

A large, dense pile of Euro banknotes, likely 100 Euro bills, filling most of the frame. Two people are visible on top of the pile, one leaning forward and another sitting or lying down, suggesting a vast amount of money. The background is a plain, light-colored sky.

Schlussverkauf

Ein Gespenst geht um in Europa, das Gespenst der Märkte. Es verschlingt Milliarden, es kippt Regierungen, es erzeugt Gipfelzwist. Wie Finanzmärkte funktionieren und die Politik vor sich hertreiben – Geschichte einer täglichen Machtergreifung.



Der texanische Hedgefonds-Manager Kyle Bass ist ein Geisterfahrer der Märkte, der als Einziger die richtige Richtung kennt, während der große Gegenverkehr mit Tempo 200 immer neuen Abgründen entgegenrast. Bass bog zum ersten Mal vor fünf Jahren vorsätzlich falsch ab, als alle Welt noch glaubte, mit faulen Immobilienkrediten Gewinne machen zu können. Er dagegen setzte ein paar hundert Millionen Dollar darauf, dass die Subprime-Blase platzen würde. Dann, Mitte 2008 schon, als noch als wahnsinnig galt, wer den Bankrott eines europäischen Staats für denkbar hielt, schwamm er wieder gegen den Strom, wettete lange vor der Zeit gegen Europas überschuldete Nationen und fand neuerlich die Quelle für sagenhafte Gewinne. Ist Kyle Bass ein Spekulant? Ein Schurke der verfluchten Märkte? Oder ein Genie?

Die Büroflucht seiner Firma Hayman Capital Partners liegt hoch in einem bläulich verglasten 14-Geschosser am Rand von Downtown Dallas, aus den Fenstern seines Eckbüros sieht Amerika aus, kitschig verziert, wie eine der neureichen Neustädte Chinas. Bass ist der formlose Typ, er trägt Cowboystiefel, bei der Begegnung knabbert er an einem Eis in der Waffel, auf Regalbrettern stehen Fotos, die ihn mit George W. Bush zeigen. Er fühlt sich nicht sonderlich wohl in seiner Haut. „Die besten Jahre sind vorbei“, sagt er, „das waren die Zeiten, als wir alle gute Geschäfte gemacht haben. Du willst nicht der Einzige sein, dem es gutgeht, wirklich nicht, es macht keinen Spaß.“

Er betreibt seine Geschäfte mit Ernst und Eifer, im Grunde wie ein Forscher der Finanzmärkte. Bass' Tage vergehen im Wesentlichen damit, Statistiken zu ermitteln, zu lesen und zu verstehen, aus Zahlenkolonnen korrekte Schlüsse zu ziehen und dabei weitgehend zu ignorieren, wie die Kollegen, wie die Politik und die Medien die Lage auf den verschiedenen Märkten beurteilen. „Es macht mich verrückt, wie die Wahrheit verkannt und verschleiert wird“, sagt Bass. „Die Wahrheit dient den Mächtigen nicht, aber es muss jemand aufstehen und sie aussprechen: Wir haben da draußen den größten Schuldenberg, der in der gesamten Weltgeschichte zu Friedenszeiten je aufgehäuft worden ist. Es wird einen nie dagewesenen Erdbeben geben. Und der einzige Ausweg in Europa, in der Welt ist ein brutaler Schuldenschnitt.“

Bass blättert Mappen mit Schaubildern auf, vertrauliche Papiere, die sonst nur seine Investoren zu sehen bekommen. Ihre Botschaft ist erschütternd. Ein Diagramm setzt, nach Ländern gegliedert, die im jeweiligen Bankensektor vorhandenen Vermögenswerte und die

Staatsverschuldung ins Verhältnis zu den staatlichen Einnahmen.

Es ist eine Art Gesamtrechnung der Verbindlichkeiten, die auf die Staaten zukämen, wenn sie alle ihre Banken retten müssten, ein Szenario für den äußersten Krisenfall. Bass' Finger gleiten über die Grafik, eine Reihe blauer Säulen: In Irland übersteigt die Summe der Bankvermögen, für die der Staat womöglich eintreten müsste, und der Staatsschulden die Einnahmen um das 40fache. In Japan um mehr als das 35fache. Im schlimmsten Fall 17fach überschuldet wäre die Schweiz, die USA 16fach, Großbritannien 14fach, Spanien 11fach, Deutschland 9fach.

„Irland und Japan liegen so weit jenseits aller Schmerzgrenzen“, sagt Bass, „da ist nichts mehr zu reparieren. Da hilft nur noch beten.“ Und seine Firma Hayman Capital sucht derweil nach Wegen, aus den Schieflagen Kapital zu schlagen, asymmetrische Geschäfte zu finden, das heißt: mit möglichst wenig Einsatz möglichst viel Gewinn zu machen.

„Warum soll es unmoralisch sein“, sagt Bass, mit Schärfe in der Stimme, „gegen Länder zu wetten, deren Regierungen jahrelang in geradezu idiotischer Weise Schulden gemacht haben? Und warum soll ich, ein kleiner Fondsmanager aus Dallas, Texas, daran schuld sein, dass Europa seine Billionenschulden nicht in den Griff kriegt? Das ist absurd! Es ist lächerlich! Die Regierungen haben in ganz großem Stil Mist gebaut, und nun zeigen sie mit dem Finger auf andere. Forget it. Die Politik versagt. Nicht die Märkte versagen.“

Die Märkte – keine Adresse wäre schwammiger als diese. Und doch wird sie ständig genannt, wenn Schuldige oder wenigstens Verantwortliche für die dramatische Lage des Augenblicks dingfest gemacht werden sollen. In allen Zeitungen steht es derzeit, in allen Sprachen wird es wiederholt: Die Märkte, „the markets“, „les marchés“ sind enttäuscht von Gipfeln, die Märkte hoffen, drohen, bestrafen. Es sind Schlagzeilen wie über eine große Schlacht, die über den Globus tobt, über einen Feldzug offenbar monströser Mächte gegen Menschen, Länder und deren Regierungen.

Ein Gespenst geht um in Europa, es ist das Gespenst der Märkte. Sie alle, jahrzehntelang gefeiert als eine sich selbst regulierende Wundermaschine, die Wohlstand produziert, als Ausdruck kollektiver Vernunft auch, stehen als unheimliche Bedrohung da. Die Völker starren auf sie voller Angst und Zweifel, voller Fragen, die ihnen ihre Regierungen – ratlos wie sie selbst – nicht mehr beantworten.

Wie kann es sein, dass die Staaten den Banken Milliarden leihen, nur um

sich bei denselben Banken zu verschulden?

Wie kann es sein, dass ein einziger Finanzmarkt zehnmal so groß ist wie die Wirtschaftsleistung der gesamten Welt?

Stimmt der Vorwurf der Politik, „die Märkte“ trieben mutwillige Spekulationen mit Europa?

Warum ist es den Regierungen nicht gelungen, die Macht der Finanzmärkte zu beschneiden?

Schließlich: Wem gehört die Welt, wer regiert das Geld?

Ein Team von neun SPIEGEL-Reportern ist diesen und anderen Fragen nachgegangen und hat in den vergangenen drei Wochen sieben Akteure der Finanzmärkte durch deren Geschäftsalltag begleitet. Es waren wieder dramatische Wochen, in denen Regierungen stürzten und viel wütendes Volk auf der Straße war; Wochen, in denen die Märkte hysterische Bocksprünge vollführten, in denen die Zentralbanken der Welt nach Monaten des Zuwartens plötzlich den großen Hammer schwingen. Es waren Wochen, die zuliefen auf ein Datum: den 9. Dezember, den Freitag vergangener Woche.

Für jenen Tag war in Brüssel neuerlich ein Befreiungsschlag angekündigt, ein weiterer Gipfel der Geldrettung, eine Konferenz der Staats- und Regierungschefs, die Kompromisse suchten, um dem vereinten Europa Zukunft zu geben.

Dieses Unternehmen schlug fehl. Statt einer Einigung musste am Freitag die Spaltung der Union der 27 verkündet werden. Die Euro-Zone der 17 will sich nun neue Regeln geben und mit einigen weiteren EU-Ländern in Richtung einer „Fiskalunion“ gehen. Dafür sollen Verträge geändert werden, das wird dauern.

Die Tünche des politischen Selbstlobs konnte deshalb nicht überdecken, dass Europas Führer am Freitag neuerlich damit scheiterten, den Märkten Klarheit darüber zu verschaffen, wie die Schuldenkrise zu bewältigen wäre. Stattdessen war eine 180-Grad-Wende zu bestaunen: Was „Merkozy“ beim Strandspaziergang von Deauville vor gut einem Jahr verabredet hatten – private Gläubiger im Fall von Staatsbankrotten einzubinden, keine automatische Strafen für Schuldenmacher –, gilt nun nicht mehr. Den Banken wurde zugesichert, künftig nicht noch einmal einen Teilverlust ihrer Kredite an Staaten hinnehmen zu müssen, Banken sind die Gewinner des Gipfels.

Wer in den drei Wochen bis zum Gipfel Akteure der Finanzmärkte bei der Arbeit begleitete, konnte die Unruhe über derlei politischen Wirrwarr spüren und das unschlüssige Auf und Ab der Märkte in aufgewühlten Zeiten erleben: Drei Wochen vor dem Gipfel ging es abwärts, zwei Wochen vor Brüssel dümpelten die Märkte, bis eine Intervention der Notenbanken – ähnlich einer Injektion ins Herz – die

Die Welt der Märkte

DERIVATEMARKT
Derivate sind Termingeschäfte, die zur Absicherung von Risiken dienen, die aber auch zu riskanten Spekulationsgeschäften genutzt werden können. Zu den Derivaten zählen auch die Credit Default Swaps (CDS) – Versicherungen auf Kreditausfälle.

DEWEISENMARKT
Auf dem größten Finanzmarkt der Welt werden Währungen getauscht, Dollar gegen Euro etwa oder britische Pfund gegen japanische Yen. Am Wechselkurs lässt sich das Vertrauen in eine Volkswirtschaft ablesen – und ihre Stärke. Weltweiter Jahresumsatz 2010:
1007 Billionen \$
Quelle: BIZ; Hochrechnung auf Basis eines im April 2010 erhobenen Tagesumsatzes

AKTIENMARKT
Auf dem Aktienmarkt werden Anteile von Unternehmen gehandelt; die Kurse zeigen an, was die Anleger künftig für die Wirtschaft erwarten. Umsatz an den Weltbörsen 2010:
63 Billionen \$
Quelle: World Federation of Exchanges

zum Vergleich GLOBALE WIRTSCHAFTSLEISTUNG
Quelle: IWF

DER SPIEGEL

Kurse abrupt nach oben trieb und bald alles nur noch auf den Krisengipfel zulief.

Die Reporter begleiteten einen Investor, der für Versicherungsgesellschaften nach sicheren Anlagen sucht auf den Märkten für Staatsanleihen. Sie verfolgten die Tagesarbeit in einem großen Aktienfonds, dessen Chef mit Informationen jongliert. Sie beschreiben die Arbeit eines hochrangigen Derivate-Händlers, der an der New Yorker Wall Street jeden Tag Milliarden bewegt, und die Routine eines Bremer Devisen-Händlers, der Mittelständlern Dollar, Yen und Franken besorgt.

In der Bundesbank wurden sie Zeugen, wie die Ökonomen alles dafür tun, damit die deutschen Banken aus ihrer Angststarre erwachen. In der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht hat der Chef besonders die Schattenbanken im Visier. Hedgefonds-Manager Kyle Bass schließlich hat den bösen Part, er macht aus den Schulden der Staaten große Gewinne.

Wer mit diesen Insidern sprach, ihr Tun beobachtete, wurde Augenzeuge einer Wette, die Europa verändert: An den Märkten wird auf den Untergang der Euro-Zone gewettet.

Nominalwert außerbörslich
gehandelter Derivate
Mitte 2011:

708 Billionen \$

Quelle: BIZ

IMMOBILIENMARKT

Weltweiter Umsatz mit
Gewerbeimmobilien 2011:

**0,4
Billionen \$**
Schätzung: Jones
Lang Lasalle

Wert aller weltweit
geschaffenen Güter und
Dienstleistungen 2011:

70 Billionen \$

ENERGIEMARKT

Wert der global
verbrauchten
fossilen Brennstoffe
(Öl, Gas, Kohle) 2010:

7 Billionen \$

Quelle: BP,
eigene Berechnung

ANLEIHENMARKT

Anleger leihen Schuldnern, z. B.
Staaten oder Unternehmen, Geld
auf Zeit zu einem festen Zins.
Umsatz im Anleihenhandel an
den Weltbörsen 2010:

24 Billionen \$

Quelle: World Federation
of Exchanges

ARBEITSMARKT

Weltweit gibt es rund
3,1 Milliarden Beschäftigte.
Sie verdienen im Jahr rund

55 Billionen \$

GELDMARKT

Auf dem Interbankenmarkt, Teil des Geldmarktes,
leihen sich die Banken untereinander kurzfristig
Geld. Wenn diese einander misstrauen, stockt
das Leihgeschäft. Zentralbanken müssen dann
die Finanzinstitute mit zusätzlichem Geld
versorgen.

Dahinter steckt kein Plan, keine Verschwörung, noch nicht einmal Absicht. Die Richtung ergibt sich vielmehr aus der Analyse der Situation und den Notwendigkeiten täglicher, manchmal sekunden-schneller Entscheidungen, die die Akteure auf den Finanzmärkten fällen, um im Geschäft zu bleiben. Von diesen Entscheidungen, von ihren Bedingungen und ihren teils hochkomplexen Gegenständen erzählt die folgende Geschichte. Es geht um die Zukunft und vielleicht um das jähe Ende eines historischen Projekts, es geht darum, wie Märkte Politik machen.

MONTAG, 21. NOVEMBER, NOCH 18 TAGE BIS ZUM EURO-GIPFEL

Peking, Bürogebäude in der Financial Street (Anleihemarkt)

Eigentlich sitzt Reiner Back, Vermögensverwalter bei der MEAG, im Münchener Bankenviertel, eigentlich ist der 51-Jährige für Dutzende Versicherungen auf dem Markt für Staatsanleihen unterwegs; an diesem besonderen Montag jedoch sitzt er in Peking und hält einen Vortrag.

25 chinesische Vermögensverwalter, Geschäftspartner der MEAG, wollen hö-

ren, was in Europa los ist, warum der Bond-Markt verrückt spielt.

Der Bond-Markt hat Silvio Berlusconi verjagt. Er hat die Regierungschefs Georgios Papandreou und José Luis Rodríguez Zapatero aus den Ämtern getrieben. Der Bond-Markt ist der Böse, wenn Politiker zusammenkommen, um ihre Finanzen zu retten. Der Bond-Markt, so steht es dauernd in der Zeitung, so sagen sie es im Fernsehen, „schöpft Verdacht“, er „wird misstrauisch“, er lässt „sich nicht beruhigen“, er „weicht nach Asien aus“, er „flieht Europa“. Er ist der große Unbekannte.

Back leitet die Rentenmarktabteilung der MEAG. Das ist die Vermögensverwalterin der Ergo und des Versicherungskonzerns Munich Re, des weltgrößten Rückversicherers. 170 Milliarden Euro hat Back im Portfolio, er ist der Spezialist für Bonds, zu Deutsch: Obligationen oder Rentenpapiere, in der deutschen Debatte heißen sie meistens Staatsanleihen.

Staaten finanzieren sich, indem sie großen Investoren Anleihen verkaufen, verzinst Schuldpapiere. An der Höhe der Verzinsung lässt sich ablesen, wie es um die Kreditwürdigkeit eines Landes steht. Je höher der Zins, desto schlechter die Lage. Reiner Back ist in Peking, auch weil die Lage sehr schlecht ist. Seit dem Schuldenschnitt für Griechenland ist auf dem Anleihemarkt nichts mehr sicher.

„Die gegenwärtige Krise ist eine Situation, die eine Eigendynamik entwickelt ...“, mit diesen Worten fängt er seinen Vortrag an. Er ist jetzt nicht mehr Deutscher, sondern Europäer. Es wäre gut, wenn chinesische Vermögensverwalter einen Teil ihres Kapitals in europäische Staatsanleihen stecken würden. Aber kann Back ihnen dazu raten?

Dieser Montag ist nicht irgendein Montag. Genau vor einem Jahr beantragte Irland als erstes Euro-Land Hilfe aus dem Rettungsfonds. Es war der Beginn einer Abwehrschlacht der europäischen Regierungen gegen die Märkte, vor allem gegen den Bond-Markt. Irland konnte damals, im November vor einem Jahr, seine 8-jährigen Anleihen nur noch mit einem Zinssatz von sechs Prozent verkaufen, schlüpfte unter den Rettungsschirm, um den drohenden Bankrott zu verhindern.

Seither eilen die Euro-Regierungen von einem Krisengipfel zum anderen, und nach draußen versichern sie den Anlegern der Bond-Märkte, dass es sich lohnt, Staatsanleihen aus Europa zu kaufen. Der Verkauf gelingt vielen nur noch, indem sie immer höhere Zinsen bieten, die die Schuldenlast so stark erhöhen, dass die Länder in Zukunft unregierbar werden. Seit aber Banken und andere Gläubiger zum angeblich freiwilligen Schuldenschnitt in Griechenland gezwungen wurden, seit die Hälfte ihrer etwa 200 in griechischen Staatsanleihen ange-

legten Milliarden Euro in Rauch aufgegangen sind, sind sie in eine Art Käuferstreik getreten.

Auch Backs Abteilung bei der MEAG hat die Order bekommen, sich bei Zukäufen vom Staatsanleihenmarkt Europas bis auf weiteres möglichst zurückzuhalten.

Die 25 Chinesen hören dem Gast aus Deutschland höflich zu. Es kommt nur eine einzige Nachfrage: „Mr. Back, wird die Europäische Zentralbank in größerem Maß die Papiere der Krisenstaaten aufkaufen?“ Die Chinesen stellen die wichtigste Frage dieser Tage. Sie haben alles verstanden. Back weiß keine Antwort.

Frankfurt, Zentrale der Vermögensverwaltung DWS (Aktienmarkt)

Thomas Schüßler hat eigentlich Physik studiert und nur „nebenbei“ Volks- und Betriebswirtschaft, trotzdem verwaltet er heute den Aktienfonds „DWS Top Dividende“, einen der größten Fonds Europas. Er ist an diesem Montag gegen halb neun in seinem Büro, und alles deutet auf eine turbulente Woche hin, schon wieder. Die Rating-Agentur Moody's warnt vor Risiken im französischen Finanzsystem, die Weltbank vor einer globalen Krise.

Schüßler ist 45 und gleich für mehrere Fonds der DWS verantwortlich. Die Tochter der Deutschen Bank ist Deutschlands größte Fondsgesellschaft, und mit mehr als 250 Milliarden Euro an verwalteten Geldern zählt sie weltweit zu den zehn größten Anbietern am Markt.

Schüßler, ein schlanker, langer Mann, hat den leicht nach vorn gekrümmten Gang von Leuten, die Probleme mit dem Rücken haben, sein zehnköpfiges Team führt er von einem Schreibtisch aus, der rechts hinten in einer Ecke des Großraumbüros steht.

