

MEINUNG

Korrelation des Monats: Die Gefahren des perfekten Gleichschritts

Das kürzliche Beben am Markt für US-Treasuries erinnert an den Beinahekollaps des Hedge-Fonds LTCM im Sommer 1998. Grund genug, die Parallelen zu damals in einer mehrteiligen Artikelserie zu beleuchten. Im zweiten Teil geht es um den Abstieg von LTCM und die Frage, wie es so weit kommen konnte.

Jürg Lutz

20.05.2025, 20.53 Uhr

Die Befürchtungen über den unmittelbaren Kollaps von Hedge-Fonds und die drohende Kettenreaktion an den globalen Finanzmärkten, die nach der Zollankündigung von US-Präsident Donald Trump Anfang April die Runde machten, haben sich (vorerst?) gelegt. Die Marktteilnehmer sind mit dem Verdauen des Auf und Ab der von der US-Regierung verabschiedeten Gesetze und Initiativen absorbiert.

Die Turbulenzen erinnern an den Hedge-Fonds LTCM, der 1998 spektakulär gescheitert ist. Die damalige Episode ist ein **Lehrstück** über das Funktionieren der Finanzmärkte, über die Rolle der Geschäfts- und Notenbanken und einiger Charaktere, die die Zins- und Aktienmärkte teils jahrzehntelang geprägt hatten.

Die in diesem Text verwendeten Zitate stammen wie im ersten Teil der Serie, der den Aufstieg von LTCM behandelt hat, aus dem Buch «When Genius Failed» von Roger Lowenstein, eine kurze, vergnügliche und erhellende Abhandlung der Geschehnisse rund um LTCM, eine hervorragende Strandlektüre, und wer das Glück hat, gleich mehrere Wochen an das Mittelmeer zu fahren, ist bestens bedient mit «Liars Poker» von Michael Lewis, sozusagen dem Prolog zu Lowenstein. Beide Bücher sind Zwangslektüre für angehende Akteure an den Risikomärkten.

«**When Genius Failed**» erzählt die Geschichte des Hedge-Fonds Long-Term Capital Management (LTCM), der in den Neunzigerjahren von Finanzexperten und Nobelpreisträgern gegründet wurde. Anfänglich erzielte der Fonds enorme Renditen, gestützt auf komplexe Arbitrage-Strategien, hohes Vertrauen in mathematische Modelle und extremen Einsatz von Leverage. Auf seinem Höhepunkt verwaltete LTCM mit nur rund 4 Mrd. Eigenkapital über 100 Mrd. \$ an Positionen und ein gehebeltes Exposure von 1 Bio. \$. Auch heute, fast drei Jahrzehnte später, macht diese Ballung von Marktmacht sprachlos. Pikant die Rolle der UBS, detailliert besprochen im ersten Teil.

Grosse Brüche an den Finanzmärkten sind in aller Regel das Resultat des **Zusammenfallens** mehrerer **Trends und Fehler**, das war auch in diesem Fall so. Wir stehen jetzt also auf dem Höhepunkt der Erfolgsgeschichte von LTCM, der Apex des Fonds fällt zeitlich genau in eine Zeit **steigender Volatilität** zwischen Asien- (1997) und Russlandkrise (1998). Die Krise begann in Südostasien mit dem Einsturz der dortigen Währungen und weitete sich auf Russland aus, das 1998 den

Zahlungsausfall erklärte. Für sich allein wäre diese geopolitische Gemengenlage kein grösseres Problem gewesen.

Und damit kommen wir auf einige **Charakteristiken des LTCM-Portfolios** zu sprechen.

Der Aufbau des Portfolios fusste auf der **Maxime**, dass die **Zukunft mit der Vergangenheit erklärt** werden kann, dass Risikospreads dazu tendieren, zu ihrem historischen Mittelpunkt zurückzukehren («**Mean Reversion**»), dass die Verteilung der Marktpreise **normalverteilt** ist und dass die Marktteilnehmer **vernunftbasiert** agieren.

