

Investment Spotlight

20. März 2013

AXA Investment Managers - Research & Investment Strategy

Zypern sollte egal sein ... es ist aber nicht

von

Eric CHANEY
Chief Economist AXA Group
Head of Research AXA IM

**Eine Gläubigerbeteiligung ist sinnvoll, aber
Vorsicht vor waghalsigen Manövern**

Die Zypernformel

Bislang ist es der zypriotischen Regierung nicht gelungen, eine Steuer auf Bankeinlagen zu verabschieden, die den Eigenanteil Zyperns am Rettungspaket zu einem wesentlichen Teil decken würde. Die Gespräche werden fortgesetzt. Derweil bleiben die Banken geschlossen. Aber die Uhr tickt. Irgendwann müssen die Banken wieder öffnen.

Das Rettungskonzept ist recht einfach und mittlerweile allgemein bekannt: Zypern braucht 16 Mrd. Euro, um sein aufgeblähtes Bankensystem zu rekapitalisieren. 2012 hat es stark unter der Umschuldung Griechenlands gelitten, und die unzureichende Aufsicht seit dem Euro-Beitritt im Januar 2008 hat zu einer extremen Unterkapitalisierung geführt. Die Kreditgeber – die europäischen Partner und vielleicht auch der IWF – sind bereit, dem Land 10 Mrd. Euro zu leihen, wenn es die restlichen 6 Milliarden selbst aufbringt. Eine Restrukturierung der Staatsschulden ist keine Alternative, denn erstens halten die Banken den überwiegenden Teil und zweitens hat die EU geschworen, dass sich eine Umschuldung nach griechischem Muster nicht wiederholen wird. Die neue EU-Bankenregulierung nach der Krise beruht

auf der Vorstellung, dass steuerfinanzierte Rettungsaktionen so klein wie möglich sein sollen. Stattdessen sollen Aktionäre und Gläubiger stärker zur Kasse gebeten werden. Demnach müsste ein Teil des Fremdkapitals zypriotischer Banken in Eigenkapital umgewandelt werden, ein sogenannter Bail-in. Theoretisch kein Problem.

Zyperns Banken sind anders

Aber praktisch: 91% der Passiva zypriotischer Banken sind ... Bankguthaben. Auf Aktien und nachrangige Anleihen entfallen maximal 9%, der Anteil erstrangiger Anleihen ist vernachlässigbar. Die Gläubiger sind also Kontoinhaber. Deshalb waren sich der IWF, die EZB, die Europäische Kommission und die zypriotische Regierung schnell einig, dass sich ein Bail-in nicht auf Aktionäre und nachrangige Anleihegläubiger beschränken kann und vor den Kontoinhabern nicht Halt machen darf. Das entspricht nicht nur dem neuen Regulierungsrahmen der EU, sondern ist auch ökonomisch sinnvoll. Die Gläubiger (also die Kontoinhaber) sind Risiken eingegangen, die nicht vollständig von den Steuerzahlern übernommen werden können.

Politisch schwierig wird die Angelegenheit aber durch die Struktur der Bankguthaben.

Von den offiziell 68 Mrd. Euro Einlagen entfallen 37% auf Ausländer, und davon wiederum 30 Prozentpunkte auf Gläubiger außerhalb des Euroraums. Vom Bail-in wären nicht nur Privatkunden und Firmen aus dem Euroraum betroffen, sondern auch Gläubiger aus Russland und der Ukraine. Vermutlich ist das Grund, weshalb am Wochenende ein sehr gefährlicher Vorschlag gemacht wurde: eine Steuer auf alle Bankguthaben. Doch dann sind die Politiker wieder zurückgerudert – wegen der Reaktion der zyprischen Regierung, aber auch wegen der Gefahr, dass in anderen Euro-Ländern mit schwachen Bankensystemen die Kreditinstitute gestürmt werden. Natürlich kann man solche Bank Runs (wie Willem Butler von der Citigroup) für unwahrscheinlich zu halten, aber völlig ausschließen sind sie nicht.

