielle Risiken des zyprischen Rettungsprogramms hin. Dazu zählen eine stärkere Kontraktion der Volkswirtschaft, ein sich verschlechternder Arbeitsmarkt, eine langfristige Kreditklemme, das Verfehlen der Primärüberschussziele, eine ungenügende Umsetzung der vereinbarten fiskalischen und strukturellen Reformen, geringere Privatisierungserlöse, eine stärkere Reduktion der Steuereinnahmen in Folge der Rezession, ein konjunktureller Abschwung bei Handelspartnern und schließlich ein dauerhaft verwehrter Zugang des Staates zum Kapitalmarkt.¹⁸

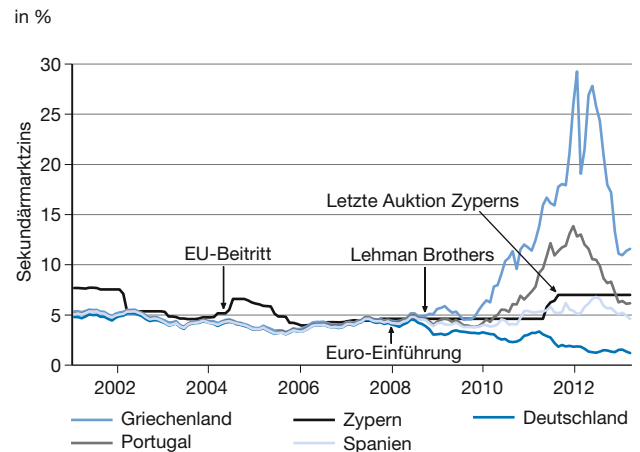
Diese Auflistung der Risikofaktoren gibt exakt die Erfahrungen wieder, die die Troika in Griechenland machen musste – jedes dieser Risiken ist dort eingetreten. Das hatte zur Folge, dass die Abweichungen vom unterstellten Entwicklungspfad der Schuldenquote regelmäßig größer ausfielen, als dies im Rahmen einzelner Sensitivitätsanalysen für möglich gehalten wurde. Es spricht daher vieles dafür, dass das Ausmaß einzelner Parameterabweichungen auch von Interaktionseffekten der übrigen Parameter bestimmt wird. So liegt es nahe, die Annahmen der Troika-Projektion für Zypern auf ihre Realitätsnähe zu überprüfen.

Dabei fällt unmittelbar auf, dass die Zinsannahmen des IWF-Basisszenarios überaus optimistisch sind: Immerhin weist die EZB für Zypern seit September 2011 einen konstanten harmonisierten Langfristzins in Höhe von 7% aus. Im Unterschied zu allen übrigen EU-Staaten (mit Ausnahme Estlands) handelt es sich hierbei um den Primärmarkt zins, den Zypern bei seiner letzten erfolgreichen Anleiheauktion zahlen musste, und nicht um einen generischen Sekundärmarkt zins am Markt befindlicher Anleihen. Dieser Umstand ist aus zwei Gründen bemerkenswert: Erstens hat Zypern seit dieser Auktion seinen uneingeschränkten Zugang zum Kapitalmarkt verloren

17 Das Szenario „Späterer Primärüberschuss“ geht davon aus, dass im Jahr 2015 nur ein ausgeglichener Primärsaldo erreicht wird und die Primärüberschüsse des Basisszenarios aus Tabelle 2 jeweils ein Jahr später erzielt werden. Das Szenario „Niedrigerer Primärüberschuss“ verwendet in allen Perioden einen Primärüberschuss, der um einen Prozentpunkt niedriger ist als im Basisszenario. Im Szenario „Späteres Wachstum“ wird der Übergang zu einer positiven realen Wachstumsrate um ein Jahr verschoben und die Werte aus Tabelle 2 werden jeweils ein Jahr später erzielt. Die beiden Inflationszenarien unterstellen jeweils einen Inflationspfad, der um einen Prozentpunkt über bzw. unter den Werten des Basisszenarios liegt.