Bewaffnet mit diesem Rüstzeug kann ein Hedge-Fonds mit den Variablen Diversifikation, Leverage, Eigenkapital und Liquidität ein Exposure aufbauen, das mit beliebig hohem Vertrauensintervall die (historisch bekannten) Stürme an den Märkten bewältigen kann. Die Leute bei LTCM vertrauten darauf, dass ihre Mathematiker das Risiko permanent («Long Term») gebändigt hätten:

«In a strict sense, there wasn't any risk – if the world had behaved as it did in the past.» Aussage von Merton Miller, Ökonom von LTCM und Nobelpreisträger, zitiert im Buch «When Genius Failed».

Aus heutiger Warte ist ein solch naives Vertrauen in die «**perfekte Arbitrage**» kaum nachvollziehbar, und trotzdem fragt sich, ob dieser Ansatz heute tatsächlich ausgestorben ist? Ich habe da meine Zweifel.

Die Modelle von LTCM waren mutmasslich die besten der Welt. Aber es waren eben nur Modelle. Herrlich komisch die Anekdote, als inmitten der Russlandkrise, das Messer am Hals, die Händler von LTCM hofften, dass die Politiker in Russland vernunftbasiert handeln würden. Aber:

«When the government begged the Duma to reconvene, the members refused – but by then many government leaders, including President Boris Yeltsin, were also at seaside dachas, leaving the country to sort out its misery. It was a hard thing to model.»

Basierend auf diesem Credo ist der **zweite grosse Fehler** von LTCM-Gründer John Meriwether und Co. folgerichtig und unausweichlich: Der Fonds legte zwar seine Eier in verschiedene Körbe, er **diversifizierte** in verschiedene Risikospreads, Märkte, Gegenparteien, Währungen und Jurisdiktionen, aber fatalerweise lauteten alle, ja wirklich alle der Tausenden von Wetten auf **risk-on, also auf steigende Finanzmärkte**

Kein einziger Trade behandelte das **risk-off**, kein einziger! Und das bei einem Gesamtexposure von 1000 Mrd. \$.

«We can't get the risk high enough», the traders told a friend, as if awed by their own doctrine. «We're seeing the power of diversification.»

Faktisch tätigte der Fonds also den gleichen Trade immer wieder. Hunderte mal, Tausende mal, gleichzeitig. Und viel zu oft waren es US-Staatsanleihen, die LTCM «short» ging, das Finanzinstrument mit dem geringsten Bankrottrisiko der Welt, übrigens auch heute, Downgrade von Moody's hin oder her. In

der alten Welt, die von Marktbarrieren, Ineffizienzen und Kommunikationskosten geprägt war, war diese Art der Diversifikation kein grosses Problem, in den aber bereits damals durch Derivative komplett erschlossenen und unmittelbar **verbundenen Risikomärkten** aber ein Rezept für den Untergang. Aber selbst das hätte für das brutale Massaker des Fonds nicht ausgereicht.

Der **dritte Fehler** bestand in der **Hybris** der Verantwortlichen von LTCM. Als der Fonds auf dem Höhepunkt stand und aus jedem Dollar in Kürze 4 \$ gemacht hatte und die halbe Welt begann, LTCM zu kopieren, **verringerten sich die Risikospreads**. Ein Mann wie Warren Buffett hätte diesen Markt verlassen.

Nicht so John Meriwether und seine beiden Händler Lawrence Hilibrand und Victor Haghani: Sie erhöhten die einzelnen Positionen und den Leverage ins Unermessliche, «diversifizierten» ohne erkennbares Know-how in neue Geschäftsbereiche wie Aktien oder Merger-Arbitrage, zahlten einen Grossteil der Kunden gegen deren Willen aus, gingen persönlich all-in, verpfändeten Hof und Haus, um gehebelt im eigenen Fonds ins finanzielle Nirwana zu segeln. Diese Kaskade von Fehlurteilen setzte den Rahmen, der die Katastrophe erst möglich machte. Aber selbst jetzt wäre noch einiges zu retten gewesen.

