

## MEINUNG

**Korrelation des Monats: Die Lehren aus dem Fall LTCM – und wo der nächste Unfall drohen könnte**

Das im April beobachtete 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 dritten und letzten Teil geht es um die Lehren aus dem Fall LTCM.

Jürg Lutz

01.07.2025, 03.36 Uhr

Mit Interesse habe ich dieser Tage die brillanten Artikel von **Mark Dittli auf The Market** zum Thema Eigenkapitalisierung der UBS und von **Albert Steck in der NZZ** bezüglich des Themas Negativzinsen gelesen, welche beide eng mit dem Fall LTCM verstrickt sind, wie ich in diesem dritten und letzten Teil der Artikelfolge belegen möchte.

Ob es ein Zufall ist, dass die UBS im Fall LTCM den grössten Schuh herausgezogen hat, wie es Roger Lowenstein im famosen Buch «When Genius Failed» detailliert beschrieben hat?

Es ist aber nicht dieser Aspekt, den ich dieses Mal ansprechen will, auch nicht der Umstand, dass zehn Jahre später die gleiche Bank vom Steuerzahler gerettet werden musste, und auch nicht die Tatsache, dass mit der Vermarktung von Range Target Profit Forwards an den Schweizer Mittelstand ein weiteres Mal Fragen zum Risikokalkül dieser Bank aufgekommen sind.

Es geht um wesentlich **tiefer gehende Probleme**, die mich zunehmend nachdenklicher machen.

Es sind die folgenden **neun Lehren** aus dem Fall LTCM, die die Finanzmärkte über die kommenden Jahre dominieren könnten.

### **1. Die Rolle der Notenbank: Der nächste Crash kommt bestimmt**

Spekulationsexzesse werden von den Notenbanken ermöglicht, aufgeheizt und, wenn der Schaden angerichtet ist, getötet. Ich habe im zweiten Teil der Artikelfolge versucht, die Voraussetzungen aufzuzählen, die nötig waren, um einen Melt-down zu ermöglichen, der die Finanzarchitektur an den Abgrund führte: Die **exogenen** Gründe wie Russlandkrise, durch Derivative verbundene Märkte, dann aber auch eine ganze Reihe von **endogenen** Punkten, wie Fehler in der Diversifikation, groteske Grundannahmen zu Themen wie Normalverteilung von Renditen, Korrelationen und Liquidität.

Dann ein viel zu hoher Leverage, viel zu grosse Positionen, die Expansion in Märkte ohne notwendiges Know-how, eine Modellgläubigkeit wider besseren Wissens, die aberwitzige Auszahlung der meisten Kunden auf dem Höhepunkt, eine grosse Portion Hybris, eine miserable Governance, der Angriff der Bankenmeute, als der Fonds Schlagseite erlitt, und last but not least die Singularität einer auf 1 gestiegenen Korrelation in den für den Fonds LTCM massgebenden Teilen des Finanzmarktes, die den Fall für diese Kolumne, wo es um Korrelationen geht, so interessant machen.

Lowenstein kritisiert den damaligen Fed-Chef Alan Greenspan wegen seiner ostentativen Weigerung, das Gefahrenpotenzial

von Derivativen im Geflecht von Banken und Parabanen zu reduzieren, selbst dann nicht, als es schon zu spät war. Trotzdem war Greenspan bei der Publikation des Buches immer noch der «Maestro», hoch angesehen und umschwärmt, selbst von der Regenbogenpresse. Heute ist sein Ruf ramponiert, man könnte auch sagen: vernichtet. Warum?