An diesem Montagmorgen holt er sich zuerst die Bloomberg-Nachrichten auf den Schirm. Er hat am Wochenende nicht auf die Nachrichten geschaut, „aus Prinzip“. „Die Strategie, die wir fahren, setzt auf Langsamkeit“, sagt er. Er zwingt sich, in großen Linien zu denken, er will sich nicht vom Tagesrauschen der Kurse und Meldungen verrückt machen lassen. „Schneller als der Markt sein zu wollen ist keine gute Strategie.“

Märkte, das sind zum einen die Handelsplätze, auf denen Güter, Dienstleistungen, Rohstoffe, Immobilien und Arbeitskräfte gehandelt werden; zum anderen sind es jene Märkte, auf denen Devisen, Aktien, Staatsanleihen und Deri-

vate gehandelt werden, die vielgesichtigen strukturierten Finanzprodukte.

Die längste Zeit hatten die Finanzmärkte die Aufgabe, den anderen Märkten zu dienen: Sie verkauften einem Unternehmer Devisen, der im Ausland eine Maschine kaufen wollte. Unternehmen gaben Aktien und Anleihen aus, um sich bei Anlegern Kapital für Investitionen zu besorgen, die Staaten ebenso. Aber seit den achtziger Jahren entwickelten die Finanzmärkte ein immer größeres Eigenleben.

Zum einen suchten Investoren stets neue profitablere Anlagen jenseits der Warenproduktion, zum anderen ermöglichten die Regierenden in den USA und

Die Regierungen verschuldeten sich bei den Banken in einem bisher ungekannten Maß, lockerten die gesetzlichen Bestimmungen für die Akteure auf den Finanzmärkten, senkten die Besteuerung der Finanzvermögen und mischten mit bei der Jagd nach neuen Finanzanlagen.

So haben sich die Billionen, die auf den Finanzmärkten vagabundieren, vervierfacht, vervierfacht und werden durch Banken und Hedgefonds, durch Versicherungen und Pensionsfonds, durch Staatsfonds und staatliche Finanzagenturen von einem Markt zum anderen geschoben.

Das ist die heutige Lage, in einer Welt, die jährlich reale Güter und Dienstleistungen im Wert von über 70 Billionen Dollar produziert: Auf den weltweiten Aktienmärkten wird mit Aktien in jedem Jahr ein Umsatz von 63 Billionen Dollar erzielt, mit Unternehmensanleihen und Staats-Bonds werden 24 Billionen Dollar umgeschlagen. Auf den Devisenmärkten werden 1007 Billionen Dollar bewegt, und auf den Derivatemärkten – den dynamischsten und gefährlichsten aller Märkte – wurden 708 Billionen Dollar umgesetzt.

Wenn Politiker von den „Märkten“ sprechen, auf die man hören müsse, dann meinen sie in der Regel die Finanzmärkte. Sie meinen den mächtigen, verschlossenen Derivatemarkt, den mittlerweile hochpolitischen Markt für Staatsanleihen, und auch den zittrig volatilen Aktienmarkt.

Auf diesem Markt ist Thomas Schüßler für die DWS unterwegs, verheiratet, Vater von vier Kindern. Thomas Schüßler kam 2001 zur DWS, zuvor hatte er fünf Jahre für die Deutsche Bank gearbeitet, war auch Vorstandsassistent unter Josef Ackermann.

Drei Fonds verantwortet er jetzt, der DWS Top Dividende hantiert allein mit sechs Milliarden Euro. Der Dax wird zur Eröffnung an diesem Montag ein Prozent schwächer erwartet, das deuten die Futures an, mit denen man auf Kurse der Zukunft wetten kann. Am Freitag hatte er bei 5800 Punkten geschlossen. „Sieht nicht gut aus“, sagt Schüßler.

Frankfurt, Gebäude der Bundesbank, Zentralbereich Märkte (Geldmarkt)

Marc Resinek sitzt an diesem Montag in der Frankfurter Bundesbank-Zentrale einem „segmentierten Geldmarkt“ gegenüber, andere Banker sagen: Der Markt ist tot. Frozen. Zugefroren. Resinek meint mit „segmentiert“, dass die Banken sich gegenseitig nichts mehr leihen, weil sie sich misstrauen – der Geldmarkt ist zu



Hedgefonds-Manager Bass: „Sagenhaft dumme Idee“

Großbritannien, später auch in Deutschland und anderen Ländern, durch die Regulierung der Finanzmärkte neue, riskantere Anlagestrategien. Zum dritten kamen die Banken über die Zentralbanken an billiges Geld, konnten großzügig Kredite vergeben und Profite weit jenseits der in der Warenproduktion üblichen Gewinne bieten.

Das globale Finanzvermögen hat sich von 1980 und 12 Billionen Dollar bis heute auf weit über 200 Billionen Dollar vervielfacht, das Finanzvermögen ist dreimal so hoch wie die reale Weltproduktion. Der Spekulant und Milliardär George Soros sieht eine „Superblase“ im System lauern, eine bedrohliche Kreditexpansion, die durch die entfesselten Märkte und die stark gestiegene Verschuldung der Staaten in die Welt gesetzt wurde.

einem Bild für die Verwundbarkeit der Banken geworden.

Die Banken versorgen sich auf ihm kurzfristig – sie leihen es sich bei anderen Banken, finanzieren ihre Geschäfte über Nacht oder für einen Monat, aber kaum je für länger als ein Jahr. Im Augenblick aber horten sie ihr Geld, sie sitzen auf „Überschussliquidität“, sagt Resinek – sie haben Geld, aber statt es zu verleihen, deponieren sie es lieber bei einer der 17 Zentralbanken, auch wenn der Zins mit 0,5 Prozent sehr niedrig ist. In dieser Woche beträgt die Überschussliquidität 390 Milliarden, in der Woche zuvor waren es 366 Milliarden, in der Vorwoche 221 Milliarden.

Der Geldmarkt, heißt das, wurde immer frostiger mit der wachsenden Unsicherheit, die sich mit der europäischen Schuldenkrise über die Finanzmärkte legte. Und Resinek, 37 Jahre alt, groß, freundlich, hellblaues Hemd, rote Krawatte, soll das Schlimmste verhindern. Er lässt sich in seinen Drehstuhl fallen, wartet, bis der Computer hochgefahren ist. Resinek ist stellvertretender Hauptgruppenleiter M10 im Zentralbereich Märkte der Deutschen Bundesbank. Er ist seit fast zehn Jahren hier, auf diesem Flur mit dem blauen Nadelfilzteppich, Zimmer 650.

Er ist zuständig für „Geldpolitische Instrumente im Wirkungszusammenhang, bilanzstrukturelle Aspekte, Offenmarktgeschäfte und Geldmarktinfrastuktur“, ein Kopf im Think-Tank des Zentralbereichs – sie überlegen sich, was man machen kann, was sie noch nicht ausprobiert haben, hier, bei der Bundesbank: zehn Gebäudetrakte, ein eigenes Museum, alles in Frankfurt-Bockenheim, eingezäunt, abgeschottet, von bewaffneten Sicherheitsleuten bewacht.

Fast 4000 Personen arbeiten hier in der Zentrale, Banker, Wirtschaftswissenschaftler, Informatiker, Mathematiker, ein Heer von Spezialisten, die beobachten, welche Zinsen gerade hinaufwandern oder absinken, die den Liquiditätsbedarf schätzen, Experten für Devisen, Portfolios, Sicherheiten.

6230 Banken gibt es in der Euro-Zone, und bei den 17 nationalen Notenbanken erfassen sie jeden Tag ein paar tausend Daten, in denen unzählige Einzelentscheidungen zusammengefasst sind, die einer Sparkasse in Fulda ebenso wie die einer französischen Großbank oder eines darbenenden Kreditinstituts in Thessaloniki.

Sie sammeln, sammeln, sammeln, denn sie müssen sich etwas einfallen lassen. Das ist Marc Resineks Job, unter anderem.

Und sie werden sich etwas einfallen lassen, etwas Großes.

Frankfurt, Zentrale der Vermögensverwaltung DWS (Aktienmarkt)

Fondsmanager Thomas Schüßler klickt sich durch eine Reihe von Indikatoren, als Erstes ruft er den Ölpreis auf. Öl, sagt Schüßler, ist ein Konjunkturanzeiger. Ein stabiler Ölpreis signalisiert, dass die Wirtschaft gut läuft. Gleichzeitig ist ein hoher Ölpreis ein Risiko für die Aktienmärkte, weil dadurch die Produktionskosten steigen. Viele Firmen, die deutschen Chemieunternehmen etwa, haben es dann schwerer, Geld zu verdienen.



Euro-Politiker Sarkozy, Merkel: Schulden über die Welt verteilen

Es ist kurz nach neun, die Futures für den US-Markt, an denen sich ablesen lässt, wie die amerikanischen Märkte in den Handelstag starten werden, sind negativ. Schüßler war zweieinhalb Tage lang in New York, jetzt will er ein Gefühl für den Markt bekommen.

Er wirft einen Blick aufs Gold. „Gold ist ein klassischer Fluchtpunkt“, sagt er. „Der Goldpreis zeigt die Erwartungen des Marktes für die Geldpolitik.“ Würden die europäischen Politiker sich beispielsweise dafür entscheiden, die Schuldenkrise über die EZB zu lösen, wie es in diesen Tagen diskutiert wird, ginge sofort der Goldpreis hoch, sagt Schüßler – weil sie damit eine höhere Inflation in Kauf nähmen.

Er checkt routinemäßig ein paar andere Indikatoren, Konjunkturanzeiger wie die Preise für Kupfer und Nickel, dann

den Euro-Kurs. Der Euro gilt vielen Investoren mittlerweile als Risikowährung. Spitzt sich die Krise in Europa zu, flüchten Anleger in den Dollar, entspannt sie sich, kehren sie zurück. Entspannung und Zuspitzung bilden sich auch im Aktienmarkt ab, für Schüßler hat das einen positiven Nebeneffekt: Da er in seinem Fonds auch mehrere amerikanische Unternehmen hat, Euro- und Dollar-Werte also gemischt sind, gleichen sich Gewinne und Verluste je nach Entwicklung ein wenig aus, steigen die einen, fallen die anderen, so geht ein „Hedge“, eine Absicherung. Es ist kein Nullsummenspiel, aber es hält Verluste in Grenzen.

Mit seinen Fonds verfolgt Schüßler, was er eine Value-Strategie nennt, Value heißt Wert, er investiert in Unternehmen, die ein bewährtes Geschäftsmodell haben und eine überdurchschnittlich hohe Dividende, Unternehmen wie Nestlé, Roche, McDonald's oder Intel. Kleinere Unternehmen können bei sechs Milliarden Euro Fondsvolumen keine Rolle spielen, 80 Werte hat Schüßler im Portfolio. Weltweit gebe es nur etwa 2000 Unternehmen, die groß genug sind, damit ein Fonds von der Größe des DWS Top Dividenden in sie investieren kann.

Computer helfen Schüßler und seinen Leuten, eine Vorauswahl zu treffen, Modelle filtern heraus, welche Aktien gerade billig sind, die Maschinen werden immer mächtiger im Spiel der Investoren, manche Händler fürchten sich schon vor dem Angriff der Algorithmen. Bis auf weiteres aber entscheidet am Ende ein Mensch, was gekauft wird, bei der DWS ist das Thomas Schüßler. Sein Dividenden-Fonds hat die Krise heil überstanden, bisher jedenfalls. Allein im September haben deutsche Anleger 2,8 Mil-

liarden Euro aus Fonds abgezogen, für die Fondsgesellschaften zeichnet sich das schlimmste Jahr seit 2008 ab.

Bevor Schüßler zu einem „Morning Meeting“ aufbricht, schaut er noch einmal auf den Dax. „Das sieht auf den ersten Blick desaströs aus – und auf den zweiten wird's noch schlimmer“, sagt er.

New York, Wall Street, Devisenabteilung einer Großbank (Devisenmarkt)

Um 6.30 Uhr morgens tritt Ben Koch aus der U-Bahn-Station World Trade Center, hinein in das Geknatter von über den Wolkenkratzen kreisenden Helikoptern und das Gedränge von sich formierenden Polizeistaffeln. Von hier ist es nicht weit zum Zucotti Park, dem Hauptquartier der Occupy-Wall-Street-Bewegung. Seit Tagen geht es hin und her, erst räumte die

Polizei den Park, dann schlugen die Demonstranten zurück, etliche wurden verletzt, mehr als 200 Menschen verhaftet.

Viele Banker laufen inzwischen einen Umweg ins Büro, sie schleichen durch die Seitenstraßen mit ihren Aktenkoffern und Nadelstreifenanzügen, die sie ausweisen als Zielobjekt der Protestierer.

Ben Koch ist schon lange bei seiner Großbank angestellt, er hat in verschiedenen Investment-Bereichen gearbeitet, er war in Hongkong stationiert und in London. Heute handelt er mit Devisen-Derivaten an der Wall Street.

Ben Koch heißt nicht Ben Koch, er möchte anonym bleiben, und sein Arbeitgeber sieht es nicht gern, wenn Angestellte mit der Presse reden. Er macht nur Geschäfte mit großen Kunden, mit denen, die den Markt treiben. Den großen Hedgefonds, globalen Konzernen. 30 Millionen Dollar ist die kleinste Summe, die er abwickelt. Am Tag gehen bis zu zwei Milliarden über seinen Tisch.

Der Devisenhändler hat Verständnis für die Demonstranten, er sagt, vieles laufe schief hier in Amerika. Er kommt aus einfachen Verhältnissen, hat früher am Fließband gearbeitet, um sich sein Studium zu finanzieren. Aber das Verständnis geht nicht so weit, um sich beschimpfen zu lassen und durch Menschenketten zu schlagen, um zum Eingang seiner Bank zu kommen.

Die Währungsabteilung belegt ein hochgelegenes Stockwerk: Auf der einen Seite der Vertrieb, das Verkaufsteam, das Aufträge eintreibt von Unternehmen, Fonds, Spekulanten. Auf der anderen Seite die Händler, aufgeteilt nach den Währungspaaren, die sie betreuen: Euro/Dollar, Dollar/Yen, Euro/Pfund.

Der Devisenmarkt kennt viele Superlative, er ist bei einem Umsatz von über tausend Billionen Dollar der größte Markt der Welt. Nur fünf Banken teilen sich die Hälfte des Markts, der mit Abstand größte Spieler von allen ist die Deutsche Bank. Mehr als ein Fünftel aller Devisengeschäfte laufen über sie.

Auf den ersten Blick wirkt der Devisenhandel zugänglicher als andere Finanzgeschäfte, bestimmt vom Kaufen und Verkaufen von Währungen, mit dem die Kurse bestimmt werden. Aber es sind die Spezialgeschäfte, die den größten Teil des Markts ausmachen, die komplizierten, verschachtelten und manchmal exotischen Deals: die Derivate.

„Abgeleitet“ sind diese Derivate, daher das lateinische Wort. Ihr Wert leitet sich ab von der künftigen Preisentwick-

lung bei Rohstoffen, Aktien, Zinsen oder Devisen. Es geht um Geschäfte, die in der Zukunft spielen, um Wetten und Erwartungen. Es ist ein Markt, der alle Märkte wie ein Schatten begleitet und noch weiter miteinander verschränkt.

Wer will, kann auf den Niedergang des New Yorker Dow-Jones-Index spekulieren, auf die Zukunft der serbischen, mexikanischen oder vietnamesischen Industrie. Es werden Wetten angeboten auf das Wetter in Spanien, auf den Erdölpreis von morgen, die Weizenernte von übermorgen und den Output südamerikanischer Silberminen von überübermorgen.



Anleihemanager Back in München: Raus aus Europa

Wer will, und das ist bemerkenswert, kann bei der Commerzbank Papiere kaufen, die auf den Niedergang der Commerzbank wetten, und bei der Deutschen Bank Papiere, die darauf setzen, dass die Deutsche-Bank-Aktie fällt.

Hunderttausende derivative Finanzprodukte werden an den Börsen heute gehandelt, sie werden von den Banken auf den Markt geworfen wie billige Wertscheine, und viele Sparer lassen sich von ihren Bankberatern zur Teilnahme an der bizarren Lotterie einladen – nicht selten mit dem Risiko des Totalverlusts.

Koch handelt nur mit Devisen-Derivaten, der Devisenmarkt besteht zu mehr als 60 Prozent aus dem Handel mit solchen Papieren. Die geschäftigsten Stunden sind oft die gleich nach Handelsbeginn um sieben Uhr, wenn die europäischen und die

asiatischen Märkte noch aktiv sind. Ab den Mittagsstunden halten die Wall-Street-Händler allein die Stellung, sie schauen auf ihre Bloomberg-Terminals und CNN, sie warten auf Ereignisse irgendwo in der Welt, die ihren Markt treiben könnten. „Im Kern ist unser Geschäft nichts anderes als ein Handel auf News“, sagt Koch. Das sei immer so, nur in diesen Zeiten der Krise sei die Sensibilität gegenüber jeder Art von Nachricht besonders hoch, „die Reaktionen geradezu hysterisch“, die Ausschläge „zu extrem“.

An diesem Montag sollte eigentlich die wichtigste Nachricht sein, dass Frankreich sein Top-Rating verlieren könnte, so vermelden es die Nachrichtenkanäle rund um die Welt. Doch diese Spekulationen lassen die Währungshändler an der Wall Street kalt. „Das ist längst eingepreist“, sagt Koch. „Es glaubt doch sowieso keiner mehr, dass die noch Triple-A sind.“

Erst am Nachmittag kommt bei den Devisenhändlern Bewegung auf: Der New Yorker Aktienindex verliert 2,7 Prozent, parallel steigt die Nachfrage nach Schweizer Franken. Das sei ein gutes Beispiel dafür, sagt Koch, wie eng Aktien- und Währungsmärkte oft zusammenhängen. „Raus aus Aktien wird oft gefolgt von rein in den Franken, das ist die Suche nach Sicherheit.“

Überhaupt sei alles eine einzige riesige Reaktionskette, ein endloses Dominospiel: Die Aktien beeinflussen die Währungen beeinflussen die Staatsanleihen beeinflussen die Aktien, „wo die Bewegung losgeht, ist oft nicht zu sehen und meistens auch nicht wichtig für uns“.

Der ominöse Markt sei am Ende nichts anderes als das sich sekundenschnell bewegende Geld, und es fließe dorthin, wo es sich am

besten vermehrt, eine globale Suchbewegung, „as simple as that“. Und wenn die Wirtschaftsdaten schlecht sind in Europa, dann fließt das Geld weg vom Euro und hin zum Yen oder Dollar, „je nachdem, welche politischen und wirtschaftlichen Informationen gerade über den Ticker laufen“.

Einer wie Koch lenkt einen winzigen Teil dieser Geldströme, im Interesse seiner Kunden, er ist der Großhändler der Großanleger. Reiner Back ist der Vertrauensmann der Lebensversicherten, Thomas Schüssler hat das Wohl von Aktionären im Blick, Kyle Bass vertritt die Weitsichtigen und Zocker unter den Anlegern – hinter jedem dieser vier Akteure auf den Finanzmärkten stehen Tausende Leute, die ihr Geld vermehren wollen. Und Frank Möller aus Bremen ist der Mann des Mittelstands.

