

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 74, Juni 2011

### Kulturführer durch die Griechenlandkrise

Die Griechenlandkrise, die eigentlich eine Euro-Krise ist, ist wie ein Drama ohne Katharsis. Ein Elend, das immer weiter geht, das kein Ende finden kann. *κρίσις* heißt eigentlich *Entscheidung* oder *Zuspitzung*, aber die gegenwärtige Krise passt nicht in das Wort, denn sie ist eine endlose Zuspitzung ohne Entscheidung. Sophokles hätte die €-Krise, anders als etwa die Perserkriege, nicht dramatisieren können.

Die Katharsis, die im griechischen Drama auf die Krisis folgt, bedeutet eine Lösung, eine Reinigung, wie auch immer. Das Drama endet meist mit dem Tod eines der Protagonisten, mit Tränen, mit Trauer. Nach der Katharsis kann es jedenfalls weiter gehen, meist bei Null. Dieses „Gehe-zurück-zur-Badstraße“ ist insofern ein Fortschritt, als die alten Lasten und Verwicklungen nicht mehr drücken und die Überlebenden frei in die Zukunft blicken können. In der Griechenland-Krise weigern sich aber bislang alle Protagonisten strikt,

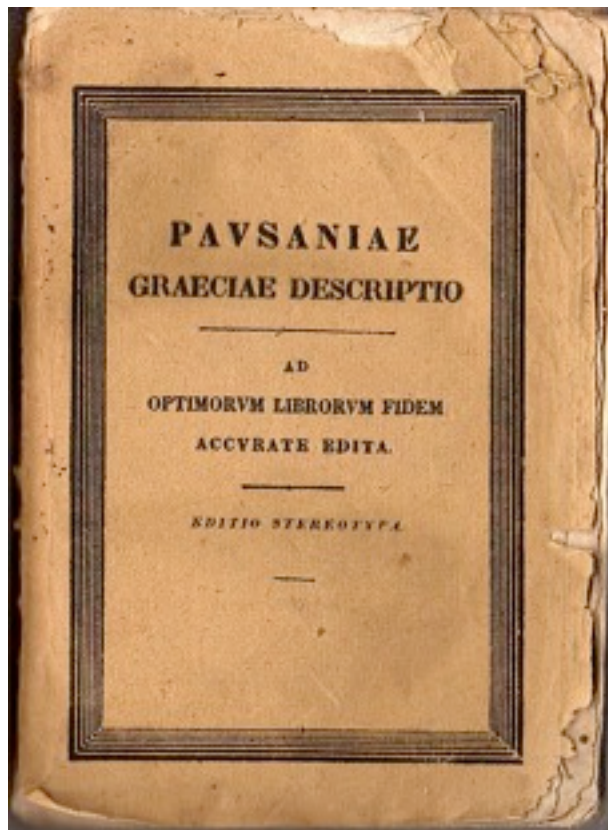
das Opfer zu werden. Aber ohne Opfer kein Ende des Dramas, jedenfalls wenn es nach der antiken Dramentheorie geht.

Die Entscheidungsschwäche (gr. ἀκρασία) der Akteure, die der Grund für die Endlosigkeit der Krise ist, kommt daher,

dass es keine Lösung gibt, mit der einer der Beteiligten richtig zufrieden sein könnte und die er daher konsequent verfolgen würde. Es gibt, wie man es in der Spieltheorie ausdrückt, keine dominante Strategie. Wenn aber keine Lösung wirklich verfolgt wird, dauert es lange, bis eine gefunden wird, denn sie hängt vom Zufall ab. Die Optionen sind klar, aber keiner will sie haben.

Vielleicht wird das Problem einfach nur falsch formuliert. Vielleicht liegt der tiefere Grund des Problems darin, dass

es in wirtschaftlichen Kategorien formuliert wird, wir am Ende aber nicht so sehr ein ökonomisches, als vielmehr ein soziokulturelles Problem haben. Ökonomisch formu-



Viel hat sich nicht geändert in Griechenland

liert lautet das Problem: Die PIGS haben die Zeit der niedrigen Zinsen nicht genutzt und sich durch wirtschaftliche Unvernunft in eine Situation gebracht, die durch private und/oder öffentliche Überschuldung (weil Geld auf dem deutschen Zinsniveau so billig und lecker war), eine Fehlentwicklung der volkswirtschaftlichen Produktionsstruktur (vulgo: es wurde viel gebaut, aber keine Produktionsanlagen) und den Verlust der internationalen Wettbewerbsfähigkeit gekennzeichnet ist (weil nicht mehr abgewertet werden kann).