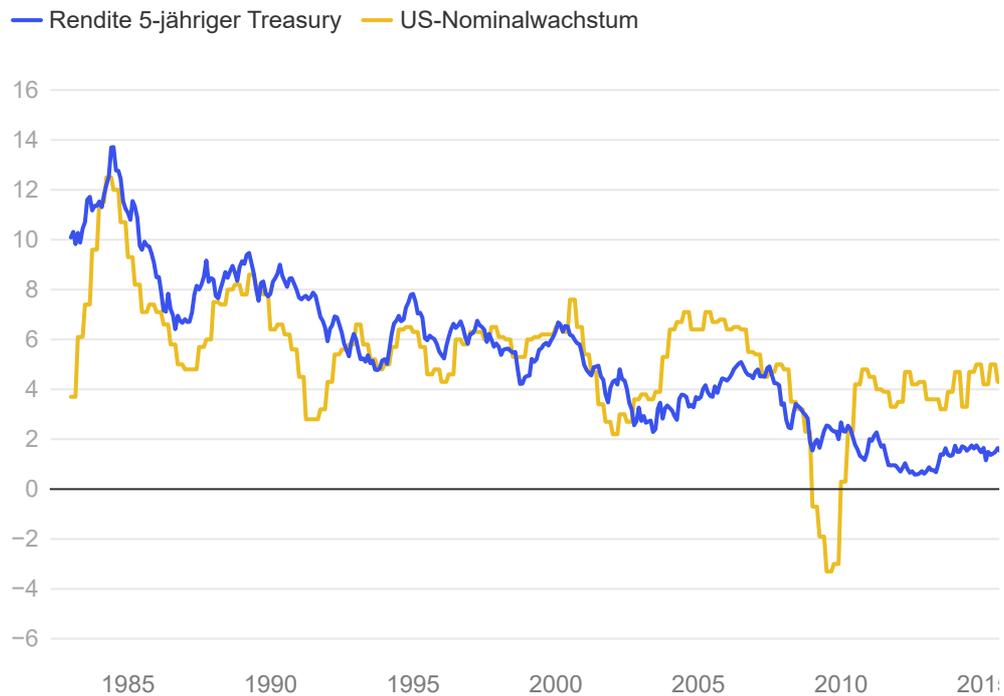
Ich behaupte: Alle die oben genannten Voraussetzungen, so mannigfaltig und schwerwiegend sie sind, wären zwar notwendig, aber nicht hinreichend gewesen für die Kernschmelze von LTCM und damit für den Beinahezusammenbruch der Finanzarchitektur. Die **wichtigste Ingredienz** in der Aufzählung fehlt: Die von Greenspan gewollten, **dauerhaft zu tiefen Kapitalmarktzinsen** zur permanenten Ankurbelung des Wachstums, erreicht mit ultratiefen Leitzinsen und dem Mikromanagement von Liquiditätsspritzen bei jeder Zuckung des Finanzmarktes. Übrigens bis heute mit Akklamation von Wirtschaft, Politik und Öffentlichkeit.

Allerdings mit kräftigen Nebenwirkungen: Der Aufbau von Spannungen und Blasen, die irgendwann zutage treten oder platzen. Ein Experiment am Herzen der Finanzarchitektur, das sich bis heute fortsetzt und weshalb der nächste Crash unweigerlich kommen wird, irgendwann.

Denn folgen Sie meiner Indizienkette: Seit dem Antritt Greenspans im Jahr 1987 sind die Marktzinsen immer weiter unter das Nominalwachstum gesunken:

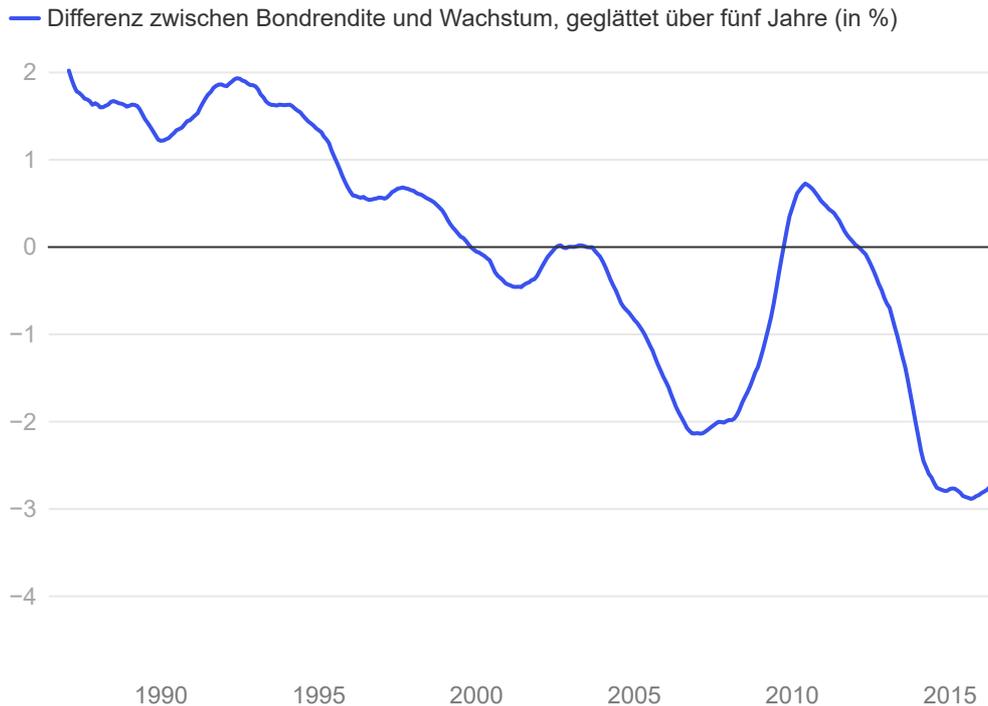
## Bondrenditen sinken immer weiter unter das Nominalwachstum

in %



Die nächste Grafik zeigt die Differenz von Zinsen und Wachstum, geglättet durch einen rollenden Durchschnitt über fünf Jahre:

## Differenz zwischen Bondrendite und Wachstum fällt immer tiefer

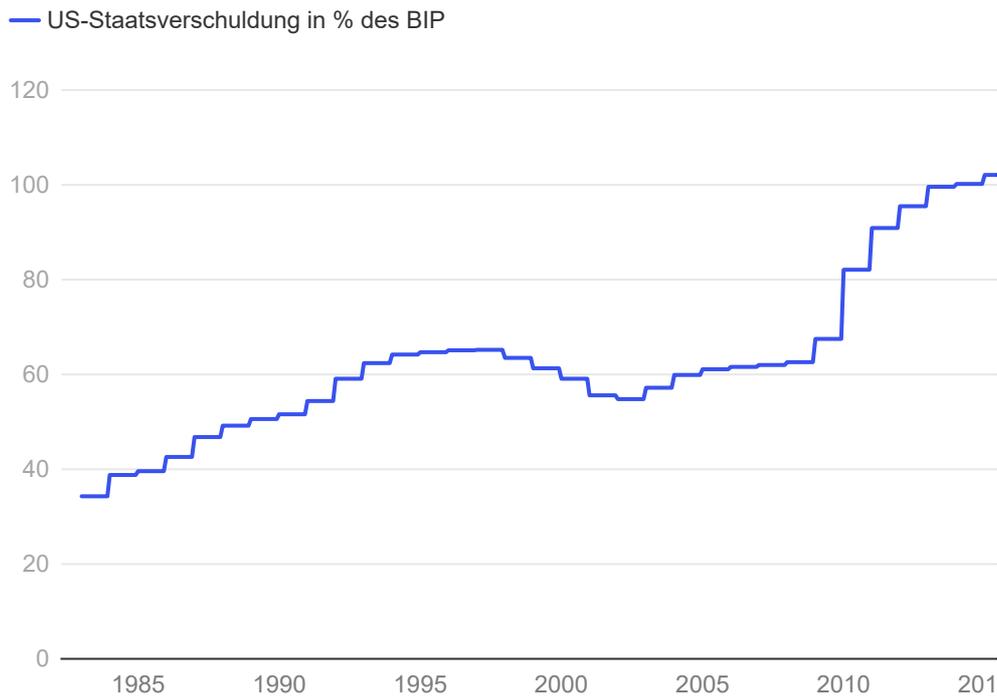


Im Jahr 2000 fiel die Kurve erstmals unter die Null-Linie, die Märkte crashten. Vor der Grossen Finanzkrise fiel die Kurve auf ein neues Tiefst, unmittelbar gefolgt von einem noch zerstörerischen Crash, und heute wurde trotz der derzeit hohen Zinsen ein unglaubliches neues Tiefst erreicht.