Bremen, Handelsraum der Landesbank (Devisenmarkt)

Frank Möller ist Devisenhändler der Bremer Landesbank, er ist seit gut 20 Jahren im Geschäft, im Handelsraum der Landesbank hat er das Ende der Sowjetunion, den 11. September, den Crash der New Economy und den Beginn der Finanzkrise im September 2008 erlebt. Möller hat die Welt viele Male untergehen sehen, und jedes Mal ging es weiter, und so wird es auch dieses Mal sein, das hofft er zumindest.

Möller sitzt im Zentrum des Handelsraums, umgeben von 40 Kollegen, er hat drei Monitore vor sich, rechts den Chart zum Euro/Dollar, in der Mitte weitere Wechselkurse, Nachrichten von Reuters, den Gold-, Silberpreis. Links die Eingabemaske für seine Währungsgeschäfte. Möllers Telefon klingelt, er greift sich ein Blatt Papier, hebt ab.

Die Bremer Landesbank kam unbeschadet durch die Krise des Jahres 2008, weil sie sich fernhielt von den wunderbaren Schuldenpapieren des US-Immobilienmarkts, heute wirbt sie mit dem Slogan: „Wir verkaufen nur, was wir verstehen“. Möllers Kunden sind keine Hedgefonds, sondern deutsche Mittelständler, Firmen, die ins Ausland exportieren, aus dem Ausland importieren und die verhindern wollen, dass schwankende Wechselkurse ihre Gewinne auffressen.

Möllers Kunden brauchen Devisen, um ihr eigentliches Geschäft betreiben zu können, um Schiffe zu bauen, Klappstühle aus Asien zu importieren, Öl ins Land zu bringen, darum geht es ihnen, das ist ihr wichtigstes Motiv. Am Telefon hat Möller einen Rohstoffhändler, der Dollar braucht, er muss in den nächsten Tagen Rechnungen bezahlen, mehrere hunderttausend Dollar, er ist unsicher, wann er kaufen soll, aber am Ende des Gesprächs gibt er Möller den Auftrag, Dollar zu kaufen, sobald der Kurs bei 1,3490 steht.

Möller tippt den Auftrag in seinen Computer ein, der schickt ihn weiter auf den Interbankenmarkt, den Geldmarkt der Banken, wo es nun ein zusätzliches Angebot gibt: Kaufe Dollar gegen Euro zum Kurs von 1,3490.

Dallas, Texas, Büro von Hayman Capital

Hedgefonds-Manager Kyle Bass blättert sich durch die Lageberichte seiner Geschäftspartner und Abteilungsleiter, wie jeden Montag haben sie am Morgen ihre Wochenvorschauen geschickt, die Rating-Agentur Moody's beschäftigt sich mit Frankreichs Schulden. Der Ausblick ist düster.

In der Vorwoche haben die Franzosen erfolgreich Staatsanleihen für 6,98 Milliarden Euro verkauft, Papiere mit zwei bis fünf Jahren Laufzeit, das ist die gute Nachricht; die schlechte ist, dass Frankreich seinen Gläubigern jetzt deutlich höhere Zinsen als Deutschland zahlen muss,

und diese Tendenz, meint Moody's, werde sich verfestigen. Es geht um Frankreichs Status als absolut zuverlässiger Schuldner, um den Dreifach-A-Status, den die Rating-Agenturen in naher Zukunft schon kassieren könnten.

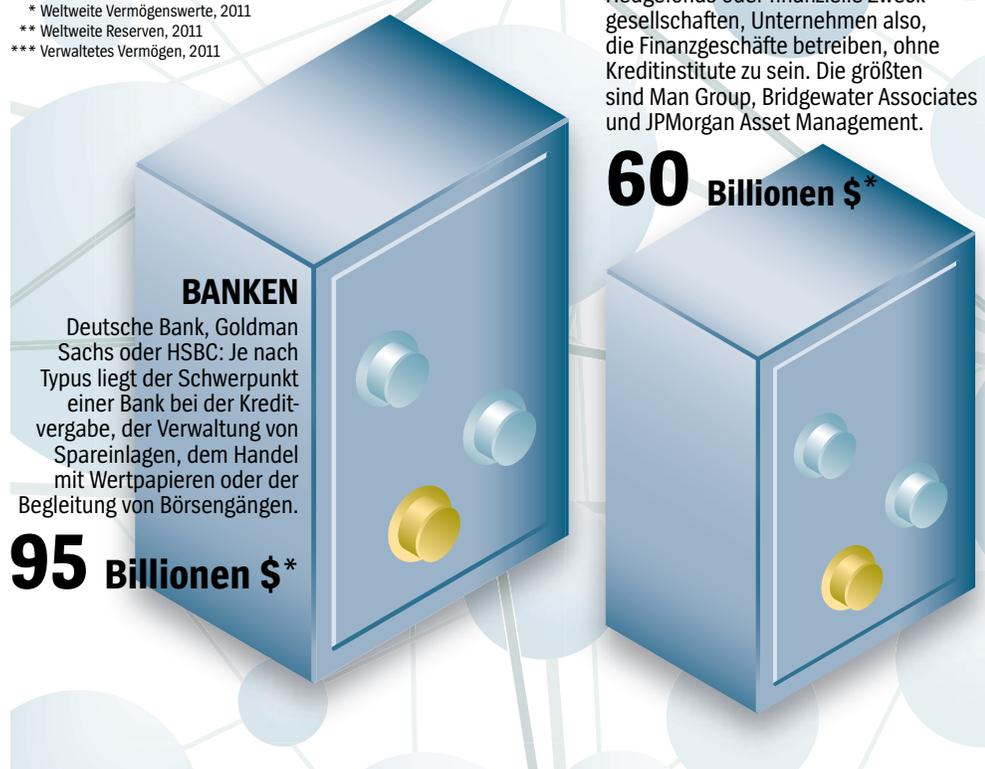
Nach Meinung der meisten Marktteilnehmer ist dieser Status längst dahin. Kyle Bass erlaubt sich den Luxus, eigene wissenschaftliche Mitarbeiter zu bezahlen, von ihnen lässt er sich einmal pro Woche Studien schicken, die die Länder-Ratings der großen Agenturen regelmäßig in Frage stellen. Sie konfrontieren die Bewertungen von Standard & Poor's (S&P), Moody's und Fitch mit der Lage

gen keine große Rolle mehr. Seit alle Welt gemerkt hat, dass die Schuldenkrise Europas Staaten und die Euro-Zone zerfrisst, bieten sich keine Geschäfte mehr an, bei denen mit wenig Einsatz viel zu holen wäre. Die Preise und Gebühren sind zu hoch, die Gewinnaussichten zu mickrig, um noch irgendwo einzusteigen.

Mitte 2008, als Bass die kommende Krise aus seinen Zahlen und Figuren herausgelesen hatte, nüchtern, rational, als er sie diskutiert hatte unter anderem mit dem Harvard-Professor und Bankrott-Spezialisten Kenneth Rogoff, begann er, gegen Griechenland und andere europäische Pleitekandidaten zu wetten. Er kaufte

Akteure der Finanzmärkte

* Weltweite Vermögenswerte, 2011
 ** Weltweite Reserven, 2011
 *** Verwaltetes Vermögen, 2011



auf den Kreditmärkten – und kommen so zu Markt-Ratings, die viel genauer spiegeln, wie die Lage ist.

Frankreich hat danach längst kein Dreifach-A-Rating mehr verdient, Österreich ist nicht Dreifach-A, sondern bestenfalls Dreifach-B, das sind glatt acht Bewertungsstufen weniger. Italien ist nicht mehr A wie bei S&P, sondern nur noch B+, ebenfalls acht Stufen niedriger. Selbst Deutschlands so sicher geglaubter Dreifach-A-Status wird vom Markt bezweifelt und bei A angesiedelt, fünf Stufen weniger. Diese Liste sagt: Die Lage ist noch schlechter, als es ohnehin den Anschein hat, jedenfalls sieht es der amorphe Schwarm der Investoren so. Und vielerorts ist die Lage heillos.

Kyle Bass überfliegt solche Berichte nur noch, Europa spielt in seinen Planun-

te zu diesem Zweck Kreditausfallversicherungen auf Staatsanleihen, Credit Default Swaps, CDS. Das Finanzinstrument kam in den achtziger Jahren in die Welt, ein großer Markt ist erst vor zehn, elf Jahren daraus geworden, so groß, dass heute der Ausfall von Krediten in Höhe von 32,4 Billionen Dollar versichert ist, das ist eine beängstigend große Zahl.

Im Prinzip waren die CDS als Gegengift gegen Risiko gedacht: Eine Bank, die einen Großkredit an eine Firma vergibt, kauft sich gegen Gebühr Schutz bei einer dritten Partei, die im Fall eines „Kreditereignisses“ – Zahlungsunfähigkeit des Schuldners, Bankrott – den Ausfall ersetzt. Es ging um Risikostreuung, nicht um Profite. Das ist heute oft anders.

Es gibt keine Börse für Kreditversicherungen, es gibt keine Regeln, keine Auf-

sicht, keine Vorschriften, Anbieter und Kunden legen die Details ihrer Verträge in direkten Verhandlungen fest. Niemand weiß deshalb genau, auch die Banken untereinander nicht, wie groß die Netto-Verbindlichkeiten aus CDS-Verträgen sind, niemand weiß genau, wer wie viele CDS in den Büchern hat. CDS sind gefährlich, weil sie Sicherheit versprechen, wo keine ist. Platzen große Kredite, wachsen sich Pleiten zur großen Krise aus, krachen nicht selten auch die CDS-Verkäufer – was wiederum deren Kunden, die sich versichert wähnten, in Bedrängnis bringt. CDS wirken, im schlechten Fall, wie Öl auf Feuer.

er ja die Staatsanleihen gar nicht, die er da versicherte.

Bass versteht die Frage nicht. „Warum sollte es unmoralisch sein, mit CDS zu handeln?“, fragt er zurück. Optionsgeschäfte gehörten zum Markt seit 40, 50 Jahren. Jeder könne heute Aktien handeln, ohne dass er sie physisch besitzen müsse, alle Welt kaufe und verkaufe heute Derivate, spekuliere auf Ölpreise oder Weizenrenten, alle Welt hantiere mit strukturierten Produkten, selbst Kleinanleger seien eifrig dabei.

Bass' Urteil steht fest: Die Euro-Zone ist gescheitert, sie will es nur noch immer nicht wahrhaben und zögert ihr Ende

immer in der Weltgeschichte ein Land zahlungsunfähig wurde, hatte es am Ende nur zwei Auswege – es führte einen Krieg, gewann ihn und raubte beim Feind die fehlenden Vermögen; oder es erklärte den Konkurs, zwang die Gläubiger zum großen Schuldenschnitt und wertete danach seine Währung drastisch ab.

„Das Geld drucken ist der Korrekturmehanismus eines zahlungsunfähigen Landes“, sagt Bass. Es sei stets so gewesen im Räderwerk der Geschichte. Und deshalb, sagt Bass, war die Euro-Zone ein Irrweg, die gemeinsame Währung eine Missgeburt, ein Werk von Politikern, denen es an volkswirtschaftlichem Sachverstand mangelte. „Inflation“, sagt er, „natürlich kommt nach dem Geld drucken die Inflation. Das ist ja der Sinn der Sache – und es ist die Strafe für vorangegangene Sünden.“

VERSICHERUNGEN UND PENSIONSFFONDS

AXA, Allianz, AIG, Munich Re. Weil sie die Altersversorgung von Millionen verwalten, sind Versicherungen bedeutende Kapitalanleger auf den internationalen Märkten. Japans Government Pension Investment ist der größte Pensionsfonds.

39 Billionen \$*



ZENTRALBANKEN

sind für Geld- und Währungspolitik zuständig. Sie refinanzieren die Geschäftsbanken und bringen Banknoten in Umlauf.

10 Billionen \$**

STAATSFONDS

aus China etwa oder den Vereinigten Arabischen Emiraten, oft Hunderte Milliarden Dollar schwer: Staatsfonds legen das Kapital in staatlichem Auftrag an.

5 Billionen \$***

ÖFFENTLICHE FINANZINSTITUTE

wie beispielsweise die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Deutschland.

12 Billionen \$*



Bis vor kurzem war es zudem nicht verboten, dass einer wie Kyle Bass den Ausfall von Anleihen versichert, die er gar nicht besitzt, im Jargon „naked CDS“ genannt. Aber genau das tat Bass im Fall Griechenlands in großem Stil: Er schloss Versicherungen auf Staatsanleihen ab, weil er die Krise voraussah und sich deshalb sicher sein konnte, dass der Wert seiner Policen gen Himmel steigen würde.

Anfangs waren lächerlich geringe Jahresgebühren fällig, um Griechen-Bonds zu versichern. Kurz darauf schon, je weiter sich die Lage Griechenlands verschärfte und je offenkundiger sie wurde, stiegen die CDS-Prämien in den Himmel – und der Wert jener CDS, die Bass so billig gekauft hatte, vervielfachte sich. Ist er ein Spekulant? Ein Schurke? Immerhin besaß

künstlich hinaus. Der Texaner, ein attraktiver, trainierter Mann, der einst viel dicker war, sich heute aber in einem Film über sein Leben selbst spielen könnte, schaut dem Treiben zu wie einem Showdown in Zeitlupe.

Er ist immer ein fleißiger Student der Wirtschaftsgeschichte gewesen. Er lese, sagt er, ausschließlich Sachbücher, er sammelt und verschlingt alle Werke, die ihm helfen könnten, die Lage besser zu verstehen, er besucht Professoren, er trifft Kollegen, nur die klügsten Köpfe. Seine Investitionsentscheidungen fielen, sagt er, in einem „offenen Verfahren“, im Diskurs, anders sei die Komplexität heute nicht mehr zu bewältigen.

Im Zuge seiner Studien und Beratungen ist er dennoch zu sehr klaren Erkenntnissen gelangt. Eine lautet: Wann

Frankfurt, Zentrale der Vermögensverwaltung DWS (Aktienmarkt)

DWS-Fondsmanager Schüssler fragt seine Leute nach Gründen dafür, „warum Europa so schwach ist“. Es gebe „Bits und Pieces“, antwortet eine blonde Frau, die ihm in einem Meeting an diesem Montagvormittag gegenüber sitzt. Berlusconi habe gemutmaßt, dass Italiens neuer Regierungschef Monti das Amt nicht dauerhaft übernehmen werde, Barroso habe die Debatte um Euro-Bonds wieder angefacht, als wollte er den europäischen Rettungsschirm EFSF beerdigen.

Die Unsicherheit steigt, auch auf dem Anleihemarkt, viele Staaten Europas müssen ihre Bonds höher verzinsen, um sie überhaupt loszuwerden. Gerade seien nicht Italien und Spanien das Thema, sagt die Blonde, es gehe um Frankreich. „Frankreich, EFSF“, notiert Schüssler auf einem kleinen Zettel. Während die anderen weiterreden, malt er das Fragezeichen nach, das er dahinter gesetzt hat.

Im Moment geht die Debatte darum, Euro-Bonds auszugeben oder Geld zu drucken, also kurzfristig zu helfen, unter großen Schmerzen; oder langfristig zu sanieren, unter ebenso großen Schmerzen. Das wissen alle Marktteilnehmer, und die Politiker wissen es auch. „Diese Zuspitzung sieht der Markt jetzt“, sagt Schüssler. „Der Markt will, dass die EZB Staatsanleihen kauft, so lange, bis die Fiskalunion da ist, der Markt will die EZB zum Eingreifen zwingen.“

Schüssler holt sich den Newsletter der Credit Suisse auf den Schirm. Der Titel heißt „The ‚Last Days‘ of the Euro“. „Endzeitstimmung“, sagt Schüssler. Und, nach einer Pause: „Möglich ist es.“

Bonn, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Wenn man den scharfsinnigen, wortgewaltigen Chef der Bundesanstalt für Fi-

nanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) fragt, was sich geändert hat auf den Finanzmärkten in den vergangenen Jahren, dann sagt Jochen Sanio: „Alles.“ Und dann hebt er an zu einer großen Erzählung, die vor 37 Jahren mit der Herstatt-Pleite beginnt und erst nach Stunden spannender Geschichten in der Gegenwart ankommt.

Sanio erzählt von abenteuerlichen Besuchen auf den Cayman Islands, über seine Erfahrungen im Financial Stability Board (FSB), dem internationalen Gremium von Finanzaufsichtern, er teilt sein Wissen über die „Sifis“, die „Systematically Important Financial Institutions“, jene weltweit 29 Großbanken, die – wenn nur eine von ihnen umfällt – womöglich das gesamte Weltfinanzsystem mit umreißen.

Da sitzt in Bonn-Auerberg, in einem dreistöckigen Bürogebäude, ein Mann mit schütterem Haar und kühlen, listigen Augen, der mehr über die Finanzmärkte weiß, als den Banken lieb ist, der aber die Ohnmacht aller Finanzmarktaufsicht lächelnd eingesteht. „Den Gott-Modus haben wir hier nicht.“

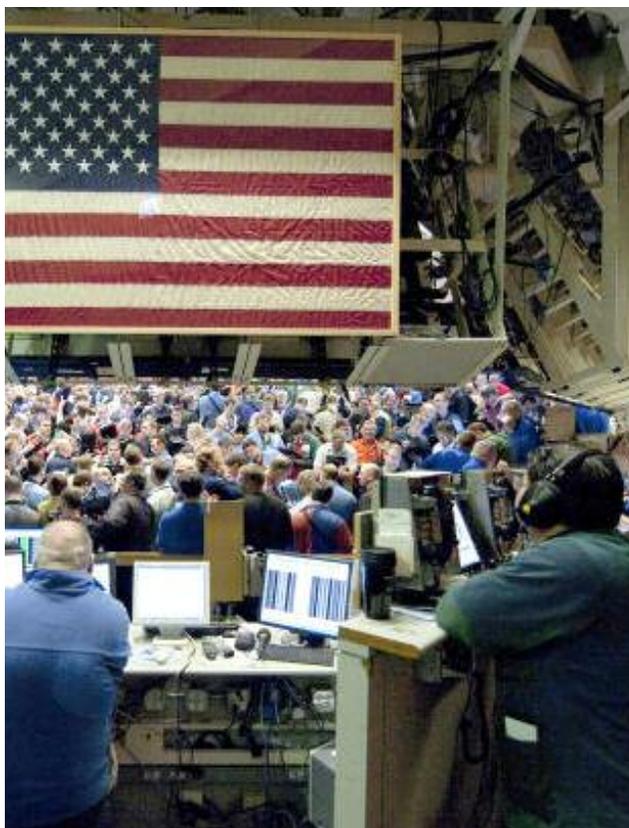
Sie haben bei der BaFin 1976 Mitarbeiter, die meisten davon Experten, die Banken, Versicherungen und Börse überwachen und die Geldwäsche bekämpfen sollen. Außerdem überprüfen sie die Geschäftspraktiken und die Zahlungsfähigkeit der Banken – soweit sie es eben können.