Die Sache lässt sich aber auch als kulturelles Problem schildern. Dazu muss man die Bilanzen in einem breiteren Kontext sehen, wie es etwa Michael Lewis in einem herrlichen Aufsatz für *Vanity Fair* getan hat.<sup>1</sup> Beispielsweise reicht es nicht hin, zu wissen, dass die griechische Bahn pleite ist, man muss sich die Art der Pleite vergegenwärtigen: Einem jährlichen Umsatz von € 100 Millionen stehen dort Gehaltszahlungen von € 400 Millionen gegenüber, sowie € 300 Millionen an sonstigen Ausgaben. Ein durchschnittlicher Bahnangestellter verdient € 65.000 im Jahr, vom Schrankenwärter bis zum Lokomotivführer. Oder: Es gibt in Griechenland kein zuverlässiges Grundbuch. Wenn der Staat nun Land verkaufen will, weiß der Käufer weder, ob es überhaupt dem Staat gehört, noch was er darauf bauen darf. Oder: In Griechenland gehen Männer mit 55 in Rente und Frauen mit 50, wenn sie einen „mühevollen“ Beruf haben. Als „mühevoll“ sind etwa 600 Berufe klassifiziert, wie etwa Friseur, Radioansager, Kellner oder Musiker. Oder: Erst seit dem letzten Sommer wird ein unabhängiges nationales Statistikamt aufgebaut. Bislang sind die Zahlen zur Verschuldung, zur Wirtschaftsleistung etc. von einer Unterabteilung im Finanzministerium gekommen und da wundert es nicht, wenn sie vor und nach jeder Wahl gründlich frisiert wurden. Oder: Nur ein Drittel aller Ärzte in Grie-

chenland zahlt überhaupt Steuern, der Rest verdient weniger als das steuerfreie Existenzminimum von € 12.000 im Jahr. Nicht mal 20% des Lohns eines Eisenbahners. Griechenland ist das Land mit der höchsten Quote von Selbständigen in Europa, was nicht verwundert, werden doch Unternehmer praktisch nicht besteuert. Und wenn einer doch mal zum Steuern zahlen herangezogen wird, kann er immer noch vor Gericht gehen, wo die Fälle bis zu 15 Jahre lang anhängig bleiben. So lange bis irgendjemand, die Richter oder das Finanzamt, keine Lust mehr haben.

In Griechenland fehlen die Strukturen, auf die eine moderne Wirtschaft aufsetzen könnte, geschweige denn ein Staat, der seine Schulden bedienen möchte. Griechenland ist in vieler Hinsicht heute deutlich hinter die Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas zurückgefallen. Es sind nicht einige Milliarden hin oder her das Problem. Es ist die Kultur.

Griechenland hat im Wesentlichen drei Möglichkeiten. Es kann die Drachme wieder einführen und abwerten, es kann einen Schuldenschnitt machen oder es kann sich über brutales Sparen und Transferleistungen der EU-Partner langsam aus dem Schuldensumpf befreien. Keine der Optionen ist für die Griechen, die EZB oder die Länder der Eurozone erbaulich, aber immerhin gibt es jeweils nicht nur ein worst-case-Szenario, sondern etwas Besseres. Allen Szenarien ist aber gleich, dass am Ende die Griechen einen erheblich niedrigeren Lebensstandard haben werden, mit mühevoller (nach griechischen Standards) Arbeit für wenig Geld (dito.)