18 Vgl. EU-Kommission: Assessment of the public debt sustainability of Cyprus, 2013, S. 12-13.

Abbildung 4
Harmonisierte Zinssätze auf langfristige Staatsanleihen



Quellen: ECB: Long-term interest rate statistics for EU Member States, 2013; eigene Darstellung und Berechnungen.

und finanziert sich hauptsächlich mithilfe kurzfristiger Anleihen.¹⁹ Zweitens wird nur ein Primärmarkt zins berichtet, da laut Aussage der EZB der Markt für zyprische Staatsanleihen keine ausreichende Liquidität aufweist, um einen Sekundärmarkt zins zu berechnen.²⁰

Möglicherweise spiegeln die der Troika-Projektion zugrunde liegenden Zinssätze in Tabelle 2 die Annahme wider, künftig werde es zu einer ähnlichen Konvergenz der Zinsen auf Staatsanleihen in der EU kommen, wie nach der Euro-Einführung und bis zur Insolvenz von Lehman Brothers (vgl. Abbildung 4). Im Ergebnis bewirkt diese unterstellte Konstellation von Zinsen und übrigen Parametern jedoch, dass die Auswirkungen unterschiedlicher Pfade des zu erzielenden Primärüberschusses, der Inflationsrate oder des realen Wachstums im Rahmen der Sensitivitätsanalyse nur vergleichsweise gering sind: Das Niveau der Schuldenquote verschiebt sich zwar jeweils in Abbildung 3, doch bleibt der grundlegende Pfad in Richtung einer tragfähigen Staatsschuld Zyperns erhalten.

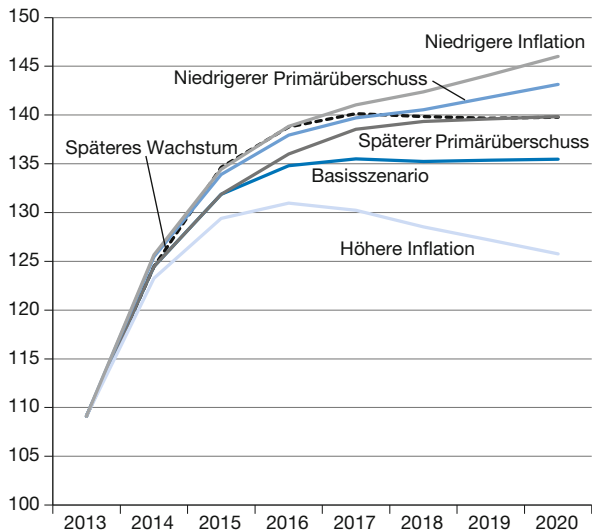
Wesentlich differenzierter fällt eine entsprechende Sensitivitätsanalyse jedoch aus, wenn in der Projektion nicht durchweg ein historisch niedriger Durchschnittszins unterstellt, sondern der aktuelle Primärmarkt zins bei der Berechnung verwendet wird. Eine solche Simulation in Abbildung 5 zeigt beispielsweise deutlich, dass es hinsichtlich

19 Vgl. insbesondere Public Debt Management Office: 3rd Quarter 2012, 2012, <http://www.mof.gov.cy> (1.7.2013); Public Debt Management Office: 4th Quarter 2012, 2013, <http://www.mof.gov.cy> (1.7.2013).

20 Auskunft der EZB auf Anfrage vom 3.6.2013.

Abbildung 5
Zyprische Schuldenquote nach unterschiedlichen Szenarien: unter Annahme des Marktzinses

in % des BIP



Quellen: IMF Country Report, Nr. 13/125, Washington DC 2013; ECB: Long-term interest rate statistics for EU Member States, 2013; eigene Darstellung und Berechnungen.

der Schuldentragfähigkeit sehr wohl einen Unterschied macht, ob die angestrebten Primärüberschüsse in Tabelle 2 erreicht, verspätet erzielt oder gar verfehlt werden. Ebenso wirkt sich ein später als erwartet einsetzendes Wachstum der zyprischen Volkswirtschaft deutlich stärker aus, als dies in der Simulation der Troika der Fall ist.