Zu wenig Personal, zu schlechte Bezahlung und zu wenig Kompetenzen, das sind nur drei Dinge, die den Wächtern der BaFin die Arbeit schwermachen. Seit durch den Crash der Lehman Bank deutlich wurde, welche Milliardenrisiken unentdeckt bei deutschen Landesbanken oder der Hypo Real Estate schlumerten, steht die Bankenaufsicht nicht nur in Deutschland unter Aufsicht. Sanio möchte härter durchgreifen, als die BaFin es darf, sie untersteht dem Bundesfinanzministerium und wird per Zwangsumlage von den deutschen Banken und Versicherungen finanziert. Die haben Berichtspflicht gegenüber der BaFin und der Bundesbank, müssen auch tagesaktuell besonders große Transaktionen melden, Sonderprüfungen zulassen und den Prüfern der BaFin jederzeit Zugang gewähren. Seit die Banken aber begonnen haben, im großen Stil Milliarden hin und her zu schieben, hat ein Hase-und-Igel-Rennen begonnen, bei dem die Prüfer dem Einfallsreichtum der Banker immer hinterherlaufen.

Dem Heer von Händlern und Managern der Deutschen Bank sind bei der BaFin zehn Prüfer auf den Fersen, den mehr als

2000 Banken in Deutschland sitzen bei der BaFin zu wenige Aufseher gegenüber. Die BaFin ist der Hase. Die Igel sind, egal, wie schnell sie rennt, „all dor“.

Jeden Tag bekommen die Bonner Prüfer „MaRiA“ auf den Tisch, die Markt- und Risikoanalyse des Referats Q 11 Finanzstabilität. Mit MaRiA versucht ein fünfköpfiges Analytistenteam auf neue Probleme und gefährliche Entwicklungen hinzuweisen, in Charts werden Risikoindikatoren für den Geld- und den Aktienmarkt, den Bond- und den Derivatemarkt mit Hilfe der Prämien für die Kreditausfallversicherungen (CDS) aufgelistet.



Börse in Chicago: „Der Markt ist de facto tot“

An diesem Montag wird auf den erneuten Anstieg der CDS-Prämien für griechische Staatsanleihen hingewiesen, die Prämien für Italien sind leicht gesunken, die für italienische Banken- und Versicherungswerte sind indes gestiegen – die Banken brauchen 6,1 Milliarden zusätzliches Kapital, berichtet MaRiA, weil die italienischen Staatsanleihen, die sie besitzen, in den vergangenen Wochen im Wert gefallen sind.

Noch größere Sorgen macht den Aufsehern die Lage auf dem Geldmarkt. MaRiA zitiert den Chef einer deutschen Großbank, der die Lage mit der nach dem Lehman-Crash vergleicht: „Damals wie heute ist der Markt für kurzfristige Banken-Refinanzierungen von bis zu zwei Jahren de facto tot.“ Und MaRiA lässt den polnischen Finanzminister Jacek Ros-

towski zu Wort kommen: „Die Gefahr der Ansteckung ist heute größer denn je, und die Summe, die wir brauchen, um sie zu stoppen, ist gewachsen, weil wir nicht schnell genug gehandelt haben. Wenn es nicht gelingt, die Märkte zu beruhigen, gibt es nicht die geringste Chance, dass die Krise bei Italien haltmacht. Sie wird sich weiter ausbreiten, und zwar in jedes Land der Euro-Zone.“

**DIENSTAG, 22. NOVEMBER
NOCH 17 TAGE BIS ZUM EURO-GIPFEL**

**Frankfurt, Gebäude der Bundesbank,
Zentralbereich Märkte (Geldmarkt)**

Bundesbanker Marc Resinek arbeitet an einem Positionspapier, an diesem Dienstag ist Abgabe. Das Papier dient der Vorbereitung des EZB-Rats, der jeden zweiten Donnerstag tagt, am Tisch die 17 Gouverneure genannten Chefs der nationalen Notenbanken, dazu ein aus 6 Leuten bestehendes Direktorium.

Alle geldpolitischen Maßnahmen werden mit einfacher Mehrheit beschlossen, *one man, one vote*, die Stimme des Notenbankchefs von Malta oder Zypern hat ebenso viel Gewicht wie die der Zentralbankpräsidenten von Frankreich oder Deutschland. Das war die Idee: ein vereintes Europa.

Der Präsident der Deutschen Bundesbank, Jens Weidmann, als Vertreter im „Governing Council“, ist auch nicht zuerst den Interessen Deutschlands verpflichtet, sondern den europäischen Interessen. Vor allem dem einen wesentlichen Ziel der EZB-Geldpolitik – Preisstabilität im Euro-Raum. Nicht mehr als zwei Prozent Inflation. Das ist heiliges Gesetz, es war jedenfalls bislang so.

Um 11.15 Uhr ist der „Tender“ da – so nennen die Notenbanken jenen wöchentlichen Vorgang, durch den sie Geschäftsbanken mit Geld versorgen. Jeden Montagmorgen schicken die Notenbanken ein paar karge Zeilen aus, über Bloomberg und Reuters, an alle Geschäftsbanken. Die Notenbanken teilen mit, zu welchem Zinssatz man für eine Woche Geld bekommt; zurzeit liegt der bei 1,25 Prozent, was sehr niedrig ist – aber in Zukunft wird dieser Zins weiter fallen. Heute, an diesem Dienstag, werden noch bis 9.30 Uhr Gesuche angenommen, dann erfolgt die Zuteilung. Im fünften Stock sitzen die Händler, die das Milliardenstück abwickeln.

Auf seinem Bildschirm kann Resinek die Liste jener Banken einsehen, die sich um Geld beworben haben, und um wie

viel. Diese Liste umfasst einige hundert Banken und ist absolut vertraulich, Resinek darf nicht mal Kollegen aus anderen Abteilungen Details davon verraten. Für ihn zeigt die Liste ein Profil der europäischen Bankenwelt und Wirtschaftslage.

Dass griechische Banken zuhauf auf der Liste stehen, ist keine Überraschung, und dass die meisten deutschen Banken kein frisches Geld brauchen, ist ebenfalls klar. Die interessanteren Kandidaten sind spanische, portugiesische, irische Institute – und seit neuestem auch italienische und französische Banken.

Die Banken sind die Drehscheibe der Märkte, sie verbinden die Finanzmärkte mit den Realmärkten, über sie laufen die Geldströme der Finanzmärkte, und falls sie Aktiengesellschaften sind, unterliegen sie der Bewertung durch den Aktienmarkt, steigen und fallen im Wert. Sparer vertrauen Banken ihr Geld an, Banken versorgen Unternehmen mit Krediten. Sie sind das Herz der Marktwirtschaft, und in Krisenzeiten wie dieser vom Infarkt bedroht.

Wenn die Staatsanleihen, die sie in großen Mengen halten, an Wert verlieren, sinkt ihr eigener Aktienkurs. Deutsche Bankaktien haben seit Beginn der Krise durchschnittlich mehr als 70 Prozent ihres Werts verloren, ein dramatischer Verfall. Und in der Folge sind die Banken kaum noch in der Lage, eigene Anleihen am Markt zu platzieren. Anleger meiden sie inzwischen so, wie sie Staatsanleihen europäischer Staaten meiden. Es mag deshalb komisch klingen, wenn in Nachrichten vermeldet wird, die Banken trauten sich gegenseitig nicht mehr; aber das Misstrauen hat eine sehr reale Grundlage. Die Geschäfte laufen so schlecht und die Gefahr ausfallender Staatsanleihen ist so groß, dass die Pleite von Banken nicht mehr auszuschließen ist, jedenfalls im Denken von Anlegern.

Praktisch sieht die Sache anders aus: Regierungen und Zentralbanken versuchen mit allen Mitteln und vielen Milliarden, dass keine Bank bankrottgeht, um die Gefahr eines Dominoeffekts zu bannen. Aber ist die Gefahr wirklich so groß?

„Ich glaube“, sagt Bundesbanker Resinek, „der derzeit segmentierte Geldmarkt ist das Ergebnis einer Überreaktion. Vor 2007 war man zu leichtfertig, jetzt ist die Zuversicht dahin. Es ist Psychologie, die Banken sind übervorsichtig.“ Wie man daran etwas ändern könnte, ist die Frage. „Vertrauen geht schnell verloren“, sagt er, „und man gewinnt es nur langsam zurück.“

Frankfurt, Zentrale der Vermögensverwaltung DWS (Aktienmarkt)

DWS-Manager Thomas Schüßler schaukelt auch an diesem Dienstag wieder Informationen in sich hinein, die US-Sparquote ist leicht gesunken, „das ist gut“, sagt Schüßler, „weil die amerikanische Wirtschaft an der Konsumfreude der Amerikaner hängt“. Wenn die Leute ihr Geld nicht ausgeben, sondern sparen, würgen sie die Wirtschaft ab.

Er kommt erst am frühen Nachmittag an seinen Platz, der Vormittag war mit Terminen belegt, internen Besprechungen, so hat er nicht mitbekommen, dass der Dax zunächst um über ein Prozent

sagt Schüßler, „das macht den Markt restlos kaputt.“

Kurz nach 17 Uhr entschließt er sich doch noch zu einem Kauf, er will eine Aktie aufstocken. 100 000 Stück ordert er, als Stufe der Dringlichkeit, „urgency“, wählt er „neutral“.

Die Umsätze sind auch an diesem Tag schwach, der Broker am Trading Desk der Bank soll den Auftrag ohne Eile abarbeiten.

Ein paar Minuten später schaut Schüßler auf den Kurs der Aktie, für die er gerade die Kauforder erteilt hat. Sie dreht ins Plus; offenbar hat seine Order ausgereicht, um ihren Kurs zu bewegen.



Fondsmanager Schüßler: Wo gibt's noch Rendite?

New York, Wall Street, Devisenabteilung einer Großbank (Devisenmarkt)

Das größte Geschäft dieses Dienstags kommt für den Devisenhändler Ben Koch erst am Abend, er hat den Mantel schon in der Hand, doch er setzt sich wieder: Ein Hedgefonds will für 300 Millionen Dollar Yen kaufen und damit auf einen Kursanstieg in den kommenden Wochen spekulieren.

Auf der Nachrichtenseite ist nichts passiert, es gibt kein Risiko auszubalancieren. „Das ist eine rein spekulative Wette, wie so oft“, sagt der Händler. Es ist ein riskantes Geschäft für die Bank, die Wahrscheinlichkeit, dass der Hedgefonds richtigliegt, ist groß. Aber der Händler macht das Geschäft, er sagt: „Es gibt keinen Deal, den wir nicht abschließen.“ Bei jedem Risiko? „Wenn das Risiko hoch ist, setzen wir den Preis erheblich höher.“ Spekulation mache über die Hälfte des Geschäfts aus, sagt Ben Koch. Der Boom des Währungsmarkts begann mit dem neuen Jahrtausend, als die Aktienmärkte nicht mehr schnell genug wuchsen und

die neue Welt der Hedgefonds nach neuen Anlagemöglichkeiten suchte. Heute sind Devisen eines der beliebtesten Spekulationsobjekte und eine eigene Anlageklasse. Allein Privatanleger bewegen jeden Tag hundert Milliarden Dollar.

Auf einem seiner fünf Bildschirme sieht Koch nicht nur die Namen der Hedgefonds, Banken, Unternehmen, die mit ihm ins Geschäft kommen wollen, sondern auch, welcher Händler gerade am Ruder ist. Meistens sind es die gleichen Gegenüber: Der Markt ist riesig, doch am Ende ist der Kreis der bedeutenden Spieler überschaubar. Sie versuchen sich gegenseitig zu lesen, zu durchschauen, die Motivation zu erkennen: „Der bessere Pokerspieler zu sein.“

Es gilt, die „Sniper“ herauszufiltern, die Scharfschützen aus dem Hinterhalt,

gestiegen war – und bis Mittag die Gewinne fast vollständig wieder abgegeben hat. Sein Thema heute ist Amerika.

Viele Investoren machen sich Sorgen, dass die USA in eine neue Rezession steuern könnten. Verlieren die Märkte das Vertrauen in die amerikanische Wirtschaft? Steigen die Zinsen? Oder bleiben sie so niedrig? Wo gibt's dann überhaupt noch Rendite?

Schüßler hockt vor seinen Bildschirmen, die langen Beine ausgestreckt, er liegt beinahe auf dem lehnenlosen Gesundheitsstuhl, der seine Rückenmuskulatur stärken soll. Auf dem News-Ticker von Bloomberg läuft die Nachricht, dass Mohammed El-Erian, der Chef von Pimco, dem weltgrößten Anleiheninvestor, die ökonomischen Bedingungen in den USA „terrifying“ genannt hat. „Super“,

so nennen die Währungshändler Kunden, die sie in ein schlechtes Geschäft locken wollen. Sie stellen Fallen und versuchen, die Bank zu einem vermeintlich guten Handel zu bewegen, bei dem sie am Ende aber nur verlieren kann.

„Das sind immer die gleichen Clowns“, sagt der Händler, er kennt die Spekulanten, die so handeln, sie bringen „unfriendly money“, feindliches Geld. Trotzdem braucht es nur einen schlechten Moment, „einen dicken Kater“, und schon hat man den Deal gemacht, der die Bank Millionen und ihn den Job kosten kann.

Der Stress ist enorm für Ben Koch. Er schläft nachts oft schlecht, ist jeden Abend erschlagen. Manchmal geht er schon um acht ins Bett. Tausende seiner Geschäfte laufen parallel nebeneinander her, zahllose Fälligkeitsdaten von Optionen sind im Spiel. Die Gefahr, dass sich ein Deal am Stichtag in naher oder ferner Zukunft als falsch erweist, dass er draufzahlen muss, obwohl er auf Gewinne hoffte, ist immer groß.

Seine Chefs machen Druck, die Gewinnziele zu erfüllen. Wer seine Millionen nicht verdient, wird schnell gefeuert. Ein schlechtes Jahr reicht. Und die Ziele sind beweglich, ändern sich mit den Marktschwankungen. Wenn etwa im Laufe des Jahres durch Ereignisse wie in Fukushima der Yen deutlich mehr gehandelt wird, werden auch die Gewinnerwartungen für den Yen-Handel nach oben geschraubt.

Wenn Ben Koch versucht, die Zusammenhänge ganz genau zu erklären, spricht er von stochastischer Volatilität, von Trinomialprozessen und von Konvexitätseigenschaften. Der Händler sagt, er lerne immer noch jeden Tag dazu. Und: „Oft verstehe ich selbst nur die Hälfte.“

Frankfurt, Gebäude der Bundesbank, Zentralbereich Märkte (Geldmarkt)

Geldschöpfung aus dem Nichts: Wie das geht, das versteht keiner der Freunde des stellvertretenden Hauptgruppenleiters Marc Resinek. Und jene, die es verstehen würden, denen dürfte er keine Details erzählen. Es geht um Inflation, Geldmenge und Kreditvergabe und darum, wie die drei zusammenhängen.

2608 Banken in Europa sind gewichtig genug, um bei der EZB gelistet zu sein. Davon wiederum sind 44 die entscheidenden Player, sie decken etwa 90 Prozent des Marktes ab. Indem die EZB und die Bundesbank ihre Geschäfte beeinflussen, können sie das Wirtschaftsgeschehen beeinflussen. Dafür verfügen sie über den Leitzins, ein paar Dutzend Stellschrauben

und vor allem über einen großen Hebel: Sie können Geld machen. Aus dem Nichts.

Das Bankensystem kann man sich wie eine Maschine vorstellen, die Geld schöpft, Verbindlichkeiten schafft, die Gegenwart mit der Zukunft verkoppelt. Diese Maschine funktioniert mit zwei Sorten Geld, zwei Geldkreisläufen, die nicht vermischt werden: Giralgeld und Zentralbankgeld.

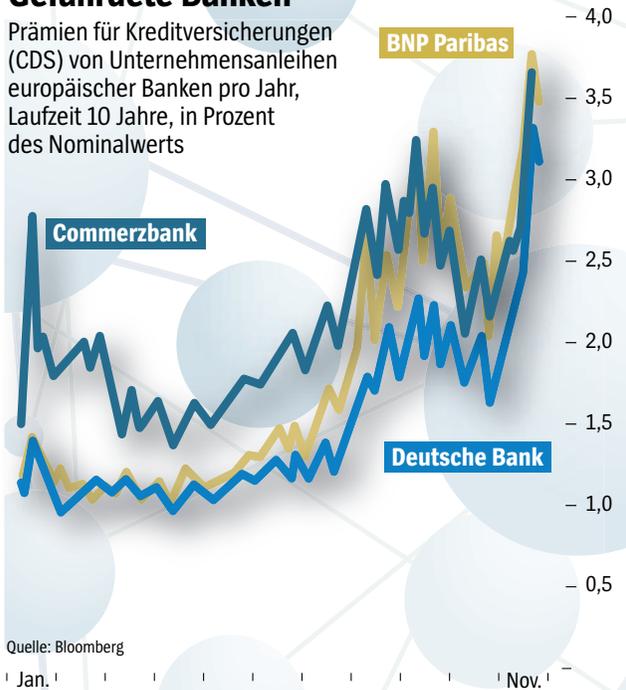
Angenommen, eine mittlere Bank in einer mittleren Stadt, die fiktive Fulda-Bank aus Fulda, vergibt einen Kredit, zum Beispiel an einen Unternehmer, der einen Spielzeugladen eröffnen will, und

sie in den Unternehmer setzte, richtig lag, wenn er zurückzahlt und der Kredit getilgt ist, verschwindet die Million aus den Büchern.

Die Fulda-Bank muss sich für das Geschäft doppelt absichern. Sie muss den Businessplan des Spielzeugladengründers prüfen; gleichzeitig muss sie ihre Kreditvergabe mit einer ganz besonderen Sorte Geldes absichern, die nur bei der Zentralbank zu haben ist. Nur wenn die Fulda-Bank über Zentralbankgeld verfügt, darf sie für den Spielzeugunternehmer eine Überweisung durchführen. Die Fulda-Bank leiht sich dieses Geld bei ihrer nationalen Zentralbank, der Deutschen

Gefährdete Banken

Prämien für Kreditversicherungen (CDS) von Unternehmensanleihen europäischer Banken pro Jahr, Laufzeit 10 Jahre, in Prozent des Nominalwerts



Quelle: Bloomberg

Wer sich gegen den Ausfall einer Unternehmensanleihe versichern will, kauft CDS. Je größer der Markt das Ausfallrisiko einschätzt, umso teurer die CDS.

Bundesbank in Frankfurt, sie hinterlegt Sicherheiten dafür, Wertpapiere, und zahlt einen Zins.

Die Höhe dieses Zinses bestimmen die 23 Bosse der Europäischen Zentralbank, wenn sie sich im 36. Stock in Frankfurt treffen, an einem ringförmigen Tisch in Konferenzraum C1, im schicken EZB-Hochhaus, das jetzt von der Zeltstadt der Occupy-Demonstranten belagert wird.

Die EZB-Direktoren legen den Leitzins fest. Je höher der Zins, desto teurer das Geld, desto mehr muss der Unternehmensgründer seiner Fulda-Bank bezahlen. Er könnte seine Pläne überarbeiten. Vielleicht reicht ein kleinerer Laden? Wenn er und andere Kreditnehmer ihre Geschäftspläne überdenken, zieht sich das System zusammen.