Hier also die drei Optionen, mit dem jeweils besten und schlechtesten Ausgang:

<sup>1</sup> <http://www.vanityfair.com/business/features/2010/10/greeks-bearing-bonds-201010>

Option 1 (Drachme statt €), worst case	Option 1 (Drachme statt €), best case
1. Griechenland tritt aus dem Euroraum aus und führt die Drachme wieder ein. Die Drachme wertet sofort 50% ab, vielleicht auch 70%.	Schritte 1 bis 4 wie im worst case. D.h. sie lassen sich nicht vermeiden. Interessant wird es erst im 5. Schritt
2. Das griechische Bankensystem bricht zusammen, da die meisten Verpflichtungen auf € lauten, die Haben-Seite nun aber in Drachmen geführt wird, die kaum noch etwas wert sind.	
3. Griechenland stürzt in eine schwere Rezession, da die Regierung noch stärker sparen muss, um nicht von vornherein jegliches Vertrauen in die <i>Neue Drachme</i> zu zerstören. Es kommt zu sozialen Unruhen.	
4. In den Gläubigerländern der EU geraten einige Banken in Schwierigkeiten, insbesondere in Deutschland. Es kommt zum Stocken des Kreditflusses, ähnlich wie nach dem Zusammenbruch von Lehman im Jahr 2008.	
5. Die EZB gerät ins Wanken, weil sie zu viele Griechenland-Anleihen (Staat und Banken) im Eigenbestand hat und nun ihr Eigenkapital aufgebraucht ist.	5. Es gelingt der EZB, die Märkte davon zu überzeugen, dass Griechenland und Portugal Einzelfälle sind und dass das System ohne seine schwachen Mitglieder besser dasteht als mit. Die Verluste der EZB werden ausgeglichen, indem die EZB eine Forderung gegenüber Deutschland und Frankreich bekommt. Das tut den beiden Ländern nicht weh, da sie nicht cash-wirksam ist, stellt aber dennoch das Vertrauen in die EZB wieder her.
6. Da die EZB nicht mehr, wie bisher, die Bankensysteme Irlands, Portugals und Spaniens finanzieren kann, brechen auch in Irland und Portugal die Banken zusammen. In Spanien gibt es einen Debt/Equity-Swap bei den Cajas (Sparkassen), die Gläubiger werden zu Aktionären gemacht als Gegenleistung für einen Forderungsverzicht.	6. Irland zahlt seine Staatsschulden, nicht aber die Schulden der Banken. Dadurch entledigt es sich eines großen Teils seiner Schulden, ohne seine Kreditwürdigkeit völlig zu verlieren. Größte Verlierer sind hier die englischen und amerikanischen Banken.
7. Es kommt zu einem allgemeinen Zusammenbruch in der Eurozone, der € fällt auseinander.	7. Portugal macht einen moderaten Schuldenschnitt um 25% und der Rest der portugiesischen Staatsschuld wird von der EU auf 10 Jahre garantiert. Die Märkte sind begeistert.
8. Nun brechen auch viele englische Banken zusammen und die Krise schwappt über den Atlantik.	8. Spanien und Italien kriegen die Kurve und bleiben stabil.

Option 2 (Schuldenschnitt), worst case	Option 2 (Schuldenschnitt), best case
1. Griechenland zwingt seine Gläubiger zu einem Forderungsverzicht um 50%.	Die Schritte 1 bis 4 wären analog dem worst case. Die Schritte 5 bis 8 können wir beim best case der Option 1 abschreiben.
2. Das griechische Banken- und Pensionssystem bricht zusammen, da das Eigenkapital mehr als verloren ist. Der Staat verstaatlicht alle Banken.	

**BÖRSENBLATT**  
 FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE  
 Nr. 74, Juni 2011

<b>Option 2 (Schuldenschnitt), worst case</b>	<b>Option 2 (Schuldenschnitt), best case</b>
3. Griechenland stürzt in eine schwere Rezession, da die Regierung noch stärker sparen muss. Da sie nun von niemandem mehr Kredit bekommt, kann sie nur noch ausgeben, was sie an Steuern einnimmt. Es kommt zu sozialen Unruhen.	
Die Schritte 4 bis 8 würden etwa wie beim worst case der Option 1 verlaufen.	