Eine solche langsamere Erholung Zyperns ist angesichts des hohen Konsolidierungsbedarfs des zyprischen Staatshaushalts ein realistisches Szenario: In Krisenzeiten kann ein Wegfall staatlicher Nachfrage wesentlich größere Auswirkungen auf die Volkswirtschaft als unter normalen Bedingungen haben.²¹ Das langsamere Wachstum, die damit verbundenen niedrigeren Einnahmen des Staates, die daraus resultierenden höheren Defizite und die aufgrund schlechterer Wachstumsaussichten höheren Zinsen würden gleich mehrere der genannten Risiken eintreten lassen und nicht nur das Niveau, sondern auch die Richtung des Schuldenquotenpfads beeinflussen.

Dass selbst der Pfad des Basisszenarios in der Simulation unter Annahme eines Marktzinses (vgl. Abbildung 5) auf einem hohen Schuldenniveau stagniert, soll an dieser

21 Vgl. dazu IMF: World economic outlook, October 2012: Coping with high debt and sluggish growth. World economic and financial surveys, Washington DC 2012; O. Blanchard, D. Leigh: Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, Bd. 18779, NBER working paper series, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2013.

Stelle aber nicht überbewertet werden. Die Analyse hat nicht den Anspruch, den wahren Durchschnittszins zyprischer Staatsanleihen für die kommenden sieben Jahre vorherzusagen. Entscheidend ist vielmehr, dass bereits die Kombination kleiner Abweichungen einzelner Parameter ausreicht, um die Schuldenquote mittelfristig steigen zu lassen und somit die Tragfähigkeit ernsthaft zu gefährden.

Die positive Bewertung der Schuldentragfähigkeit Zyperns durch die Troika hängt neben den eher technischen Annahmen über die zukünftige Entwicklung von Wachstum und Zinsen auch von der Hoffnung ab, mithilfe der neu entdeckten Erdgasvorkommen vor der zyprischen Küste hohe Staatseinnahmen generieren zu können. Dieses Vorhaben ist jedoch aufgrund ungeklärter Eigentumsverhältnisse mit hoher Unsicherheit behaftet.²²

Trotz der Einsicht, bei vergangenen Hilfsprogrammen von zu optimistischen Annahmen ausgegangen zu sein, erinnert die Tragfähigkeitsanalyse der Troika zur Entwicklung Zyperns unter einem ESM-Rettungsschirm stark an die Projektionen der letzten Jahre zur Entwicklung des Schuldenstands in Griechenland.²³ Auch im zyprischen Programm sind optimistische Annahmen entscheidend für den projizierten Erfolg. Sobald aber die ersten anvisierten Zielgrößen verfehlt werden, wird die gesamte Tragfähigkeitsanalyse in sich zusammenfallen und – wie im Fall Griechenlands – ein ständiger Revisionsbedarf bei den Rahmenbedingungen und Kosten des Hilfsprogramms entstehen. Ohne die rasche Entwicklung eines neuen Geschäftsmodells, das neues Vertrauen schafft und das benötigte Wachstum generiert, wird es keine Gesundung der zyprischen Staatsfinanzen geben.

Ein neues Geschäftsmodell für Zypern?

Wie kann das neue zyprische Geschäftsmodell aussehen? Aufgrund des Zusammenbruchs der beiden Großbanken und des absehbaren Vermögensverlusts von Eigentümern und Einlegern hat der Finanzplatz Zypern einen Vertrauensverlust erlitten, der die Fortführung des bisherigen Geschäftsmodells ausschließt. So ist zu fragen, welche anderen Stärken das Land hat.