*«You can overintellectualize these Greek letters, the alphas, betas and gammas in the option trader's argot. One Greek word that ought to be in there is **hubris**.»*

Der **vierte Fehler** war die miserable **Governance** des Fonds. Falsch verstandene Loyalität, Gruppendenken, Verschwiegenheit

und Arroganz ermöglichten das grenzenlose Ausleben von Gier, das permanente Doubling Down von schlecht laufenden Wetten, das stetige Heraufschrauben des Leverage und nicht zuletzt die miese Behandlung der Gegenparteien, die sich noch bitter rächen sollte.

«For all its attention to risk, Long-Term's management had a serious flaw. Unlike at banks, where independent risk managers watch over traders, Long-Term's partners monitored themselves.»

Der fünfte Fehler, der enormen Schaden verursachte, war die **Überschätzung der Marktliquidität**. Dies ist der Aspekt der Geschichte, den ich überhaupt nicht nachvollziehen kann. Die Positionen waren so gross, dass LTCM in jedem dieser Einzeltrades ein «Whale» war, ein Elefant im Porzellanladen. Die simpelsten Klumpenrisiken in den heutigen Fondsprospekten zollen diesem einfachen, allseits bekannten Faktum Rechnung; nicht so bei LTCM. Warum?

«Contrary to common supposition, there is nothing wrong with being illiquid – unless you are vulnerable to being forced to sell in a hurry. Long-Term being highly leveraged, was in that very spot.»

Unglaublich, aber selbst dann wäre wohl noch eine Rettung möglich gewesen. Das bringt uns zu einem der interessantesten Aspekte der Krise: Es gibt Leute, die sagen, dass das Ende von LTCM unausweichlich war. Es gibt aber auch Stimmen, die argumentieren, dass der Fonds **von der Meute totgebissen** wurde, also von den Banken, die LTCM kopiert hatten, deshalb die gleichen Positionen abstossen mussten und damit die tektonische, nie enden wollende Marktverschiebung, an der LTCM zugrunde ging, erst ermöglichten.

«Goldman, Morgan, Salomon, Merrill and the rest owned huge portfolios of bonds that, in different configurations, were generally similar to Long-Term's. The banks too had hedged their portfolios by shorting U.S. Treasuries, and they were exposed to the same merciless widening of credit spreads.»

Die **Chronologie des Abstiegs**, der Katastrophe, erzählt mit gnadenloser Stringenz im Buch, wirkt wie ein Actionfilm, bei dem man das Ende kennt und doch bis zum Schluss mit den Protagonisten mitfühlt und mithofft.

Dieser Plot der Todesspirale ist enorm lehrreich. In Echtzeit bekommt man mit, wie aus einem allmächtigen Market Maker ein Getriebener wird, ein Schiffbrüchiger mit Mastbruch, schutzlos den Gezeiten des Meeres ausgesetzt, umrundet von Haien und Leichenfledderern (nur schon die Rolle von Goldman Sachs ist die Lektüre des Buches wert).

«Long-Term, which had calculated with such mathematical certainty that it was unlikely to lose more than \$35 million on any single day, had just dropped \$553 million – 15 percent of its capital – on that one Friday in August.»

Der Kollaps von LTCM und mit ihm der Beinahezusammenbruch des globalen Finanzsystems erfolgte genau wie in den Jahren 1929, 2000 und 2008 als Phänomen, das einer Singularität gleicht, der **alles zerstörenden Konvergenz aller Korrelationen im Finanzmarkt auf 1.0**.

Es begann damit, dass die Korrelation in den **Spreadmärkten** auf 1.0 stieg.

«Credit Spreads continued to widen. More frightening still, they widened in every market in which Long-Term was active.»