Ganz anders, wenn die Signale umgestellt werden, wenn der Leitzins gesenkt, das Geld billiger zu haben ist. Dann wird der Filialleiter der Fulda-Bank so freundlich wie nie, er hält dem Existenzgründer die Tür auf, wenn er kommt. Und wenn viele Banken so agieren wie die Fulda-Bank, wenn sie Kredite aus-

wenn der Spielzeugunternehmer den Filialleiter überzeugt, schreibt die Fulda-Bank dem Ladengründer eine Million auf seinem Konto gut.

Das ist Giralgeld, es ist plötzlich entstanden, „aufgepoppt“, wie Banker sagen. Denn diese Million nimmt die Fulda-Bank nicht etwa anderen Kunden weg, sie hat diese Summe aus dem Nichts produziert, dem Neu-Unternehmer vorgestreckt und sich dafür gleichsam verbürgt. Die Bank, innerhalb gewisser Grenzen, darf das. Wenn der Ladengründer für das geliehene Geld Ware kauft, wenn er seine Rechnungen bezahlt, wenn das Geld den Besitzer wechselt und von Konto zu Konto geht, „atmet“ die Bankwirtschaft und mit ihr die Realwirtschaft. Denn Kreditvergabe ist Geldschöpfung, auf Zeit. Wenn die Bank mit ihrem Vertrauen, das

geben, weitet sich das System, die Million wechselt vielleicht noch viele Male den Besitzer, theoretisch geschieht das fast unendlich oft, die Wirtschaft boomt.

Die Geschäftsbanken können aus 2 Euro, die sie bei der Zentralbank leihen, theoretisch 100 Euro Kredit machen. Zwei Prozent müssen sie als Mindestreserve bei der Zentralbank hinterlegen.

Resinek und seine Kollegen haben zurzeit die Zinsen auf Tiefststände gesenkt; Zentralbankgeld ist so billig wie nie. Aber es nützt nichts. Die Banken sind so vorsichtig wie nie. Der Geldmarkt ist eingefroren.

Dallas, Texas, Büro von Hayman Capital

Seit zwei Tagen ist Amerika damit beschäftigt, schlechte Nachrichten aus Washington zu verarbeiten. Ein Super-

Komitee zum Schuldenabbau hat – ergebnislos – getagt, Präsident Barack Obama sieht immer mehr wie ein Papiertiger aus, und die Republikaner wirken wie verantwortungslose Blockierer. Hedgefonds-Manager Kyle Bass glaubt dennoch, es sei noch zu früh, gegen die USA zu wetten. „Der Tag wird kommen, ganz bestimmt“, sagt er, „aber er ist noch nicht da.“ Was da ist, ist Europas Krise, riesig, dramatisch, größer noch, als sie sich der vorausschauende Hedgefonds-Manager aus Texas anfangs ausgemalt hatte.

Zurückgelehnt schaut Bass aus der texanischen Ferne zu, was den Regierungen in Europa gegen die Krise einfällt. Und eigentlich hat nichts vor seinem scharfen Urteil Bestand. Diesen Rettungsfonds etwa, jene Agentur in Luxemburg, jene „Fazilität“ EFSF, die als Geldtopf für bedrängte Länder funktionieren soll, hält er für eine „sagenhaft dumme Idee“.

„Verschuldete Staaten gründen einen Fonds, um ihre Schuldenprobleme zu lösen?“, fragt er. „Ist das ein Witz? Ich denke, schon. Und hier ist die Pointe: Welcher Investor hat sich gleich gemeldet, um Anteile zu kaufen? Japan natürlich, das am höchsten verschuldete Industrieland der Welt.“

Lachhaft findet Bass die Hoffnung, dass der totale Schuldenaufkauf durch die Europäische Zentralbank, nun immer lauter diskutiert, die Probleme lösen könnte. Er blättert in seinen Statistiken, beseht sich seine Balkendiagramme, die Kurven und Figuren. „Die Situation ist so verfahren, dass da keine ‚Lösung‘ mehr in Sicht ist. Es gibt in diesem Spiel keinen Retter. Und ich glaube auch nicht, dass sich die deutsche Regierung, die ich für die klügste in Europa halte, darauf einlassen wird, die EZB ex ante einzusetzen. Die Deutschen werden es ex post machen – nach dem Crash, nach dem großen Schuldenschnitt. Und Europa wird sich auch viel Geld beim IWF besorgen, weil sich die Welt diese Krise insgesamt nicht leisten kann.“

Einen Pragmatiker nennt sich Bass selbst, er strebt dem Ideal nach, allen Pessimismus und allen Optimismus aus seinem Denken zu verbannen und in einem Zustand des reinen Realismus anzukommen. Das Geld der Kunden von Hayman Capital steckt er in Aktien, Anleihen, Optionsscheine, 60 Prozent des Kapitals sind so investiert, mit dem Rest des Geldes „hedgt“ er sein Portfolio, hedgen heißt einhegen, es heißt, dass er Gegengeschäfte abschließt, um Risiko zu verringern.

Wenn sein Fonds etwa, theoretisch, viele deutsche Autoaktien hielte, würde

er im Gegenzug sicher auch darüber nachdenken, irgendwo ein billiges Zertifikat zu kaufen, mit dem sich auf den Niedergang der deutschen Autoindustrie spekulieren ließe. So geht Investieren, alle machen es so, das allererste Ziel aller Finanzmanager ist es, kein Geld zu verlieren. Hohe Gewinne sind die Kirsche auf dem Kuchen. Und manchmal, vor allem bei den Hedgefonds, sprudeln sie ausgerechnet aus den Gegengeschäften.

Nach den erfolgreichen Finanzzweiten gegen den Subprime-Markt analysierte Hayman Capital – mit eiskaltem Realismus – die Lage der Staaten. Bass ließ sei-

te 2008 an deckte er sich mit CDS auf Europas Schulden ein. Und über ein Jahr später, je weiter sich die Lage Griechenlands verschärfte, begann für Hayman Capital ein wildes Karussell des Geldverdiens. Bass stieg bald aus, „natürlich viel zu früh“, aber an einem bestimmten Punkt, sagt er, und das klingt seltsam aus dem Mund eines Hedgefonds-Managers, wäre es Wahnsinn gewesen, oder reine Zockerei, immer noch weiterzumachen.

Bonn, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Bei der BaFin sorgt sich die Abteilung Q 11 Finanzstabilität um den Anstieg der

CDS-Prämien für die Staatsanleihen vieler Länder. Die Anleger, heißt das, lassen sich die gestiegene Unsicherheit höher bezahlen. Nicht nur Versicherungen von Staatspapieren kosten mehr: „Unter den beobachteten Banken und Versicherungen gibt es international kein einziges Unternehmen, dessen CDS-Spread nicht gestiegen ist.“

Spread heißt eigentlich Spreizung, in der Investorsprache bezeichnet das Wort allerlei, im Falle der CDS ist es ein krummer Begriff für die anfallenden Gebühren: Ein CDS-Spread von 100 würde bedeuten, dass der Versicherungsvertrag 100 Basispunkte (ist gleich ein Prozent) der versicherten Summe kostet; wer dann Anleihen im Wert von einer Million Euro versichern wollte, müsste 10 000 Euro Jahresgebühr bezahlen.

BaFin-Chef Jochen Sanio und seine Leute hatten sich zur Abwechslung „mal eine ruhige Woche gewünscht“, doch danach sieht es überhaupt nicht aus. Für Sanio ist das Einfrieren des Interbankenmarktes „Ausdruck einer Vertrauenskrise“, und deren

Grad lässt sich auch an den hohen Zinsen ablesen, die zurzeit im Interbankenmarkt verlangt werden, auf dem sich die Banken gegenseitig Geld leihen. Die Werte der Lehman-Krise werden noch nicht ganz erreicht, aber „die Risikoaufschläge sind wieder dramatisch – ein Ausdruck tiefer Verunsicherung“.

Nach dem Lehman-Crash war das Vertrauen der Bevölkerung tief erschüttert, „und man musste dafür sorgen“, sagt Sanio, „dass kein Geldautomat leer lief und einen Bank-Run auslöste. Noch nie waren die Geldtransporter so oft unterwegs wie damals“.

Zu verhindern, „dass die Menschen massenhaft in Panik geraten“, sei das Wichtigste in solchen Krisensituationen. Das gilt nicht nur für Bankkunden, das gilt auch für die Anleger auf den Finanz-



Bank-Handelsraum in Frankfurt: Gefährlicher Dominostein

ne Leute im Büroklotz an der Cedar Springs Road in Dallas monatelang volkswirtschaftliche Daten sammeln, bei der Weltbank, beim Währungsfonds, bei nationalen Regierungen, Zentralbanken, und manchmal fand sich Nützliches auch im CIA Factbook, dem Jahrbuch des US-Auslandsgeheimdienstes.

Das heute Offenkundige – die gnadenlose Überschuldung Europas – blieb den Märkten damals, Mitte 2008, noch dunkel, ein dramatischer Fall von Marktversagen, aber Bass war schneller und sah besser als die anderen. Und er fürchtete sich auch nicht davor, als Sonderling zu gelten, während alle anderen Akteure – all die Banken und Versicherer, die Wall-Street-Zaren und Fondsmanager – noch immer mit gutem Gefühl Europas Staatsanleihen kauften. Bass tat das Gegenteil – von Mit-

märkten. Die Bundesbank konstatiert in ihrem „Finanzstabilitätsbericht 2011“, dass „ein ausgeprägtes Herdenverhalten“ dazu führt, dass das Finanzsystem heutzutage „exogene Schocks eher verstärkt, anstatt sie zu dämpfen“, der Gleichlauf der Finanzmärkte, der „in Stressphasen besonders ausgeprägt auftritt“, sei gefährlich.

Die Investmentstrategien der marktbeherrschenden Banken und die große Bedeutung von Derivaten verstärkten den Herdentrieb auf den Finanzmärkten: Wenn es früher auf dem einen Markt nach unten ging, ging es auf dem anderen oft nach oben. Heutzutage seien die Märkte so miteinander vernetzt und die Akteure so gleichgeschaltet, dass „die weltweite Entwicklung an den Aktienmärkten auch mit den Ausschlägen an den Rohstoff- und Devisenmärkten verknüpft“ sei.

Keine andere Bank ist auf so vielen Märkten dominierend wie die Deutsche Bank, darum gilt sie unter den „Sifis“ als einer der gefährlichsten Dominosteine im Weltbankensystem.

Die Deutsche Bank agiert in 70 Ländern, die Prüfer der BaFin konzentrieren sich auf die „Goldjungs“, auf die Händler, die am meisten zum Gewinn der Bank beitragen. Wo die höchsten Gewinne anfallen, liegen auch die größten Risiken, nach dieser einfachen Formel überprüfen die BaFin-Leute zusammen mit der Bundesbank die Geschäftspraktiken, auch die bei vielen Banken verbreitete Praxis, Risiken aus den Bilanzen in Schattenbanken zu verlagern.

Zweckgesellschaften, Spezialdienstleister und Beteiligungsfirmen betreiben ähnliche Geschäfte wie Banken, ohne den gleichen Eigenkapitalvorschriften und Auskunftspflichten folgen zu müssen. Seit 2002 ist das Geldvolumen, über das die sogenannten Schattenbanken herrschen, von 27 auf 60 Billionen Dollar angewachsen. In den USA vergeben die oft wenig bekannten Finanzfürsten schon mehr Kredite als die Banken – und oft zu wesentlich laxeren Bedingungen.

Investmentbanker, die ihren Job verlieren oder sich von neuen Vorschriften gegängelt fühlen, wandern deshalb gern auf die dunkle, man könnte auch sagen: freiere, wildere Seite der Finanzwelt ab.

Die Banken lagern Geschäfte aus, wo immer es geht. Vor der Finanzkrise betrieben die deutsche IKB oder auch Lehman Brothers Milliardengeschäfte über sogenannte Zweckgesellschaften, die oft nicht einmal in den Bilanzen auftauchten. Als die Risiken hochgingen, kam es zur Katastrophe.

Die Phantasie der Geldmanager brems-te das nicht. Sie haben längst andere Wege eingeschlagen, um ihre Bücher zu verschönern. „Regulatory Capital Relief“, Kapitalentlastung, heißt das jüngste Modewort in der Finanzbranche. Dafür werden Kredite nicht – wie vor dem Lehman-Crash – komplett über Zweckgesellschaften aus der Bilanz gezaubert, sondern auseinandergenommen, in Wertpapieren verbrieft und in Tranchen verkauft, ganz wie vor der Subprime-Krise. Lediglich ein kleiner Prozentsatz bleibt in den Büchern.

Die BaFin-Aufseher sehen voller Sorge, dass sich unter den Hedgefonds, „die kei-

ist am Vortag vom Flughafen direkt ins Büro gegangen, frisch rasiert und rosig, trotz elf Stunden Flug aus Peking. Sein Körper steht noch auf China-Zeit, da kann er genauso gut schon die E-Mails abarbeiten und die Nachrichtendienste lesen.

Die MEAG hat ihren Sitz in Münchens Bankenviertel am Oskar-von-Miller-Ring, in direkter Nachbarschaft zur Bayerischen Landesbank und zur Zentrale von Siemens. Es ist ein funktionaler Bau aus den fünfziger Jahren, zur Straße hin ist Kunst angebracht, von Gelb nach Rot changierende Lichtflächen. Von weitem sieht es aus, als werfe im Haus ein Kellerbrand seinen Schein. Nicht viele kennen den Namen MEAG. Aber über zehn Millionen Deutsche haben ihre Zukunft von dem abhängig gemacht, was in diesem Gebäude vor sich geht. Die MEAG verwaltet das Vermögen von zwei der wichtigsten deutschen Versicherungsunternehmen, Munich Re und Ergo.

Keinem, der eine Lebens- oder Krankenversicherung bei Ergo oder der DKV laufen hat, niemandem, der eine Unfallrente abschließt, kann es egal sein, was Reiner Back und seine 36 untergebenen Bond-Markt-Experten heute beschließen werden. Es wird ein wichtiger Tag werden. Als Erstes holt Back sich die Kurve Euro-Bund-Future auf den Schirm. In diesem Wertpapier spiegelt sich die Zinserwartung für die Schulden der Bundesrepublik Deutschland wider. Er wird sie bis zum Abend im Auge behalten.

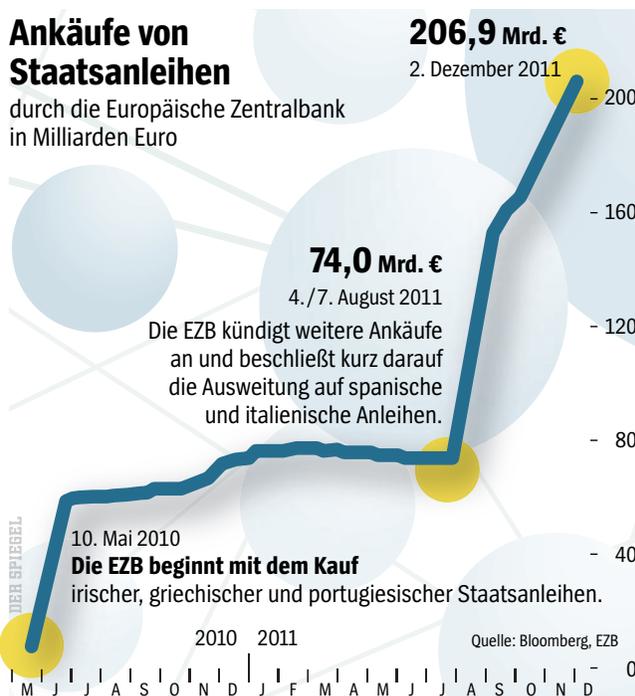
Reiner Back ist ein Mann ohne sichtbare Eigenschaften, bieder und grundsollide. Er wollte eigentlich mal Archäologe werden, sagt er. Nun ist er mit seiner Abteilung einer der großen Akteure auf dem Bond-Markt. Er ist derjenige, der entscheidet, ob er Spanien, Italien, Frankreich nächste Woche noch für so kreditwürdig hält, dass er ihnen ihre Staatsanleihen abkauft.

Die Schatzämter dieser Staaten brauchen das Geld, um fällige Schulden bezahlen zu können. So dringend, dass sie teils Rekordzinsen bieten, sechs, sieben Prozent. Ihre Papiere halten das Projekt Europa am Leben. Wenn Staaten kein Geld mehr geliehen wird, heißt das, die Anleihemärkte haben kein Vertrauen mehr in diese Regierungen. Die Regierungen in Rom, Madrid, Paris rechnen auf Leute wie Reiner Back. Sie brauchen sein Vertrauen. Sie zählen auf ihn.

Aber Reiner Back ist skeptisch. Denn die 170 Milliarden Euro in seinem Portfolio sind zum großen Teil Ersparnisse

Ankäufe von Staatsanleihen

durch die Europäische Zentralbank in Milliarden Euro



Die europäische Staatsschuldenkrise begann damit, dass einige Länder immer höhere Zinsen für ihre Anleihen bieten mussten. Um diese Länder zu entlasten, kaufte die EZB im Mai 2010 erstmals Anleihen auf. Das Volumen schwoll an, als auch Italien und Spanien sich am Markt nicht mehr refinanzieren konnten.

ner wirklich überwacht“, einige darauf spezialisieren, besonders gefährliche Risiken anzuhäufen. Anders als die meisten Mitglieder des Financial Stability Board, des internationalen Gremiums von Finanzaufsichtern, glaubt der BaFin-Chef, dass allein dieses riskante Spiel jederzeit eine Krise auslösen kann. Wenn Hedgefonds zusammenbrechen, können sie die großen Investmentbanken, die ihre Hauptkreditgeber sind, leicht mit in den Untergang reißen.

DONNERSTAG, 24. NOVEMBER NOCH 15 TAGE BIS ZUM EURO-GIPFEL

München, Zentrale der MEAG-Vermögensverwaltung (Anleihemarkt)

Reiner Back, bei der MEAG Leiter Portfolio-Management für den Rentenmarkt,

von kleinen Leuten, die Lebensversicherungen gekauft haben, für ihren Lebensabend. Die haben einen Anspruch darauf, ihr Geld verzinst zu bekommen.

Deshalb kauft Back keine Griechenland-Papiere mehr. Italien-Anleihen hat er in den vergangenen Monaten auf den Markt geworfen und damit indirekt Berlusconi aus dem Amt gejagt. Aber meist macht er gar nichts – und das ist schlimmer als alle Attacken von Spekulanten.

Er ist bei europäischen Anleihen in einen Käuferstreik getreten, so wie andere große Investoren auch. „Wir haben unsere Risiken verstärkt aus der Euro-Zone herausdiversifiziert“, sagt Back. Das ist schlimmer, als es klingt. Es heißt, dass Back den Euro-Staaten kein Geld mehr leihen will. Weil er ihren Regierungen nicht mehr vertraut.

Bewegt er damit den Markt? Kein noch so mächtiger Akteur auf den Finanzmärkten würde das von sich behaupten. Tatsächlich nimmt sich selbst das chinesische Engagement klein aus gemessen am Volumen des Anleihemarkts. Es dürfte eher so sein, dass der Markt nicht von den großen Anlegern bestimmt wird, sondern von der großen Masse der Kleinanleger.