Die zyprische Volkswirtschaft wird bisher fast ausschließlich durch den Dienstleistungssektor geprägt: 2012 betrug der Anteil der Dienstleistungen an der Bruttowertschöpfung fast 81%, mehr als 77% der zyprischen Beschäftig-

22 Vgl. auch EU-Kommission: The Economic Adjustment Programme ..., a.a.O., S. 40.

23 Vgl. IMF: Greece, IMF Country Report, Nr. 13/156, Washington DC 2013, S. 26-28.

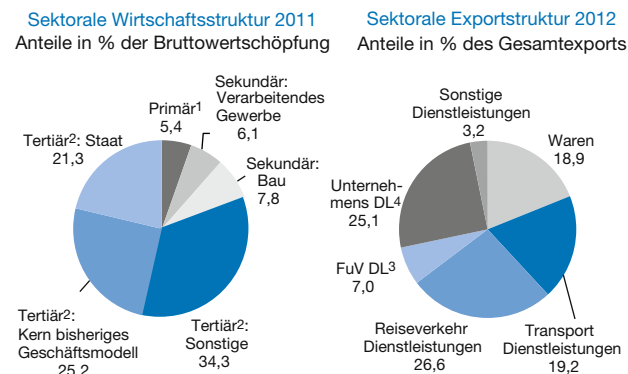
ten gingen einer Dienstleistungstätigkeit nach, der Dienstleistungsexport überstieg den Warenexport um mehr als das Vierfache und die Dienstleistungsbilanz schloss mit einem Überschuss von 19% des BIP bei einer stark defizitären Handelsbilanz ab.

Diese Dienstleistungsorientierung ist in der Krise zum Problem geworden: 24% der Bruttowertschöpfung entfallen auf die Bereiche Finanzen und Versicherungen, Immobiliendienstleistungen und sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen – also auf den Kern des bisherigen Geschäftsmodells (vgl. Abbildung 6). Darüber hinaus hängt die Entwicklung weiterer Dienstleistungsbranchen von diesen Kernbereichen ab: Viele Dienstleistungsanbieter konnten in der Vergangenheit von der steigenden Kaufkraft der Wachstumsbranchen und ihrer Beschäftigten profitieren. Das Baugewerbe – bis 2012 mit 8% der Bruttowertschöpfung ein größerer Bereich der zyprischen Volkswirtschaft – gehörte ebenfalls zu den Gewinnern eines Finanzplatzes, an dem reichlich Liquidität für Immobilienprojekte bereitstand. Hinzu kommt, dass sich Zypern aufgrund sprudelnder Einnahmen in den 2000er Jahren einen Öffentlichen Dienst leisten konnte, bei dem fast ein Fünftel der Beschäftigten zu attraktiven Bedingungen unterkommen konnten. Infolge der krisenbedingten Schiefelage der Staatsfinanzen ist der Öffentliche Dienst aber ebenfalls zum Sanierungsfall geworden, wo im Rahmen des Sparprogramms größere Einschnitte zu erwarten sind. Damit wurde durch das Scheitern des zyprischen Geschäftsmodells eine Kettenreaktion ausgelöst, die weite Teile der Volkswirtschaft betrifft.

Außerhalb des Dienstleistungssektors und des Baugewerbes sind keine ausgeprägten Stärken der zyprischen Volkswirtschaft zu entdecken. So sind aus dem Verarbeitenden Gewerbe keine spürbaren Wachstumsimpulse zu erwarten, da dieses mit 6% der zyprischen Bruttowertschöpfung bzw. 7% der Beschäftigten nur eine marginale Rolle spielt – hier zeigt sich das Fehlen einer industriellen Tradition. Schließlich scheiden aus heutiger Sicht auch Landwirtschaft und Rohstoffgewinnung mangels kritischer Masse als potenzielle Wachstumstreiber aus.

Diese Dienstleistungsorientierung Zyperns spiegelt sich entsprechend in den zyprischen Exportstrukturen wider: Mehr als 81% des zyprischen Exports entfallen auf Dienstleistungen, wobei unternehmensbezogene Dienstleistungen sowie Finanz- und Versicherungsdienstleistungen alleine fast ein Drittel des zyprischen Gesamtexports ausmachen (vgl. Abbildung 6). Zu den unternehmensbezogenen Dienstleistungen zählt eine breite Palette von Beratungs-, Vermittlungs-, Prüfungs- und weiterer Managementdienstleistungen, für die Zypern insbesondere aufgrund seiner Funktion als Brücke zwischen EU-/Euro-

Abbildung 6
Zyperns Dienstleistungswirtschaft



¹ Primär = Agrarwirtschaft, Rohstoffgewinnung, Ver- und Entsorgung; ² Tertiär = private und öffentliche Dienstleistungen; ³ FuV DL = Finanz- und Versicherungsdienstleistungen; ⁴ UnternehmensDL = Abwicklung von Handelsgeschäften, Leasingdienstleistungen, diverse Geschäftsdienstleistungen.