Und es endete mit dem Anstieg der **Korrelation auch im Gesamtmarkt auf 1.0**, als der Wertpapierhandel in ein schwarzes Loch fiel: Wenn alle gleichzeitig alles verkaufen, was nach Risiko riecht, wenn alle gleichzeitig nur und ausschliesslich das eine Asset wollen, das «risikofrei» geblieben ist, erreicht die Korrelation 1.0, ihren höchstmöglichen Wert. In diesem Fall versagt jede Diversifikation, die nicht das risikofreie Asset, also Treasury-Bonds, beinhaltet, dann verpuffen Finanzkarrieren, Fondsvermögen und Gegenparteien wie ein schlecht gebackenes Soufflee, Händler springen aus dem Hochhaus, Anleger stehen vor Banken mit leeren Kassen, und der nette ETF-Verkäufer reagiert nicht mehr auf Telefonanrufe.

LTCM war ein Eisberg. Der überwiegende Teil des Dramas, eindrücklich erzählt im Buch von Roger Lowenstein, erfolgte **«unter der Oberfläche»**. Unglaublich, aber wahr, die breite Öffentlichkeit bekam vom Massaker an den Kreditmärkten bis fast zum Schluss fast nichts mit. Kaum jemand wusste, dass mehrere grosse Banken wackelten. Niemand hatte den Überblick über gigantische Derivatepositionen, deren Long- und Short-Seiten LTCM aus Gründen der Camouflage gesondert bei verschiedenen Gegenparteien aufgebaut hatte. Niemand dachte, dass eine Firma mit nur hundert Kunden und 200 Angestellten ungehindert von Notenbank und Gesetzgeber eine gewaltige Neutronenbombe aufbauen konnte.

Ebenso unglaublich: Der Fall LTCM ist nur noch eine Randnotiz, eine Fussnote der Geschichte. Weil die Finanzarchitektur heute gefestigter ist? Besser reguliert? Besser diversifiziert? Ihr Wort in Gottes Ohr.

Die heutigen Märkte laufen auf Marge.

«One can be big and therefore illiquid; one can be leveraged. But the investor who is highly leveraged and illiquid is playing Russian roulette, for he must be right about the market not merely at the end, but every single day.»

Und damit sind wir bei den Mitwissern, Komplizen, Fahrern des Fluchtfahrzeugs, Mittätern, Duldnern, Wegsehern und Unterstützern. Ich meine die Rolle der Banken, Gelehrten, Politiker und Notenbanken. Von ihnen wird im **dritten** und abschliessenden Teil dieser Serie die Rede sein. Zudem wird versucht, die alles entscheidende Frage zu beantworten: Ist eine Konstellation wie bei LTCM **heute noch möglich?**

Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Vor geraumer Zeit hat er – gemäss eigenen Worten – nach einem dreijährigen Martyrium den CFA-Charterholder erworben. Der Bündner ist verheiratet und Vater von zwei Kindern. Er ist beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.



MEINUNG

Korrelation des Monats: Wenn die Finanzmärkte im perfekten Gleichschritt sind

Das kürzliche Beben am Markt für US-Treasuries erinnert an den Beinahekollaps des Hedge-Fonds LTCM im Sommer 1998. Grund genug, die Parallelen zu damals in einer zweiteiligen Artikelserie zu beleuchten. Im ersten Teil geht es um den Aufstieg von LTCM und dessen Protagonisten.

Jürg Lutz 05.05.2025



MEINUNG

An den Zins- und Währungsmärkten findet eine tektonische Verschiebung statt

Trumps Zölle dämpfen den Zinsanstieg in Europa und den Aufwärtstrend des Euro, sorgen aber nicht für deren Umkehr. Anleger sollten ein allfälliges Untergewicht in Euroanlagen schliessen.

Jürg Lutz 15.04.2025



MEINUNG

Korrelation des Monats: CLO sind die zweite sinnvolle Finanzinnovation neben dem Bancomaten

Die Versicherungen investieren aggressiv in eine Finanztechnologie, die die Katastrophe der Grossen Finanzkrise ausgelöst hat. Müssen wir uns Sorgen machen?

Jürg Lutz 01.04.2025



**MEINUNG****Das grosse Privatmarkt-Bingo**

Privatmarktanlagen stehen hoch im Kurs und werden immer häufiger auch Privatkunden angeboten. Dabei kommen Begriffe zum Einsatz, die gut klingen, aber oft Probleme kaschieren.

Jürg Lutz 18.03.2025



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.