Und wann ändert sich die Bewegung des Marktes? Wenn Wendepunkte erreicht sind: Irgendwann werden die Zinsen so hoch (oder so niedrig), dass die

ersten Investoren anfangen, an eine baldige Wende zu glauben. Und dann genügt ein kleiner Impuls, ein Gerücht, ein politisches Signal, und der Trend dreht.

Frankfurt, Zentrale der DWS (Aktienmarkt)

In Frankfurt sitzt Thomas Schüssler vor seinem Bildschirm und sieht dem Dax beim Flattern zu. Der deutsche Leitindex stieg am Morgen, dann fiel er, am Nachmittag drehte er schlagartig ins Minus, als Bloomberg vermeldete: „Merkel rules out Euro Bonds“, Merkel gegen Euro-Bonds. „Wieder ein paar Hoffnungen zerstört“, sagt Schüssler, „alles in die Tonne“.

Dass die Rating-Agentur Fitch am Vormittag bekanntgegeben hatte, sie würde Portugal auf Ramschniveau herabstufen, hatte an den Aktienmärkten dagegen niemanden mehr interessiert. „Portugal ist raus aus dem Markt“, sagt Schüssler. „Der Kurs, zu dem Portugal handelt, entspricht ohnehin Ramschstatus. Portugal ist keine Nachricht mehr.“

Am Vortag war Deutschland bei einer Auktion für seine Staatsanleihen nur etwas über 60 Prozent der angebotenen Anleihen losgeworden, die schlechteste Quote seit langem. „Die Krise erreicht Deutschland“, hatte Schüssler gesagt, die Nachricht sei „ein klarer Warnschuss“, Deutschland werde „in die Krise reinge-

zogen“. Das Schicksal von Spanien und Italien sei eben doch nicht isoliert von Deutschland zu betrachten.

München, Zentrale der MEAG-Vermögensverwaltung (Anleihemarkt)

Reiner Back muss an diesem Donnerstag entscheiden, ob die MEAG sich aus dem europäischen Bond-Markt noch weiter zurückzieht. Der Verkaufsflop der deutschen Staatsanleihe macht ihm zu schaffen, er ist ein Alarmzeichen.

Die auf zehn Jahre laufende Bundesanleihe heißt kurz „the Bund“ und ist in Euro-Land das Maß aller Dinge, eine Art Urmeter im Rentenmarkt. Wenn Italiens Staatstitel einen „Spread“ von 220 Basispunkten haben, heißt das, Italien muss dem Markt 2,2 Prozentpunkte mehr Zinsen für seine Anleihen anbieten als Deutschland.

Staatsanleihen werden in einer geschlossenen Auktion direkt an die Investoren verkauft. In Deutschland findet eine Auktion immer montags und mittwochs statt, immer um kurz vor elf Uhr. Die Grunddaten, Laufzeit und Volumen, werden schon fünf Handelstage vor der Auktion bekanntgegeben, damit die potentiellen Investoren ein wenig Zeit zum Nachdenken haben. Eine ausgewählte Gruppe von Bieter, global operierende Banken, große Fonds, werden einen Tag

vorher um Gebote gebeten. In normalen Zeiten eine reine Routineveranstaltung.

Aber nicht gestern. Der Markt wollte nicht. Back wollte nicht. Der Bund bot zwei Prozent. Aber die Millionen Kunden der Ergo Lebensversicherung haben einen vertraglichen Anspruch auf eine Mindestrendite von durchschnittlich 3,3 Prozent. Selbst die Inflationsrate liegt höher als das, was der Bund bietet. Das war Back zu wenig.

Und auch sonst reichten die abgegebenen Gebote bei weitem nicht aus. Von der auf sechs Milliarden Euro angelegten Bundesanleihe fanden nur 3,89 Milliarden einen Interessenten, solche Flops kommen, selten, schon einmal vor. Aber in nervösen Zeiten wird jedes Marktereignis doppelt auf seine Bedeutung abgeklopft. Und seit langer Zeit war die Unterbietung bei einer Bund-Auktion nicht so hoch. Die ersten Analysten werden zitiert, von „Käuferstreik“ und „Desaster“ ist die Rede.

Um 9 Uhr, kurz nach Handelsbeginn, ruft Back seine 36 Portfolio-Manager zusammen. Er redet kurz, dann verabschiedet er die Kollegen mit der Botschaft, dass sie weiter kleine Schritte gehen sollen. Kein massiver Einstieg in Südeuropas Anleihemärkten, obwohl deren Renditen bei über sieben Prozent liegen. „Wer zu früh kommt, den bestraft das Leben“,

sagt er. Auch von Bundesanleihen sollen sich die Kollegen aktuell fernhalten.

Bonn, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Für den Donnerstag weist MaRiA, die Markt- und Risikoanalyse der BaFin, wieder besorgniserregende Kurven auf. Die CDS-Spreads, die Preise der Kreditversicherungen, laut BaFin-Chef Sanio inzwischen der meistbeachtete Krisenindikator, haben sich weiter nach oben bewegt, die Prämien zur Absicherung von portugiesischen, belgischen, niederländischen, spanischen und griechischen Staatsanleihen sind gestiegen, ebenso die Prämien für deutsche und italienische Bankanleihen.

Nicht immer haben solche Bewegungen mit dem Bedürfnis nach mehr Sicherheit zu tun. Oft haben sich gewisse Finanzakteure skrupellos bedient, was sich Sanio mit „den gefährlichen Anreizen“ in den Märkten erklärt: „Wenn ich dort mit windigen Finanzprodukten ein Vielfaches von dem verdienen kann, was ich für den Rest meines Lebens brauche, dann handele ich natürlich damit, und es ist mir egal, wenn hinterher alles über den Jordan geht.“

Als Kontrolleur der Märkte, die so funktionieren, muss man deshalb immer mitdenken, dass jeder Regulierungsversuch nur zur Suche nach neuen Schlupf-

löchern führt, zur Suche nach Finanzprodukten, die die Regeln aushebeln. Zugleich aber gesteht Sanio den Banken zu, mit dem massenhaften Kauf europäischer Staatsanleihen nicht gezockt, sondern nach einer risikolosen Anlageform gesucht zu haben. Nun würden sie in der Öffentlichkeit „wie ein Lamm zur Schlachtbank“ geführt.

München, Zentrale der MEAG- Vermögensverwaltung (Anleihemarkt)

„Der Markt verharrt in Angststarre“, sagt Reiner Back mit einem Blick auf die vier Bildschirme, die auf seinem Schreibtisch stehen. Die Deutsche Bank hat gerade eine Studie zu den Euro-Bonds geschickt. Er überfliegt die Studie. Nichts fürchtet Back mehr als diese Bonds, die eine gesamtschuldnerische Haftung Deutschlands für alle Euro-Länder bedeuten, vor allem, wenn keine konkreten, sanktionsbehafteten Sanierungsschritte vorgesehen sind.

Es ist schwer in diesen Zeiten, eine Lage vernünftig zu beurteilen, zu entscheiden, welche kleinen Schritte jetzt zu gehen sind. Die kleinen Entscheidungen, sagt Back, machen den Markt aus, und als Investor ist man den Politikern am besten immer vier, fünf Züge voraus.

Bond-Manager wie Back sind nicht der große Unbekannte. Sie sind der kleine Mann von nebenan, der eigentlich nichts

anderes tut, als dauernd auf Nummer sicher zu gehen. Wenn Back deshalb die Politiker über „die Spekulanten“ reden hört, wird seine Stimme spitz. Dann fühlt er sich gemeint, und zu Unrecht: „Wir spekulieren nicht gegen europäische Staatsanleihen“, sagt er dann, „wenn die Kurse der Anleihen fallen, verlieren alle Investoren.“

Backs Arbeitgeber Munich Re kann das sogar genau beziffern. Im Jahr 2011 hat der Rückversicherer exakt 933 Millionen Euro auf seine Investitionen in Griechenland abschreiben müssen. Nur ein Schadenfall, der Tsunami in Japan, war in diesem Jahr für den Rückversicherer noch viel schlimmer. Aus seiner Sicht war der Zahlungsausfall Griechenlands so etwas wie eine Atomkatastrophe für die Anleihenmärkte. Zum ersten Mal in seiner 25-jährigen Berufslaufbahn hat Back erleben müssen, dass ein westeuropäischer Staat de facto Konkurs angemeldet hat. Das hat für ihn und seine Kollegen die Spielregeln geändert.

Seitdem sitzen Back die Risikomanager im Konzern im Nacken. Gewissheiten zählen nicht mehr. Um nicht noch einmal hohe Abschreibungen machen zu müssen, hat er in jüngster Zeit Italien-Risiken verkauft. Das Risiko dort sei um 1,4 Milliarden Euro reduziert worden, meldete sein Finanzvorstand bei der Vorlage der Zahlen für das dritte Quartal.

Während Back seine Teamsitzung hat, sitzt der Vorstand der Munich Re in seiner Herbstklausur und lässt sich von seinen Volkswirten die wichtigsten Szenarien schildern. Eines davon: das Ende des Euro. Das wahrscheinlichere: Am 9. Dezember wird die Entscheidung für den Euro-Bond fallen. Die Kanzlerin wird bis dahin gegenhalten, um möglichst feste Sparzusagen von den Schuldenländern herauszuhandeln.

**MONTAG, 28. NOVEMBER
NOCH 11 TAGE BIS ZUM EURO-GIPFEL**

New York, Wall Street, Devisenabteilung einer Großbank (Devisenmarkt)

Schon am frühen Morgen ist die Wall Street an diesem Montag stark in Bewegung, in Europa wird seit Stunden gehandelt, die Börsen liegen stark im Plus, das sind gute Nachrichten für den Devisen-Derivate-Händler Ben Koch. Nicht, weil es endlich positive Nachrichten aus Europa sind, nicht, weil es überall endlich nach oben geht.

„Ob nach oben oder unten, ist für uns egal“, sagt Koch. Hauptsache, es gibt überhaupt Bewegung, „denn darauf handeln wir.“ Für den Händler und seine Geschäfte

ist es am Ende egal, ob der Euro bei 1,10 Dollar oder 1,50 steht, was zählt, ist der Weg dorthin, die starke Schwankung des Wertes, das Auf und Ab, in dessen Wechselfällen sich mit Gewinn kaufen und verkaufen lässt: „Es geht allein um die Volatilität.“ Es ist ein lohnendes Geschäft in dieser Zeit, in der die Volatilität stets hoch und das Risiko stets groß scheint. Seine Bank hat mit Devisen-Derivate-Geschäften Hunderte Millionen Dollar Gewinn gemacht.

Bremen, Handelsraum der Landesbank (Devisenmarkt)

Der Bremer Devisenhändler Frank Möller hat nach acht schleppenden Handels-

Finanzministerium dort, ließ wissen, dass solche Bonds nicht geplant seien. Aber das ändert nicht viel.

Die Devisenhändler und viele ihrer Anleger kümmern sich nicht um die Dementis. Der Euro/Dollar-Kurs steigt von 1,3290 auf 1,3376. Die Anleger kaufen wieder Euro, weil sie glauben wollen, dass in den beiden Meldungen ein Körnchen Wahrheit steckt, so interpretiert Möller den Kursverlauf. „Die Anleger hoffen, dass Europas Politiker sich endlich bewegen, dass die Euro-Bonds, in welcher Form auch immer, kommen.“

Es sind Hoffnungskäufe, gespeist durch Gerüchte, Stimmungen, Erfahrungen.

„Der einzelne Anleger tut es, weil er weiß, dass viele andere Anleger es auch tun“, sagt Möller. Den Rest erledigen die hektischen Daytrader, die ein paar Stunden, ein paar Minuten oder ein paar Sekunden lang einen Trend surfen, und große Teile des Geschäfts haben die Maschinen übernommen, Computerprogramme, die nach komplizierten Algorithmen Aktien in Millisekunden kaufen und wieder verkaufen, um winzigste Kurschwankungen auszunutzen. Die Herde ist los.

New York, Wall Street, Devisenabteilung einer Großbank (Devisenmarkt)

Am Mittag bewegen sich fast alle Märkte und Anlageklassen kräftig, Gold plus 1,7 Prozent, Öl plus 1,8 Prozent. Die Einzelhandelszahlen vom Thanksgiving-Wochenende sind gut, sie sind sehr gut, ein Plus von 16 Prozent gegenüber dem Vorjahreswert, auf solche Daten wartet Ben Koch, denn sie bedeuten, dass die Finanzwelt sich dreht, und seine Kunden müssen reagieren. „Dann gibt es die höchste Volatilität.“

Deswegen wird vor allem an Tagen viel gehandelt, an denen es wichtige Nachrichten gibt: am ersten Freitag im Monat, wenn die amerikanischen Arbeitsmarktdaten veröffentlicht werden, und immer, wenn es Zinsentscheidungen gibt.

Ab und an scheint es so, als bewegten sich die Währungen nicht im Wechselspiel der Marktkräfte, sondern als würden sie getrieben von Einzelnen, von mächtigen Spekulanten. So sehen es Politiker und Öffentlichkeit in Europa gern, beschworen wird dann eine Verschwörung gegen den Euro, angeführt von sinistren Hedgefonds-Managern, und Gerüchte machen die Runde, von Abendessen in Ederrestaurants in Manhattan, wo beschlossen wird, wohin die Weltreise morgen geht.



Devisenhändler Möller in Bremen: „Er tut es, weil viele es tun“

JORG MÜLLER / AGENTUR FOCUS / DER SPIEGEL

tagen endlich wieder gut zu tun. Seine Kunden, mittelständische Importeure, rufen an, einer nach dem anderen. Sie wollen Dollar kaufen, denn zwei Nachrichten treiben den Euro/Dollar-Kurs heute nach oben und damit den Wert des Dollar nach unten.

Die erste Nachricht hat die italienische Zeitung „La Stampa“ in die Welt gesetzt: Unter Berufung auf IWF-Kreise schrieb sie, dass es Gespräche gebe zwischen dem Internationalen Währungsfonds und der italienischen Regierung über ein Unterstützungspaket von 600 Milliarden Euro.

Die Meldung wurde von einem Sprecher des IWF dementiert, und ebenso ging es mit der Meldung, dass europäische Regierungen „Elite-Bonds“ planen, Anleihen, ausgegeben vom kleinen Club der Triple-A-Staaten Europas. Berlin, das

Ben Koch sagt, das sei „absolut unmöglich“, jedenfalls in den großen Währungspaaren wie Euro/Dollar. Der Markt ist zu enorm, zu liquide, selbst für eine Zusammenrottung der großen Spekulanten. „Wenn die chinesische Zentralbank auf einen Schlag vier Milliarden Euro kauft, dann geht der Kurs Euro/Dollar vielleicht für einen Moment von 1,3400 auf 1,3450, wenn überhaupt“, sagt Koch. Währungen bewegten sich nur, „wenn alle in eine Richtung laufen“.

Anders sehe es bei Währungspaaren aus, die wenig gehandelt werden, russischer Rubel/südafrikanischer Rand etwa oder britisches Pfund/norwegische Krone. Da können kleinere Einsätze eine Währung bewegen, nicht allzu stark und nicht allzu lange, aber doch genug, damit es sich lohnt. Wenn etwa ein Derivatehändler der Bank im großen Stil darauf gewettet hat, dass der ungarische Forint gegenüber dem britischen Pfund um 15. Dezember um 12 Uhr bei 365 steht, und drei Stunden vor der Deadline liegt er bei 362, „dann kann es schon vorkommen, dass der Kassahändler auf der anderen Seite des Ganges die Ansage bekommt: Kauf so lange Forint, bis er die 365 überspringt.“

Dallas, Texas, Büro von Hayman Capital

Die Rating-Agentur Moody's schlägt Alarm, ihre Kreditforschungsabteilung sieht eine „rapide Eskalation“ der europäischen Staats- und Bankschuldenkrise, alle Staaten seien nun am Haken, auch Deutschland. Die Kreditrisiken, schreibt Moody's seinen Kunden, auch an Kyle Bass' Hedgefonds, würden täglich größer, weil die Politik keine Mittel finde, die Lage zu stabilisieren.

Manche Zeilen des nüchternen Reports klingen fast so, als seien die Autoren empört über die Unfähigkeit der Politik, über die „institutionelle Schwäche“ der Euro-Zone, die doch im Grunde über „hervorragende wirtschaftliche und finanzielle Kraft“ verfüge. Sie stehe aber nun an einer Wegkreuzung: rasche, weitgehende Integration – oder Zerfall.

Was Moody's schreibt, können Investoren wie Kyle Bass tagtäglich in Kurzfassung den Kurven und Tabellen des CDS-Markts entnehmen. Bass glaubt an diesen Markt der Kreditversicherungen, und er ist damit nicht allein. Die täglich ermittelten Spreads – die Höhe der Gebühren, die für Ausfallversicherungen zu zahlen sind – gelten in der gesamten Finanzbranche als schonungsloser und relativ realistischer Spiegel der Wirklich-

keit, als aussagekräftiger Schnappschuss der Kreditwürdigkeit eines Landes oder einer Firma. Bass nennt sie ein „Fieberthermometer“.

Natürlich, in wilden Zeiten wie diesen zeigt der CDS-Markt auch die Panik an, den Herdentrieb, die Spreads bilden dann eher eine Stimmung ab, als dass sie den Zustand eines Betriebs oder eines Staats nüchtern abbildeten. Und doch kann sich kein Investor leisten, sie zu ignorieren. Sie bleiben ein Spiegel, der die Lage schneller erfasst als die Rating-Agenturen, die manche Länder noch mit einem dreifachen A bewerten, die der Markt längst Richtung junk absteigen sieht.

wären Etikettenschwindel, und vermutlich wissen das die Regierungen auch längst.

Also treiben die Märkte die Politik vor sich her? Kyle Bass sieht es anders. „Mach nicht den Spiegel dafür verantwortlich, wenn du hässlich bist“, sagt er kühl. Wobei er allerdings zugeben muss, dass der Spiegel manchmal Zerrbilder zeigt und dass er seit einem Jahrzehnt auch immer wieder ganz beschlägt – dann irren die Märkte, wie im Fall der Subprime-Kredite, wie lange Zeit im Fall der europäischen Staatsschulden. In diesen Phasen kann Bass seine wilden Wetten platzieren, weil er besser sieht als die große Herde.

Es sind deshalb auch verwirrende Zeiten. Glaubenssätze, an die viele Ökonomen geglaubt haben wie an die Zehn Gebote, sind angekratzt. Die „unsichtbare Hand“, die Adam Smith im Markt am Werk sah, oder die seit 20 Jahren gültige Vorstellung, dass sich der Kapitalismus und seine Spieler wie von selbst regulierten – diese Theorien wanken. Bass ist sich dessen bewusst.

„Was geht da draußen vor?“, fragt er. „Sind unsere Modelle noch intakt? Sind die Gewissheiten, von denen wir alle seit Jahrzehnten ausgehen, zerbrochen? Haben wir ein fundamentales, unverstandenes Problem? Die Antwort lautet: ja.“

New York, Wall Street, Devisenabteilung einer Großbank (Devisenmarkt)

„Es ist ein komischer Tag“, sagt Devisenhändler Ben Koch. Viele Gerüchte schwirren im Markt, viele kleine Nachrichten, „aber nicht das eine sichere, große Ding, das tiefgreifende Auswirkungen hat.“ Natürlich bewegen Gerüchte den Markt, manche sogar sehr, aber es besteht immer

die Gefahr, „dass alles wieder zurückrollt“ und jeden kaltes erwischt, der sich zu weit aus der Deckung wagt.