<b>Option 3 (Griechenland zahlt), worst c.</b>	<b>Option 3 (Griechenland zahlt), best c.</b>
1. Griechenland erhält direkte Transferleistungen von der EU. Die Staatsschulden von aktuell ca. € 170 Mrd. sind gegenüber dem Sozialprodukt der Kernländer der €-Zone von € 7.500 Mrd. beherrschbar.	Die Schritte 1 bis 4 verlaufen wieder wie im worst case.
2. Griechenland erhält indirekte Subventionen, indem es von der EU Kredite erhält, die nur 1% über den deutschen Kreditkosten liegen. Das allein bringt € 5 Mrd. p.a.	
3. Durch die Transferleitungen wird Griechenland in die Lage versetzt, seine Schulden zu bedienen.	
4. Die EU verhängt einen strikten Sparplan und verordnet strukturelle Reformen, damit so etwas nie nie niemals wieder passiert.	
5. Die Griechen sind erleichtert, freuen sich über das weiterhin billige Geld und demonstrieren gegen jede Reform. Am Ende zahlen Deutsche, Niederländer, Franzosen, Finnen und Österreicher die Rechnung.	5. Griechenland ergreift die Gelegenheit und gibt seiner Wirtschaft tragfähige Strukturen: Die Löhne werden gesenkt, die Steuern werden nicht mehr auf das Einkommen, sondern auf den Immobilienbesitz erhoben. Es werden Grundbücher eingeführt und eine von der EU gesteuerte Behörde zur Korruptionsbekämpfung.
6. Die Regierung, die keinen Druck mehr von der EU hat, sondern nur noch von der Straße, verliert ihren Reformeifer. Alle Veränderungen bleiben kosmetisch.	6. Bis 2020 sinkt die Schuldenlast unter die Marke von 100% der Wirtschaftsleistung.
7. Griechenland wird zum Fass ohne Boden. Portugiesen und Iren finden Geschmack an der Rettung der Griechen und wollen an deren Glück teilhaben. Deutschland verzweifelt. Die nächste Krise ist vorprogrammiert.	7. Griechen und Deutsche können Freunde bleiben.



Welche der drei Optionen gezogen wird, sollten EU und EZB am Ende davon abhängig machen, ob die Griechen weiterhin in einem Schwellenland wohnen wollen (was Vor- und Nachteile hat). Nur wenn in Griechenland sich ein gesellschaftlicher Konsens entwickelt, sich die grundlegenden wirtschaftlichen Verhaltensweisen verändern, hat es Sinn, dort weiterhin Geld zu investieren. Die Griechen sollen nicht so werden wie die Holländer, aber sie sollten lernen, dass es nichts Unanständiges ist, Steuern zu zahlen, oder nur das auszugeben, was man zuvor *selbst* erwirtschaftet hat. Wenn dieser Bewusstseinswandel nicht kommt, würde die EU mit jeder neuen Kreditzusage nur gutes Geld dem schlechten hinterherwerfen.

Wir gehen davon aus, dass es eine Mischung aus den Optionen 2 und 3 wird, dass es zu einer von den Kernländern abgedeckten (bankenschonenden) *Pleite* kommen wird (zu der wir heute netter sagen: *(weiche) Restrukturierung, Umschuldung, Laufzeitverlängerung* oder *Reprofilierung*, wobei der letztere Begriff aus der plastischen Chirurgie entlehnt wurde, was allein schon einiges über den Hang der Branche zum Tarnen und Täuschen sagt). Jedenfalls wird es noch holprige Tage geben im Euroland, weil bislang nur Griechenland all seine Trümpfe verspielt hat.

Damit wollen wir aber keinesfalls unterstellen, dass die Griechen die einzigen Idioten in diesem Spiel sind. Denn, mal ehrlich, liebe Leser, vielleicht sollten auch wir Deutschen uns ein paar ernste Fragen gefallen lassen. Warum machen die Deutschen und insbesondere ihre Banken jedes schlechte Geschäft mit, das sich auf diesem Planeten findet? Warum sind wir ganz groß in amerikanischen Subprime-Papieren dabei, warum mussten wir den Griechen so viel Geld leihen, warum muss ein gefühltes Drittel der deutschen Rentner

ein Apartment in Marbella haben, das heute noch die Hälfte wert ist? Warum müssen wir all das schöne Geld, was wir verdienen, in so etwas anlegen und uns dann beschweren, wenn es weg ist? Es wäre für alle besser, wenn wir es einfach ausgeben würden. Dann würde der Rest der Welt etwas mehr Umsatz machen können, unser Leistungsbilanzüberschuss würde verschwinden und wir müssten nicht immer Jammern, wenn das Geld wieder weg ist.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA  
+49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement. GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.