

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 108, Juli 2015

Vom Greferendum zum Tsiprexit

Am Wochenende hat die griechische Regierung gezeigt, dass es ihr ernst ist mit dem Ruf „Sieg oder Untergang“. Da ein Sieg angesichts ihrer Inkompetenz ausgesprochen unwahrscheinlich ist, werden wir in den nächsten zwei bis drei Wochen wohl eine neue Regierung in Griechenland haben. Eine Regierung, die ihr Team in Brüssel über Twitter über das Ende der Verhandlungen informiert, die Sonntag früh behauptet, Kapitalverkehrskontrollen seien unnötig (um sie dann am Abend zu verhängen), ein Ministerpräsident, der behauptet, die Bankeinlagen seien sicher (weil die Banken geschlossen sind) - das kann nicht mehr lange gut gehen.

Wir haben schon früh (im [Börsenblatt Nr. 104](#)) darüber spekuliert, dass Tsipras sich nicht lange werde halten können mit seinem widersprüchlichen Wahlversprechen vom reform- und schmerzfreien „weiter wie früher“ innerhalb der Eurozone. Schließlich sind es mehr als 72 Tage geworden, dazu gratulieren wir, aber die Zeit ist dennoch bald um.

Aber der Reihe nach:

Wie geht ein Grexit? Für alle, die noch nie dabei waren, listen wir hier die nächsten Schritte auf.

Nachdem die EZB kein zusätzliches Geld mehr nach Griechenland schickt, können die

dortigen Banken, deren überschüssige Liquidität längst aufgebraucht ist, nur noch in dem Rahmen Auszahlungen machen, wie sie auf der anderen Seite Einzahlungen bekommen. Da derzeit kaum ein Grieche auf die Idee kommt, bei einer heimischen Bank Einzahlungen zu machen (bei Banken im Ausland ist das eine andere Sache), können diese ihr Geschäft im wesentlichen einstellen. „Bank Holiday“ nennt man das.

Klingt nach Urlaub, bedeutet aber etwas ganz anderes: Da Banken Einlagen nur in dem Maß und in der Geschwindigkeit auszahlen können, wie sie längerfristig ausgegebene Kredite zurückbekommen, müssen sie kurzfristig schließen und können erst dann weiter machen, wenn sie Geld von ihren Schuldnern zurückbekommen. Da der größte Schuldner aber der griechische Staat ist, ist es unwahrscheinlich, dass die Banken die Einlagen ihrer Kunden bedienen können. Kann der Staat nicht zahlen, können auch die Banken nicht zahlen und beide sind gemeinsam pleite.

Der Staat hat nun zwei Möglichkeiten. Entweder beschließt er, (a) die Forderungen der Gläubiger zusammenzustreichen, so weit sie griechischem Recht unterliegen, (b) die Löhne der Staatsangestellten und die Renten erheblich zu kürzen und (c) den ausländischen Gläubigern mitzuteilen, dass



Schäuble und Varoufakis bei den Verhandlungen am Wochenende

sie noch auf ihr Geld warten müssen. Damit würde die Mittelschicht und die Wirtschaft irreparabel geschröpft, das Vertrauen des Auslandes restlos zerstört - aber man behielte den Euro als Währung.

Oder der Staat beschließt alle Forderungen (so weit sie griechischem Recht unterliegen) auf Drachmen umzustellen, ebenso wie Löhne und Sozialleistungen. Diese wird man nach einem vielleicht zwei- oder dreiwöchigem Bankurlaub bereitstellen können. Dann hat jeder Geld in der Tasche, aber dieses verliert über Nacht an Wert und die Mittelschicht ist wiederum die Leidtragende. Die zweite Möglichkeit wäre gleichbedeutend mit dem Verlassen der Eurozone, also einem echten Grexit.

Wem tut es weh? Schmerzhaft wird es für jeden, der in Euro verschuldet ist, aber in Griechenland investiert hat, bzw. für alle, die in Griechenland ein Einkommen beziehen, von dem sie leben müssen. Davon werden sie sich nicht mehr viel kaufen können. Daher würde die EU im Fall eines echten Grexit humanitäre Hilfe leisten, in Euro. Viele Griechen werden am 17. Juli eine schmerzhaft Konfrontation mit der Realität haben - das ist das Datum, an dem der Staat Pensionen und Gehälter überweisen müsste. Viel wird es wohl nicht sein.