Die Alternativen zum Bail-in: ein größeres Rettungspaket oder der Euro-Austritt

Jetzt ist ein Kompromiss gefragt. Jörg Asmussen von der EZB hat bereits davor gewarnt, dass sich Zypern zu einer systemischen Krise ausweiten kann. Zur Gläubigerbeteiligung gibt es zwei Alternativen: entweder ein Rettungspaket in Höhe der gesamten benötigten Summe, oder ein Austritt Zyperns aus dem Euroraum, sobald die EZB dem Bankensystem keine Liquidität mehr zur Verfügung stellt. Beides ist schlechter als ein Bail-in. Im ersten Fall würde sich die öffentliche Meinung in den Geberstaaten (übrigens nicht nur in Deutschland) noch stärker gegen weitere Hilfen für Problemländer wenden, selbst wenn sie alles richtig machen. Betroffen wären Portugal, Irland und Spanien, die mit ihren eigenen Banken Krisen zu kämpfen haben. Im zweiten Fall würden die Investoren den Austritt anderer Peripherieländer aus dem Euroraum – politisch korrekt auch als *Redenomination* bezeichnet – wieder für wahrscheinlicher halten und damit den bisherigen Erfolg des OMT-Programms der EZB in Frage stellen. Länder, die für ihre Staatsanleihen dann höhere Zinsen zahlen müssten, würden möglicherweise ESM-Hilfen beantragen, so dass die OMTs tat-

sächlich aktiviert werden müssten. Aber weil bislang keinerlei praktische Erfahrungen vorliegen, sollte dies besser vermieden werden.

Erdgas als Sicherheit?

Ich rechne mit einem Kompromiss, bestehend aus einer umfassenden Beteiligung der Gläubiger, insbesondere solcher mit Konten über 100.000 Euro. Die zyprische Regierung tut sich unterdessen mit eigenen, raffinierten Vorschlägen hervor. Lassen Sie mich ein Papier von der Webseite des Finanzministeriums zitieren, das mein Kollege Manolis Davradakis dankenswerterweise aus dem Griechischen übersetzt hat: *„Die Kontoinhaber erhalten Bankaktien im Wert der Guthaben, auf die sie verzichten mussten. Sofern die Restguthaben zwei Jahre nicht abgehoben werden, können die Aktien in Anleihen umgewandelt werden. Als Sicherheit für diese Anleihen sollen nach einem vom Minister auszuarbeitenden Plan die erwarteten Erträge aus dem zyprischen Erdgas dienen.“* Nun muss man wissen, dass man mit dem Erdgas wohl kaum morgen und auch nicht in absehbarer Zukunft Geld verdienen wird. Aber es wäre schon genial, sehr kurzfristige Investitionen wie Bankeinlagen (die oft aus zweifelhaften Gründen wie überhöhten Zinsen, Geldwäsche und Steuerhinterziehung getätigt wurden) in langfristige Investitionen in die zyprische Realwirtschaft umzuwandeln.

Aber die Risiken solcher Manöver sind groß, denn die Kreditgeber sind ebenso unberechenbar wie die zyprischen Parlamentsabgeordneten. Solange noch keine Lösung für Zypern vorliegt, sollte man mit Investitionen in Euro-denominierte Wertpapiere sehr vorsichtig sein – oder sie vielleicht sogar ganz meiden.

DISCLAIMER

Die Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen von AXA Investment Managers stellen weder ein Angebot für den Erwerb bzw. den Verkauf von Finanzinstrumenten / Investmentfonds noch Anlageberatungsdienstleistung dar. Bitte beachten Sie, dass in diesem Dokument teilweise öffentliche Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikanalyseunternehmen verwendet wurden. AXA Investment Managers haftet weder für die Richtigkeit noch Vollständigkeit dieser Angaben. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument infolge vereinfachter Darstellung und der Erstellung auf Basis von Daten und Prognosen nicht sämtliche Informationen darzustellen vermag und subjektiv sein kann. AXA Investment Managers lehnt jegliche Haftung für die Verwendung dieser Informationen und daraus resultierende Folgen ab.

Die in diesem Dokument enthaltenen Wertentwicklungsdaten, Prognosen sowie Meinungsäußerungen und unsere Markteinschätzung bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Investmentanlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert, die Grundlagen unserer Markteinschätzung können sich jederzeit ändern.

Mit dem Erhalt dieses Dokuments erklärt der Empfänger, dass er die in diesem Dokument enthaltenen Angaben zu reinen Informationszwecken verwenden und auf diesen Informationen basierend keine Investmententscheidung tätigen will. Reproduktionen, Kopien, Duplikate sowie die Weitergabe jeglicher Art von Teilen bzw. der Gesamtheit der von AXA Investment Managers bereitgestellten Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen sind ohne vorherige schriftliche Zustimmung der AXA Investment Managers strengstens untersagt.

Die oben angegebenen Analysen und Empfehlungen stellen die globale Strategie von AXA Investment Managers dar. Diese Strategie wird gezielt an das jeweilige Portfolio bzw. an die jeweiligen Managementvorgaben angepasst. Abschließend wird darauf hingewiesen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Meinungsäußerungen unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wiedergeben, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können.