Noch immer beschäftigt Koch deswegen die Frage, ob das aufsehenerregendste Gerücht des Tages tatsächlich stimmt: Der IWF werde Italien mit Krediten helfen. Im Chat auf dem Bloomberg-Monitor wird darüber heiß diskutiert. Der Chat ist so etwas wie das Expertenforum und gleichzeitig der Meinungsmacher der Devisenmanager: Fast tausend Händler und Analysten rund um die Welt sind meistens in das Online-Forum eingeklinkt, sie tauschen Nachrichten aus und gewichten sie.

So verbreiten sich selbst kleinste Meldungen aus den entferntesten Regionen rasend schnell, durchdringen die Finanzwelt, aufgeladen mit Meinungen und Stimmungen. So wird der Markt beein-



Der Stressindikator hilft die Nervosität auf den Märkten abzubilden. Sie war nie größer als kurz nach der Lehman-Pleite; der damals erreichte Wert wird hier als Referenz verwendet.

Bass bekommt täglich profunde Meldungen über die Lage am CDS-Markt. Die 13 Banken und Finanzinstitute, mit denen er Geschäfte macht, melden ihm jeden Tag sechsmal, wie sich die CDS-Verträge verkaufen, welche Preise erzielt werden, wie die Spreads laufen.

Bei Hayman Capital haben sie eine Software entwickelt, die die Daten in leicht lesbare Tabellen verwandelt – man muss nur einen Namen, ein Land anklicken und bekommt sofort die komplette Übersicht.

Diese Listen sagen: Der Plan für Elite-Bonds der Dreifach-A-eingestuften Euro-Staaten, so es ihn denn gibt, wäre von Geburt an zum schnellen Sterben verurteilt. Der Markt – kritischer als die behäbigen Rating-Agenturen – sieht kein Dreifach-A-Land in Europa mehr. Die Anleihen

flusst, seine Intelligenz ist die Masse. Was aber, wenn die Entscheidungen an wenigen hängen, weil etwa die Wall Street geschlossen ist, weil es mitten in der Nacht ist in Amerika oder gleichzeitig in halb Europa Feiertag? „Dann können die Ausschläge schnell groß werden“, sagt Koch.

**Bonn, Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht**

Für den Montag liefert MaRIA ausnahmsweise viele grüne Zahlen in den Charts – sie signalisieren dem schnellen Betrachter abnehmendes Risiko. Sind die Zahlen für den Geldmarkt oder den CDS-Markt rot, heißt das: „Risiko hat zugenommen.“

Auf dem Geldmarkt hat das Risiko zugenommen und bei CDS für griechische Staatsanleihen und irischen Bankanleihen. Die Hoffnung „auf eine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise“ hat die Märkte in den grünen Bereich gebracht.

Die Sprache der Finanzaufseher und Analysten hat sich in den vergangenen Monaten dramatisiert, von „Ansteckungseffekten“ ist die Rede, von der „Bazooka“, mit der man die Märkte ins Visier nehmen sollte, oder gar von der „Nuklearoption“ – die Sprache der Pandemie, des Krieges oder des Atomschlags muss herhalten, um Befürchtungen und Vorschläge auszudrücken. Eher eine Wasserpistole als eine Bazooka sieht BaFin-Chef Sanio in den Händen der Verantwortlichen. Vertrauen zu schaffen in den Märkten sei jetzt das beste Mittel.

Nach dem Schock des Lehman-Crashes habe große Einigkeit bestanden, mit harter Finanzmarktregulierung die Fehlentwicklungen der vergangenen beiden Jahrzehnte umfassend zu korrigieren, sagt Sanio. Dieser gemeinsame Wille sei heute nicht mehr überall zu erkennen: „Es gab nur ein kurzes Zeitfenster, in dem nationale Interessen völlig zurücktraten.“ Heute führe man in wichtigen Regulierungsfragen wieder längere Diskussionen im Financial Stability Board, dem obersten Koordinierungsgremium, in dem Aufseher der G-20-Staaten versammelt sind. Am Ende erziele man zwar immer einen Kompromiss, doch dabei bleibe mitunter die eine oder andere Hintertür offen.

Doch von Gipfeltreffen zu Gipfeltreffen hat besonders der Wille der US-Regierung und der Briten nachgelassen, die Finanzmärkte stärker zu regulieren: In London fallen 30 Prozent aller Erträge der Finanzbranche in Hedgefonds an, und

auch die US-Regierung steht unter großem Einfluss der Wall Street.

**MITTWOCH, 30. NOVEMBER,
NOCH 9 TAGE BIS ZUM EURO-GIPFEL**

**Frankfurt, Zentrale der DWS
(Aktienmarkt)**

„Wer hat denn mehr Informationen als der Markt?“, fragt DWS-Fondsmanager Schüßler. „Irgendeine Regierungsstelle? Ein Professor? Auf Grundlage welcher Daten denn? An den Märkten spielen viele Spieler mit hohen Einsätzen; so bildet sich der perfekte Erwartungswert.“ Kurz nach zwölf springt Schüßler auf. „Da tut



Bundesbanker Resinek (r.): Der Big Bang der Woche

sich was!“ Es dauert ein paar Minuten, bis Bloomberg die Erklärung für die Kursbewegung nachliefert, die Schüßler gerade beobachtet hat. Die chinesische Regierung hat die Mindestreservesätze für Banken gesenkt, die Banken in China kommen leichter an Geld, das wird die Kreditvergabe erleichtern, chinesische Importe befeuern und auch die deutsche Exportwirtschaft beflügeln – der Dax dreht sofort ins Plus, offenkundig rechnen viele derart schnell im Kopf.

Beim Mittagessen ist Schüßlers Laune zum ersten Mal seit Tagen blendend. Vor ein paar Tagen hat er mit einem Rohstoffexperten der DWS gewettet, dass der Ölpreis die Marke von 100 Dollar reißen werde, „Knock-out-Lunch“ nennt Schüßler das. Weil er die Wette gewonnen hat, sitzt er jetzt in der DWS-Kantine vor ei-

nem bunten Salatteller mit Falafel-Talern und Balsamico-Dressing.

**Frankfurt, Gebäude der Bundesbank,
Zentralbereich Märkte (Geldmarkt)**

Marc Resinek, der Zentralbanker aus Frankfurt, ist gerade vom Mittagessen zurück, um 14.01 Uhr wird die Meldung Nummer 96 der EZB-Pressestelle ins Netz gestellt, sie trägt den schönen Titel: „Coordinated central bank action to address pressures in global money markets“, zu Deutsch: Die Notenbanken der Welt haben sich zusammengetan, um Dollar, Euro, Yen, Schweizer Franken und Pfund global verfügbar zu machen. Damit die Wirtschaft weiter pumpt. Resinek hat von dieser Maßnahme gewusst. Was ihn überrascht, das ist die überwältigende Reaktion der Märkte. Das Geldmanöver der Zentralbanken wird der Big Bang dieser Woche sein.

Die Aktion hat zur Folge, dass die Banken der Euro-Zone den Dollar jetzt um die Hälfte billiger bekommen, zu einem Zins von 0,5 statt 1,1 Prozent. Der Dollar wird leichter verfügbar, aber auch Yen, Euro, Pfund und Franken könnten im Bankensystem günstig bereitgestellt werden. Es wird auch deshalb leichter, an Dollar zu gelangen, weil die Banken im Gegenzug weniger Sicherheiten hinterlegen müssen.

Das Programm ist gedacht als Arznei gegen die schlimmsten Krisensymptome des Augenblicks: Mehr US-Dollar im Geldmarkt zu niedrigerem Zins soll es den Banken leichter machen, miteinander zu handeln, und das größere Handelsvolumen soll wieder mehr Vertrauen schaffen zwischen den Banken, der gefrorene Markt soll endlich wieder auftauen.

Eine konzertierte Aktion wie diese ist nicht unbedingt eine historische Sensation; aber der Aktienmarkt, der Devisenmarkt, der Derivatemarkt, der Bond-Markt, alle Märkte reagieren. Der Dax wird im Laufe des Tages um 6,3 Prozent steigen, die Kurse der Banken um 6,2 Prozent, der Euro wird um knapp zwei Prozent nach oben ziehen.

Marc Resinek, der Bundesbanker, sieht die Reaktionen mit gemischten Gefühlen: Zwar reagieren die Märkte zu euphorisch, was vielleicht psychologisch zu erklären ist, aber es ist ganz schön, dass es mal eine positive Reaktion gibt.

**New York, Wall Street, Devisenabteilung
einer Großbank (Devisenmarkt)**

Der Markt ist im „Risk on“-Modus: Aktien rauf, Euro rauf. Die konzertierte Aktion der Zentralbanken hat alle über-

rascht, aber die Reaktion kommt sofort. Devisenhändler Ben Koch wird mit Preisfragen bombardiert. An solchen Tagen müssen die Währungsprofis besonders aufpassen. Sie müssen die immensen Zinsverschiebungen hedgen, sie müssen die Risiken verteilen, sie müssen viel Geld bewegen und bei der Preisfindung sicher sein.

Das Risiko wird dabei nie für einzelne Derivategeschäfte gesondert betrachtet, sondern über das ganze Währungsbuch, über alle Derivate zusammen, denn jedes Geschäft wird wieder mit vielen anderen abgesichert, es entsteht ein Wechselspiel aus Abhängigkeiten und Variablen.

Der Händler spricht vom „dynamischen Hedgen“, es bedeutet, dass „hinter jedem Geschäft eine ganze Absicherungsstruktur steht“. Und es bedeutet auch, dass der Händler „vorher nie mit Sicherheit sagen kann, was ein einzelnes Derivat uns am Ende kosten kann“.

Das vermindert die Gefahren für die Bank, aber so wird es noch schwieriger, ein einzelnes Geschäft zu verstehen, Ursache und Wirkung nachzuvollziehen. Selbst scheinbar simple Geschäfte werden hochkomplex, zum Beispiel eine „One Touch“-Wette: Ein Investor wettet etwa mit der Bank um eine Million Dollar, dass innerhalb der folgenden 30 Tage der Euro einmal den Wert von 1,40 Dollar berührt, „one touch“. Tritt der Fall ein, muss die Bank dem Investor eine Million Dollar zahlen. Wenn nicht, kassiert die Bank eine Wettprämie, der Investor geht leer aus. Sein Maximalverlust ist auf die Höhe der Prämie begrenzt.

Ben Koch kann die Grundzüge eines solchen Derivats nicht in einfachen Worten erklären, er versucht es, aber er verliert sich sofort in Fachbegriffen: Es komme auf das Vega an, das das Risiko der Volatilität annäherungsweise beschreibt. Und auf das Short Gamma. Auf das Angleichen des Delta Hedge. Und hier ist, wie gesagt, nur die Rede von einem relativ einfachen Deal.

Es gibt bei weitem komplexere Geschäfte, mit zahllosen Wenn-dann-Variablen, sie nennen sich „Target Redemption Forward“ oder „Window Reverse Knock-out“, und manchmal haben solche Wetten einen Umfang von Milliarden Dollar. Wenn sie aber so irrsinnig kompliziert sind, dass nur noch Genies die Deals verstehen – warum nicht einfach die Finger davon lassen? Für einen Moment wirkt Ben Koch überrascht. Er zuckt die Achseln, er sagt: „Ganz einfach: Weil wir Geld damit verdienen können.“

München, MEAG-Zentrale (Anleihemarkt)

Kurz nach 14 Uhr erscheint die Meldung auf den Computerschirmen aller Anlagemanager der MEAG, dass die Zentralbanken in Europa, Nordamerika und Japan eine konzertierte Aktion gegen die Liquiditätsklemme der Finanzkonzerne starten. Reiner Back analysiert die Konsequenzen für seinen Markt: Europäische Banken können sich nun billiger mit Milliarden Dollar vollsaugen, ihre Gewinne können steigen, sie müssen weniger Staatsanleihen auf den Markt werfen.

Aber der Haupteffekt ist eher psychologischer Natur. „Das ist ein starkes Si-

verkauft werden. Bund-Futures verkaufen, lautet die Botschaft in der E-Mail. Was einzelne Anlagemanager schon in den vergangenen Tagen ausprobiert haben, wird um 14.30 Uhr zur offiziellen Unternehmenspolitik.

Am Abend schaut Back noch einmal neugierig auf die Kurve des Bund-Future, die für ihn in diesen Tagen wie ein Seismograf die Marktentwicklung zusammenfasst. Bis 17.47 Uhr wurden 968 000 Kontrakte an der Computerbörse Eurex gehandelt. Der Tagesumsatz lag bei 130 Milliarden Euro.

Back stutzt. Die Rendite hat sich am Markt trotz der Verkäufe seiner MEAG-Manager auf 2,28 Prozent ermäßigt. Offenbar gab es auch viele Käufer am Markt. „Da kommt noch was nach“, murmelt er.

Dallas, Texas, Hayman Capital

Europas Wirtschaft zuckt, aber die Geldgeschenke der Zentralbanken ändern nichts an der Lage, alle wichtigen Kennzahlen sagen, dass eine ganze Reihe Länder fundamental überschuldet ist, oder fundamental falsch aufgestellt. Nur ein großer, bitterer Schuldenschnitt kann helfen, sagt Kyle Bass in den Sitzungen mit seinen Leuten, in denen sie sich bekannte Zahlen anders, kälter anschauen. Einen möglichen Bankrott Italiens etwa zu analysieren, heißt ja nicht, ihn sich zu wünschen. „Es geht ums Geld meiner Anleger“, sagt Bass, „das ist mein Job.“

So rechnet er aus, dass Italien fünf Prozent Wirtschaftswachstum brauchte, um seine Schuldzinsen von jetzt sieben Prozent tragen zu können. Aber Italiens Wirtschaft wird auf absehbare Zeit nicht um fünf Prozent wachsen. Was folgt daraus?

Es ist ziemlich einfach, findet Kyle Bass: „Auch Italien braucht einen Schuldenschnitt und einen Neustart.“ 50 Prozent Schuldenschnitt wären ein Anfang, findet der Texaner, für die Gläubiger Italiens wäre das ein Verlust von einer Billion Euro, „aber alles andere“, sagt Bass, „ist Augenwischerei“.

Geradezu peinlich findet Bass, wie Europas Regierungen einen Fehler nach dem anderen machen und das Feuer, das sie austreten wollen, immer weiter anfachen. Sie beschlossen den Schuldenschnitt in Griechenland, gut, sagt Bass, er war nicht groß genug, aber immerhin kam er. Nur verfielen sie eben auf den Wahnsinn, die Umstrukturierung so zu gestalten, dass die CDS-Verträge, die Kreditausfallversicherungen, nicht greifen sollen. Nun ist die augenblickliche Lage



Aktienhändler in Frankfurt: Geldgeschenke der Zentralbank

gnal, dass die Notenbanken im Ernstfall da sind, um einzugreifen“, sagt Back. An den Aktienbörsen steigen die Kurse. Back trommelt um 14.30 Uhr seine Strategiegruppe in der Mitte des Handelssaals zusammen.

Schnell sind sich die Leiter der verschiedenen Produktbereiche einig. „Stärker ins Risiko gehen“, heißt ab jetzt die Parole. Die Portfolio-Manager wollen höher verzinsten Unternehmensanleihen kaufen oder auch Staatsanleihen aus Schwellenländern, die hohe Renditen abwerfen.

Per E-Mail werden alle Anlagemanager des Munich-Re-Konzerns über den Strategiewechsel informiert. Weil jetzt renditeträchtigeren Anlagen angesagt sind, sollen gleichzeitig niedrig verzinsten deutsche und amerikanische Staatsanleihen

die, dass ein Investor, der glaubte, gegen Griechenland-Risiken abgesichert zu sein, per Beschluss im Regen stehe.

„Aber was folgt daraus?“, fragt Bass. „Es ist ganz einfach: Wer jetzt CDS-Kontrakte auf italienische Schulden hält, muss sich sagen: Augenblick mal, was sind denn meine schönen Verträge hier eigentlich wert? Und nun soll er, mit dieser Unsicherheit, in italienische Anleihen investieren? Wo es keinen Hedge gibt, wo deine CDS-Verträge nichts mehr wert sind, da nimmst du das Geld und rennst, so schnell du kannst.“

Seit einigen Monaten studiert Bass sowieso eine ganz andere Weltregion. Die Lage Japans hat seine Aufmerksamkeit geweckt, er ist wieder der eiskalte Realist.

Japans Verschuldung, sagt er, liege gemessen an der Wirtschaftskraft bei über 200 Prozent und damit deutlich höher als jene Griechenlands oder Italiens. Japans Gesellschaft sei dramatisch überaltert und dazu noch fremdenfeindlich, was Einwanderung behindere, eine tödliche Mischung für die Zukunft eines Landes. Die Frage, sagt er, sei nicht mehr, ob Japan bankrottgeht, sondern nur noch: wann.

„Die sind schon über der Klippe“, sagt Bass, und auch ein paar andere Spieler am CDS-Markt scheinen das ähnlich zu sehen. Dort springen die Spreads auf japanische Anleihen seit März lustig nach oben, und selbst wenn sie jetzt im November wieder um ein paar Punkte gefallen sind, ist sich Bass ganz sicher: Japan ist das nächste Griechenland.

Darüber, nicht über Europa, denkt er nach in seinem Büro, an dessen Wand eine große texanische Fahne hängt, handsigniert von seinem Freund Rick Perry, der sich Hoffnungen darauf macht, im nächsten Jahr als Kandidat der Republikaner gegen US-Präsident Barack Obama anzutreten. Er sagt nicht, wie er es diesmal einfädelt, die CDS auf Japan sind ihm schon zu teuer, aber er wird Wege finden. Er hat sie schon gefunden. „Wir sprechen uns in einem Jahr wieder“, sagt er. Es klingt wie eine Drohung.

Bonn, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Die Zahlen, die MaRiA für den Mittwoch präsentiert, sind flächig grün. Doch ein Wert ist alarmrot: die Ziffer, die anzeigt, wie viel Geld die Banken über Nacht zinslos bei der Zentralbank parken, statt es zu verleihen an andere Banken. Trotz der Geldflut, mit der das Vertrauen auf dem Geldmarkt erhöht werden sollte, ist

die Summe auf 304 Milliarden Euro gestiegen, Rekord für dieses Jahr.

Auf den Märkten für Staatsanleihen hat die Aktion der Notenbanken für grüne Zahlen gesorgt, selbst CDS-Papiere auf griechische Staatsanleihen werden, auf absurd hohem Niveau, ein klein bisschen billiger.

In der Spekulation mit CDS-Kontrakten, mit Derivaten überhaupt, sieht BaFin-Chef Sanio einen Brandbeschleuniger in Krisensituationen. „Seit die Derivatmärkte sich so rasend schnell entwickeln, immer neue Finanzprodukte geschaffen werden, kommen Regulierung und Aufsicht nicht mehr hinterher, so sehr sie sich

gulierungsgruppe zu Gast. Er wurde von der Chefin der dortigen Finanzaufsicht in einen Bürosaal geführt, in dem viele Mitarbeiter vor den neuesten Computern saßen. Als er einen der Finanzwächter ansprach, er solle ihm doch mal die Prüfungsunterlagen eines Hedgefonds zeigen, zauberte der eine lange Liste aller Hedgefonds der Insel auf den Bildschirm, mit Adresse und Telefon. Mehr hatte die Finanzaufsicht nicht vorliegen.