Eine Katastrophe ist ein Grexit auch für alle Unternehmen, die ihre Konten in Griechenland führen (müssen). Sie werden bald mit sehr viel weniger Angestellten auskommen - wenn sie nicht ganz zu machen.

Was bedeutet das für das Referendum? Die Griechen haben nun eine Woche Zeit zu erleben, wie es sich anfühlt, von 60 Euro am Tag zu leben. Auch wenn die meisten gewisse Reserven unter der Matratze haben, wird sich das Pleite-Gefühl doch in Form von Geschichten ausbreiten („Meine Kreditkarte funktioniert nicht mehr!“ oder „beim Bäcker Stavros um die Ecke stehen die Leute Schlange für Hamsterkäufe!“ etc.) Das trifft zwar alles noch nicht die Kern-Klientel von Syriza (Rentner und Staatsangestellte - die trifft es erst an besagtem 17. Juli), aber es dürfte ausreichen, das ohnehin große Pro-Euro-Lager zu stärken. Man darf nicht vergessen, dass die radikalen Programm-Gegner bei der letzten Wahl nur 52% der Stimmen hatten, der Rest ging an die gemäßigten Parteien.

Was bedeutet ein JA im Referendum für die Regierung? Eine Regierung, die ein NEIN zu ihrer *raison d'être* gemacht hat, kann in keiner Weise glaubwürdig ein JA umsetzen. Diese Regierung hätte ihr demokratisches Mandat verloren und müsste zurücktreten. Vermutlich bildet sich in der nächsten Woche eine Technokraten-Regierung, so wie einst Mario Monti den gescheiterten Silvio Berlusconi ersetzte. Auf das Greferendum folgt der Tsiprexit.

Was bedeutet das für die Finanzmärkte? Die Finanzmärkte werden einen gewissen Schock erleiden, denn eine Überraschung ist ein Grexit schon lange nicht mehr. Heute früh handelt der Euro aber kaum mehr als 1% schwächer, und die Aktienmärkte sehen ebenfalls nicht so aus, als würden sie mehr als vier oder fünf Prozent abgeben wollen. Der DAX wird vielleicht die Marke von 10.800 Punkten testen, aber da war er vor zwei Wochen auch schon.

Die relative Ruhe erklärt sich dadurch, dass die Situation heute nicht vergleichbar ist mit 2012. Die Bankensysteme in der Eurozone sind heute sehr viel stabiler. Die Gründe dafür sind allgemein bekannt:

- Die Staatsschulden in der Eurozone werden heute im Wesentlichen von Inländern gehalten.
- Die Banken und Versicherungen haben heute kaum noch Griechische Staatspapiere.
- Es gab in den letzten Jahren Stresstests und erhebliche Rekapitalisierungen.
- Die EZB kann heute direkt in den Markt eingreifen, hat die Rolle eines „Geldgebers letzter Hand“.
- Die Banken haben eigentlich sowieso zu viel Liquidität.

Insgesamt ist die Ansteckungsgefahr gering. Und da die wirtschaftliche Bedeutung Griechenlands marginal ist, ist der Schaden eher politischer als greifbarer Natur. Um die Relationen zu verdeutlichen: Der *Zuwachs* der Chinesischen Wirtschaft in einem Quartal entspricht der *gesamten Wirtschaftsleistung* Griechenlands in einem Jahr.

Wenn die Unsicherheit nach dem Tsiprexit verflogen ist (d.h. vermutlich übernächste Woche), dürften die Finanzmärkte sich bald über sehr viel höhere Kurse freuen. Wir sind daher tendenziell Käufer in diesem Markt.

Und wie weiter? Der Geburtsfehler der Währungsunion bleibt erhalten: Ein Euro ohne einen föderalen europäischen Staat mit Fiskalunion ist eine Fehlkonstruktion. Die Staaten geben in einer Währungsunion einen großen Teil ihrer Souveränität ab, es gibt aber keine Institution, die diese Souveränität ausfüllen könnte. Souverän ist nicht mehr das einzelne Land, sondern die Gemeinschaft - dieser gehen aber die Mittel ab. Daher ist die Feststellung der griechischen Regierung, dass der Wille des griechischen Volkes nicht mehr geachtet wird, in der Sache durchaus berechtigt. Es hat einen guten Teil seiner Souveränität abgegeben. Das trifft aber auf alle Euroländer zu. Wir sind heute alle Kolonien.

Der Geburtsfehler ist leider nicht behoben, aber die aktuelle Krise wird bald beendet sein.

Dr. Georg v. Wallwitz

gw@eybwallwitz.de