Quellen: Eurostat: Statistiken: VGR nach 38 Wirtschaftsbereichen, 2013, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (17.6.2013); Eurostat: Statistiken: Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen, 2013, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (18.6.2013); eigene Darstellung und Berechnungen.

Ländern und Drittländern, seines Niedrigsteuersystems und der Verfügbarkeit entsprechend qualifizierten Personals bisher ein international konkurrenzfähiger Anbieter war.²⁴ Diese Dienstleistungen haben noch 2012 mit etwa 60% zum Überschuss in der Dienstleistungsbilanz beigetragen. Hingegen sind Transport und Tourismus mit einem Exportanteil von zusammen 46% anders als im Nachbarland Griechenland, wo fast 90% des Dienstleistungsexports auf diese Bereiche fallen,²⁵ nicht die entscheidenden Stützen des Exports – trotz ihres auch in Zypern relativ großen Gewichts.

Vor dem Hintergrund dieser Dienstleistungsdominanz kann der Warenexport nur eine Nebenrolle spielen. Das überschaubare industrielle Potenzial Zyperns zeigt sich aber nicht nur in der begrenzten Quantität, sondern auch in der Qualität des Warenexports. Bei der Analyse des zyprischen Außenhandels fällt auf, dass rohstoffintensive Güter in den letzten Jahren mehr als 50% des zyprischen Warenexports ausmachten. Hingegen lag der Exportanteil technologieintensiver Güter bei nur einem Drittel.²⁶ Bei genauerer Analyse wird zudem selbst dieser Technologie-

²⁴ Vgl. auch EU-Kommission: The Economic Adjustment Programme ..., a.a.O., S. 10.

²⁵ Vgl. K. Schrader, D. Bencek, C.-F. Laaser: IfW-Krisencheck: Alles wieder gut in Griechenland?, Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 522/523, Institut für Weltwirtschaft, Kiel 2013.

²⁶ Berechnungen des Instituts für Weltwirtschaft analog einer Analyse des griechischen Außenhandels, in: K. Schrader et al., a.a.O., S. 19-21.

gehalt des zyprischen Exports relativiert: Bei den technologieintensiven Exporten dominieren medizinische und pharmazeutische Erzeugnisse, die vornehmlich aus einer Generikaproduktion ohne eigene Forschung und Entwicklung stammen.²⁷

Vor dem Hintergrund dieser Analyse fällt eine Antwort auf die Frage nach einem neuen Geschäftsmodell für Zypern, das eine neue Wachstumsperspektive eröffnen und den Wohlstand des Landes langfristig sichern könnte, schwer. Die komparativen Wettbewerbsvorteile Zyperns liegen unübersehbar im Dienstleistungsbereich. Ein industrielles Entwicklungspotenzial ist kaum vorhanden und eine Senkung der – in den 2000er Jahren rasch gestiegenen – nominalen Lohnstückkosten auf ein Niveau, das den Standort Zypern für rohstoff- und arbeitsintensive Produktionen gegenüber Schwellenländern konkurrenzfähig macht, erscheint unrealistisch. Für den Aufbau wertschöpfungsstarker, technologieintensiver Produktionen, die Zyperns hohes Einkommensniveau rechtfertigen könnten, fehlt die industrielle Basis mit den notwendigen Fachkräften. Realistischer erscheint die Weiterentwicklung touristischer Angebote, doch bedarf es hier potenter Investoren für die Entwicklung zeitgemäßer Strukturen und einer größeren Akzeptanz der Zyperer für Niedriglohnjobs.