„Die Plätze, von denen aus die schlecht beaufsichtigten Spieler operieren, sind der Wilde Westen des Finanzsystems“, sagt Sanio. Sie an die Kandare zu nehmen, sei nicht schwer. Greenwich, Connecticut, wo viele Hedgefonds säßen, liege in den USA. Und bedeutende Offshore-Zentren wie die Cayman und die British Virgin Islands seien Überseegebiete Großbritanniens. „Wenn weltweit der politische Wille bestünde, könnte man die Flucht aus der Regulierung mit wenigen Federstrichen stoppen.“

Am anhaltenden Wachstum der Branche werden auch die seit der Finanzkrise debattierten Regulierungspläne wenig ändern. Ab dem nächsten Jahr sollen Hedgefonds in den USA zwar erstmals gesetzlich verpflichtet werden, sich bei der amerikanischen Börsenaufsicht SEC zu registrieren und ihre Geschäfte vierteljährlich teilweise offenzulegen. Doch das soll nur für Fonds gelten, die mehr als 1,5 Milliarden Dollar verwalten – weniger als ein Zehntel der Branche.

Insgesamt verwalten die weltweit über 8000 Fonds rund 1,7 Billionen Dollar. 1990 waren es noch 600 Fonds und 40 Milliarden Dollar. Die größten Fonds wie Bridgewater oder die Man Group hantieren mit bis zu 70 Milliarden Dollar Kapital. Die meisten

Fonds arbeiten zwar – wie Hayman Capital in Dallas – mit erheblich kleineren Anlagevermögen von bis zu ein, zwei Milliarden Dollar, ihr Einfluss ist dennoch unverhältnismäßig groß. Denn die Hedger arbeiten meist mit Hebeln: Sie setzen nicht nur eigenes Kapital ein, sondern nehmen günstig große Kredite auf, um damit zu spekulieren. So vervielfacht sich ihr Einsatz.

Die Kredite zum Hebeln kommen meist von den Großbanken: Gerade ein Dutzend Institute sind Kreditgeber und Handelspartner fast aller Hedgefonds der Welt.

Es sind immer dieselben Großbanken, die einem begegnen in diesen Hochrisikozonen der Finanzmärkte, in den Nischen ebenso wie in den besten Profitlagen der Derivatmärkte und Devisen-



BaFin-Chef Sanio in Bonn: „Wilder Westen des Finanzsystems“

auch bemühen.“ Etliche dieser Geschäfte „sind unsinnig und nur der Zockerei geschuldet“.

Trotz aller Schwierigkeiten müssten sich die Regulatoren aber den Vorwurf gefallen lassen, gerade in diesem Teil der Finanzmärkte bisher nicht genug unternommen zu haben. „Kein Mensch kann eine Aussage darüber treffen, wo die Risiken verteilt sind, und dies in einem Marktsegment, das nahezu zehnmal so groß ist wie die Weltwirtschaftsleistung.“

Die Hedgefonds sind hier besonders aktiv, sie müssen weniger Regeln gehorchen, sie versprechen, bei höherem Risiko, höhere Erträge als im Durchschnitt des Markts. Auf den Cayman Islands, wo viele Hedgefonds einen Briefkasten unterhalten, war Bankenaufseher Sanio einmal als Mitglied einer internationalen Re-

märkte, der Aktien- und Bond-Märkte: Es sind vor allem JPMorgan Chase, Goldman Sachs, UBS, HSBC, BNP Paribas, Bank of America und die Deutsche Bank. Sie sind marktbeherrschend bei CDS-Verträgen, Derivate-Geschäften und Devisendeals.

Wer die Antwort sucht auf die Frage, wer das Geld regiert, ist bei ihnen an der richtigen Stelle. Es ist nicht nur die schiere Größe, es ist das dichte Netz ihrer Marktverwicklungen, es ist der billige Zugang zu Zentralbankgeld, es ist die Fähigkeit zur nahezu unendlichen Kreditschöpfung, es ist die Macht als Staatsfinanzierer, es ist die bedrohliche Systemrelevanz, die das Dutzend übermächtig macht. Und es ist der Einfluss auf Regierungsarbeit, es ist die Abhängigkeit dieses monetären-politischen Komplexes, die diesen Großbanken Privilegien, Macht, Gewinn und Einfluss sichert.

Die gegenseitige Abhängigkeit hat beiden Seiten genutzt: Die Banken profitieren von der politisch geförderten Deregulierung der Finanzmärkte, von günstigen Steuersätzen, von lascher Aufsicht. Und die Staaten nutzen die Banken als Quelle ihrer Verschuldung.

So konnten Banken die amerikanischen Hypothekenschulden über den Globus verteilen und dann, nach dem Lehman-Crash, in großen Teilen den Staaten zuschieben; die Staaten konnten Schulden auf türmen bis zum Crash im Süden Europas, und nun werden diese Schulden über den ganzen Kontinent verteilt und am Ende wohl – mit Hilfe des Internationalen Währungsfonds – über die ganze Welt.

TAG DES GIPFELS, FREITAG, 9. DEZEMBER

Frankfurt, Zentrale der DWS-Vermögensverwaltung (Aktienmarkt)

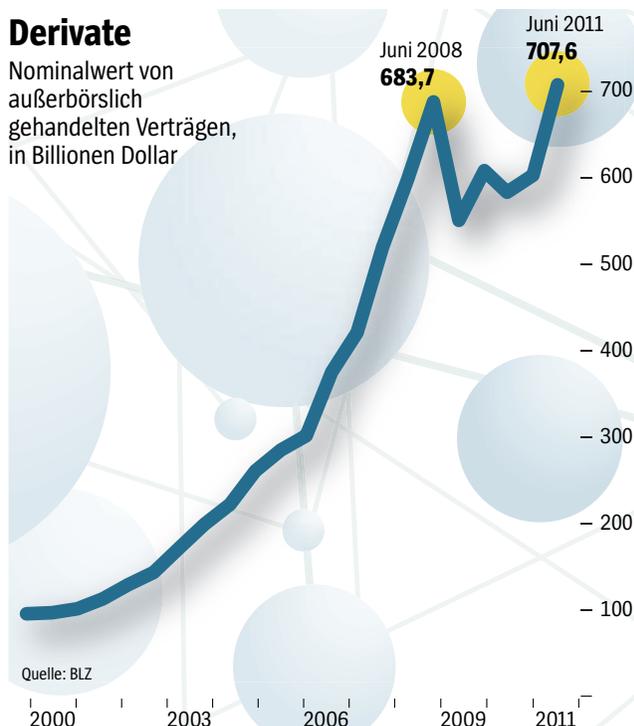
Die Woche vor dem Gipfel war für Fondsmanager Thomas Schüßler angefüllt mit deprimierenden Nachrichten, es war eine Woche wie so viele in den letzten Monaten, ein Hin und Her, aber die Tendenz wies nach unten. Es sieht so aus, als könnten die letzten sechs Triple-A-Staaten der EU, Deutschland eingeschlossen, ihr Top-Rating verlieren. Am Donnerstag senkte die EZB die Zinsen in der Euro-Zone auf ein Prozent, aber gleich darauf wurde gemeldet, dass europäische Banken reihenweise ihre Stresstests nicht bestanden hatten, darunter die Deutsche Bank und die Commerzbank. Und die US-Bank JPMorgan Chase hat ihren Kunden geraten, sich gegen einen Kollaps der Euro-Zone abzusichern.

Das war alles schlimm, einerseits. Andererseits blieben die Aktienmärkte an diesem Gipfelfreitag seltsam unbeeindruckt. Der Dax verlor erst ein wenig, dann stieg er wieder, es fühlte sich nicht so an, als fände in Brüssel gerade ein historisches Gipfeltreffen statt. Die Zinsen auf italienische und spanische Staatsanleihen stiegen, aber selbst daran hat sich der gestresste Aktienmarkt gewöhnt.

Schüßler sagt, er glaube, dass die EZB „früher oder später“ in größerem Umfang Anleihen kaufen werde. Wirklich sicher, sagt Thomas Schüßler, sei nur, „dass die Krise mit diesem Gipfel nicht zu Ende ist“.

Derivate

Nominalwert von außerbörslich gehandelten Verträgen, in Billionen Dollar



Ursprünglich sicherten die Derivate Geschäftsrisiken ab, aber der rasante Aufstieg seit 2000 weist darauf hin, dass sich der Handel mit Derivaten von der Realwirtschaft gelöst hat – und überwiegend der Spekulation dient.

New York, Wall Street, Devisenabteilung einer Großbank

Derivate-Händler Ben Koch ist „abgestumpft“ von der Masse der Euro-Meldungen, die in diesen Tagen über den Ticker laufen, „es gibt viel zu viel Gelaber“. Doch auch er starrt an diesem Freitag nur nach Brüssel, es kann am Ende nur gute Nachrichten geben, „denn was bleibt den Politikern anderes übrig, als eine positive Message an das Volk zu schicken, auch wenn sie sie nur so verpacken“.

Mit großen Einsätzen hält sich Koch an diesem Freitag zurück. Der Gipfel sei nicht vergleichbar mit normalen Nachrichtenergebnissen, die sonst den Handel treiben, er sei „ein unkontrolliertes Event“: zu wenig Fakten.

Aber es werde andere Händler geben, die jetzt erst recht die Einsätze hochtrei-

ben, „die in dem, was ich für Quark halte, das große Ding sehen“. Denn egal wie „der ganze Hokuspokus“ in Europa weitergehe, sagt Koch, die grundlegendste Regel von allen sei: „Am Ende ist der Markt immer im Gleichgewicht.“

Bremen, Handelsraum der Landesbank (Devisenmarkt)

Händler Frank Möller schaut am Freitag dem Euro/Dollar-Kurs beim sinnlosen Flattern zu, er nähert sich nach einem kurzen Hoch dem Stand der vergangenen Nacht. „Nichts hat sich verändert“, sagt Möller. Und nach dem lauwarmer Gipfel in Brüssel werde es nun abwärtsgehen. „Das nächste Kursziel ist 1,30.“

Frankfurt, Wohnung von Bundesbanker Resinek (Geldmarkt)

Die Märkte sind wie Kinder, findet Bundesbanker Marc Resinek. Er hat sich diesen Freitag freigegeben, arbeitet aber trotzdem. Er sitzt in seinem Wohnzimmer, hat sich ins Bundesbank-Netz eingeloggt, er studiert den Bundesbank-Pressespiegel und den Lagebericht.

Es geht um die Beschlüsse des EZB-Rats vom Vortag, die Senkung des Leitzinses auf ein Prozent, die Ankündigung, bedürftige Banken in den kommenden drei Jahren günstig mit Cash zu versorgen. Resinek hat sich EZB-Chef Mario Draghi bei der Verkündung angesehen, immerhin haben er und seine Kollegen diesen Auftritt in den vergangenen Wochen mit vorbereitet, haben Papiere geschrieben, Berechnungen angestellt.

Aber die Journalisten wollten von Draghi etwas anderes hören – ob die EZB richtig in die Krise einsteigt, indem sie endlich im ganz großen Stil Staatsanleihen

kauft? Und Draghi hatte dazu eine klare Antwort: nein, nein. Daraufhin reagierten die Märkte enttäuscht, und Resinek wiederum ist beinahe von den Märkten enttäuscht, sie reagieren wie Kinder: Was sie erwartet haben und nicht bekommen, wiegt oft mehr als das, was man ihnen gibt. Aber durch die Beschlüsse werden im System mal eben 103 Milliarden Euro frei. Das wird kaum erwähnt. Und geht im Trubel um die Brüsseler Konferenz unter.

München, Zentrale der MEAG (Anleihemarkt)

Es ist wie eine persönliche Botschaft an ihn, Reiner Back liest sie auf seinem BlackBerry: „Unser erstes Herangehen an die Gläubigerbeteiligung, das einen sehr negativen Effekt auf die Anleihemärkte hatte, ist jetzt offiziell vorbei.“ So zitieren

die Agenturen den EU-Ratspräsidenten Van Rompuy. Im Klartext sagt er: Einen Schuldenschnitt wie bei den Griechen-Bonds soll es nicht mehr geben. Aber Back ist nicht überzeugt.

Als Staatsanleihen-Manager ist er quasi einer der Gläubiger, von denen Van Rompuy gesprochen hat. Back sagt: „Die Märkte haben schon so viele Aussagen von der Politik gehört, dass sie nichts mehr für bare Münze nehmen.“

Er hatte sich von dem Brüsseler Gipfel nicht mehr viel erwartet, seit sich die EZB nicht auf Stützungskäufe festlegen wollte. Er ist der Überzeugung, dass es ohne finanzielle Überbrückungshilfen der EZB nicht geht. „Allein Italien braucht in den nächsten sechs Monaten 200 Milliarden Euro. Das gibt der Markt nicht her.“

Die Ankündigungen der Politiker in Brüssel seien durchaus positiv, meint Back. Aber in seiner Welt, dem Markt der Staatsanleihen, wird allein die EZB noch ernst genommen. Sie ist das rettende Ufer, der einzig feste Punkt in der allgemeinen Auflösung. Die Politik kann sich in Pose setzen, wie sie will: Backs Markt glaubt ihr nicht. Nicht mehr.

Es fühlte sich an wie ein Stellungskrieg in den vergangenen Wochen: Die Märkte testen die Politik, die Politik testet die Märkte. Man brauche die Letzteren als Korrektiv für verschwenderische Regierungen, so sieht es Finanzminister Wolfgang Schäuble, einerseits; andererseits sagt er: „Die Innovationskraft des Finanzsektors ruiniert die Märkte“ – Segen und Fluch in zwei Sätzen.

Von „Monstern“ sprach der ehemalige Bundespräsident Horst Köhler, immerhin mal Managing Director des IWF, um die Finanzmärkte zu beschreiben. Wer sie sich genauer anschaut, diese Märkte, sieht

Hedgefonds-Manager wie Kyle Bass, Anleiheexperten wie Reiner Back und Aktienhändler wie Thomas Schüßler, Leute, die sich Mühe geben, das Geld von Milliarden, Millionären, Sparern und Lebensversicherten zu mehren. Sie machen Geschäfte mit Aktien, Devisen, Schulden und Krediten, weil das einträglicher für sie ist, als mit Badewannen, Autos oder Flugzeugen zu handeln.

Monströs sind die Summen, die auf ihren Märkten herumschwirren, sie arbeiten in einer Sphäre, in der die Zahlen oft acht, neun Nullen haben. Es ist eine Parallelwelt, die sich in den vergangenen beiden Jahrzehnten verselbständigt hat, in der Tausende Menschen Deals in Milliardengröße abwickeln, in der Computer-

netzwerke Geldströme um den Globus jagen, in der Schulden von einem Land ins andere verschoben werden, in der sich Schattenbanken breitmachen und keine Buchhaltung mehr verlässlich ist, so dass überall das Misstrauen wuchert.

Ein monetäres Universum ist entstanden, das um sich selbst kreist – und gerät es ins Trudeln, wie jetzt, dann stürzen die Welt und ihre Bewohner in die Krise.

Monströs sind die Gefahren, die auf den Finanzmärkten lauern: Die Billionen in der Parallelwelt vermehren sich, erstens, so, dass spekulative Blasen folgen.

Sie streben, zweitens, nach einer Rendite, die auf realen Warenmärkten kaum

weichen in ein Schattenbanksystem aus.

Die Finanzmärkte untergraben, zehntens, Marktwirtschaft und Demokratie.

Von diesen Gefahren der Finanzmärkte bearbeiten die G-20-Staaten aktuell nur zwei: die mangelnde Ausstattung der Banken mit Eigenkapital und die mangelnde Transparenz.

Es gäbe Möglichkeiten: Es ginge darum, den gesamten Derivatemarkt über Börsen transparent zu machen; bestimmte Derivate zu verbieten; ein internationales Konkursrecht für Banken zu schaffen, so dass sie in Konkurs gehen könnten, ohne gleich das globale Finanzsystem zusammenkrachen zu lassen. Die Trennung von Publikums- und Investmentbanken, in den USA einst verwirklicht, dann wieder aufgehoben, wäre segensreich. Eine Transaktionssteuer auf Finanzgeschäfte wäre sinnvoll – all dies könnte helfen, ihr zerstörerisches Potential zu mildern. Und natürlich müssen sich die Staaten ihrer enormen Schulden entledigen, die das Finanzsystem monströs aufgebläht haben.

Die Staatsschuldenkrise hat sich nun so bedrohlich ausgewachsen, dass die Verantwortlichen gezwungen sind, alte Widerstände endlich zu überwinden. Nach dem Lehman-Crash schien es schon einmal so, da beklagte der US-Präsident „eine Kultur, in der Leute enorm viel Geld damit verdienen, die gesamte Wirtschaft aufs Spiel zu setzen“. Und es gab den Ruf nach einem neuen Bretton Woods, einer Wiederbelebung jener Konferenz, auf der 44 Staaten eine Weltfinanzordnung entwarfen.

Wenn man heutzutage, im Angesicht einer Krise, die Staaten wie Banken gleichermaßen bedroht und die Regierungen Europas offenkundig überfordert – wenn man in dieser Situation die

Regierungen der G-20-Staaten, die 29 systemrelevanten Banken und jeweils die zehn größten Pensionsfonds, Versicherungen und Hedgefonds zu einer Konferenz versammeln würde: Könnten sich die marktbestimmenden Akteure auf regulierte Finanzmärkte verständigen? Auf Regeln, die Renditen beschneiden, aber das Wirtschaften wieder sicher machen? Es wäre eine Wette wert. Der Einsatz sind Europa, die Welt und ihre Zukunft.

UWE BUSE, ULLRICH FICHTNER, HAUKE GOOS, RALF HOPPE, CHRISTOPH PAULY, CORDT SCHNIBBEN, THOMAS SCHULZ, ANNE SEITH, ALEXANDER SMOLTZYK



Demonstrant vor der Bank von England: Der Markt ist monströs

zu erzielen ist, und lenken so immer mehr Kapital in die Finanzmärkte.

Die Banken erfinden deshalb, drittens, stetig neue Finanzprodukte, die undurchsichtig sind und häufig hochriskant.

Die Banken wirtschaften, viertens, unbehelligt mit zu wenig Eigenkapital.

Die Finanzmärkte sind, fünftens, intransparent, ihre Risiken oft unbekannt.

Die Konzentration auf den Finanzmärkten hat, sechstens, Großbanken hervorgebracht, die systembedrohend sind.

Die Computerisierung der Märkte fördert, siebtens, das Herdenverhalten.

Die Vernetzung der Finanzmärkte über Derivate führt, achtens, zu einer Synchronisierung der Märkte, das parallele Auf und Ab verstärkt die Krisengefahr.

Die Finanzmärkte widersetzen sich, neuntens, einer verstärkten Regulierung,



Video: Wie das SPIEGEL-Titelbild entstand

Für Smartphone-Benutzer: Bildcode scannen, etwa mit der App „Scanlife“.