So wird nachvollziehbar, warum die zyprische Politik ihre Hoffnungen auf die Ausbeutung von Erdgasvorkommen setzt, um den Wohlstand des Landes zu sichern. Die gegenwärtige zyprische Krise macht allerdings auch deutlich, dass die Finanz- und Kapitalmärkte diese Zukunftsperspektive skeptisch sehen und das Geschäftsmodell „Wachstum durch Erdgas“ nicht mit einem Vertrauensvorschluss bedenken wollen. So erklärt sich auch, warum der zyprische Staatspräsident (vergeblich) um eine Neuverhandlung der gerade vereinbarten Bankenrettung bittet, um den Finanzplatz Zyperns und damit das bisherige Geschäftsmodell zu retten.²⁸ Zyperns Politik fehlt offensichtlich ein realistischer „Plan B“.

27 Vgl. CBI Market Information Database: The Pharmaceutical Products Market in Cyprus, CBI Market Survey, Den Haag 2013.

28 Vgl. „Zypern fleht erneut um Bankenhilfe“, in: The Wall Street Journal Deutschland vom 19.6.2013.

Eine Lösung für Zyperns Dilemma?

Die Republik Zypern steht damit vor einer Zäsur: Der Vertrauensverlust der internationalen Anleger als Folge von Zwangsbeiträgen zur Bankenrettung und von Kapitalverkehrskontrollen lässt eine Fortführung des bisher erfolgreichen Geschäftsmodells eines internationalen Finanzplatzes mit einem umfangreichen Angebot an Dienstleistungen für international operierende Unternehmen nicht zu. Die vorliegende Analyse zeigt aber auch, dass Zypern als Dienstleistungswirtschaft ohne industrielle Kernkompetenzen nur im Dienstleistungssektor eine Entwicklungsperspektive finden kann – dies wäre aber bei einem Schwerpunkt auf Tourismus mit Wohlstandseinbußen verbunden. Aus diesem Dilemma wird Zypern nur herausfinden, wenn eine neue Wachstumsgeschichte das notwendige Vertrauen in die zyprische Wirtschaft wiederherstellt. Diese könnte aus der Überwindung der zyprischen Teilung erwachsen, die seit dem 2004 gescheiterten Annan-Plan vor allem auf zyprisch-griechischer Seite nicht ernsthaft weiterverfolgt wurde.

Ein Ende der Teilung würde Zypern nicht nur einen Vertrauensvorschluss beschern und den Imageschaden des zyprisch-griechischen Dienstleistungsmodells mildern, sondern die Insel könnte auch neue Märkte als „Brücke zwischen Orient und Okzident“ erschließen und Synergien bei der Weiterentwicklung der Tourismusindustrie nutzen. Ein „Braindrain“ durch Emigration qualifizierter Dienstleistungsexperten würde vermieden. Und die große Hoffnung auf den Erdgasboom würde realistischer, da eine Nutzung dieser Ressourcen nur einvernehmlich mit allen Anrainern möglich sein dürfte. Gleichzeitig entstünde eine realistische Aussicht auf eine Gesundung der maroden Staatsfinanzen. Das wäre für die Republik Zypern ein „Plan B“, der den wirtschaftlichen Niedergang abwenden könnte.

Zypern sollte hingegen nicht auf eine Dauerrettung durch die Troika setzen: Eine Volkswirtschaft, die nur 0,1% des EU-Sozialprodukts erwirtschaftet und deren Großbanken kleiner sind als so manche deutsche Sparkasse, ist weder für den Euro noch für die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte „systemisch“. Eine Transferlösung wäre kein realistischer „Plan B“.

Title: Cyprus: Island Without a Business Model?

Abstract: Cyprus appeared to be a South European success story until the beginning of the economic and financial crisis in 2008. But in early 2013, the country was at the edge of bankruptcy, its leading banks were illiquid, its economy was shrinking and unemployment was rising. Against this background, this article analyses which factors contributed to the Cypriot crash and how the country can achieve an economic revival. Due to the lack of industrial competence, it is suggested to revive the Cypriot service industry in the course of a reunification of Cyprus. A reunification could rebuild confidence lost during the crisis, create synergy effects in tourism and facilitate natural gas production.

JEL Classification: F14, F15, F34