### **2. Dauerhaft zu tiefe Zinsen sind asozial**

Der folgende Chart zeigt die Staatsverschuldung der USA im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt:

## US-Staatsverschuldung steigt nach jeder Rettungsaktion des Fed



Ist es ein Zufall, dass die US-Verschuldung nach 2000 nach oben gedreht hat, nach 2008 explodiert ist und nach der Kalamität Corona auf Höhen gestiegen ist, die sonst nur in Bananenrepubliken zu beobachten sind?

Man kann einwenden, dass Covid kein Notenbankfehler war, die Pandemie traf aber auf eine von der Zentralbank verursachte schwierige Verschuldungslage und das «Gesetz», dass die immer grösser werdenden Krisen einen immer grösseren Mitteleinsatz zu ihrer Behebung bedingen und die Schulden als Resultat der Schadensbeseitigung immer weiter steigen. Dies ist zutiefst **asozial**, da unsere Kinder die Folgen des heute mit Zinssteroiden hochgepushten Wachstums bezahlen werden – ein mieses Kosten-Nutzen-Verhältnis, wie ich meine.

Ich verweise hier auf weitere, von Mark Dittli und Albert Steck in ihren Beiträgen genannten asozialen Wirkungen von zu tiefen

Zinsen, insbesondere auch betreffend der schweizerischen Spezialität von Negativzinsen.

### 3. Die Rolle der Banken: Banken kommen und ...gehen

LTCM wurde unter der Federführung des Federal Reserve von den grössten Banken Amerikas «gerettet» – will heissen, die Kernschmelze des globalen Finanzsystems wurde vermieden. All die honorigen Banken, die bei der Rettung dabei waren (und viele andere), waren aber nicht Opfer von LTCM, sondern **Täter**.

Erstens balgten sie sich um die Finanzierung des Hedge-Fonds LTCM, nicht weniger als fünfzig Institute hatten LTCM gerne als Kunden, unter Verzicht von wichtigen Haircuts. Zweitens machten sie mit: Einmal aufgeschreckt durch die spektakuläre Performance des Fonds, platzierten sie die gleichen Wetten in den gleichen Märkten. Drittens hätten sie wissen müssen, was läuft, gemäss Roger Lowenstein hätten sie die «Punkte verbinden müssen». Genauso wie im Fall Archegos übrigens.

In der entscheidenden Sitzung beim Federal Reserve waren die Chefs von Bankers Trust, Bear Stearns, Chase Manhattan, Lehman Bros., Merrill Lynch, Salomon Smith Barney, Goldman Sachs, JPMorgan und Morgan Stanley anwesend. Das war im August 1998. Von dieser Gruppe existieren nur noch drei (3!) Banken, die Letztgenannten. Die anderen wurden geschluckt, meist in erbärmlichem Zustand am Rande des Konkurses.

Der überlebende Rest bildet – wie auf den anderen Kontinenten auch – eine kleine, enorm rentable, oligopolistische Clique weit jenseits von **«Too Big To Fail»**. Fast Forward zu UBS: Banken stehen immer im Epizentrum von Finanzcrashes, ob sie es wollen

oder nicht, das liegt an ihrer zentralen Lage im Finanzsystem. Sie können noch so viel Risiken in das Schattenbanksystem transferieren, sie bleiben verbunden, sie kommen und ...sie gehen.

#### **4. Die Rolle der Politiker und: geht es wieder in die falsche Richtung?**

Banken werden heute stark **reguliert**, viele sagen zu stark. Auf der anderen Seite verlagert sich ein grosser Teil des Finanzgeschäfts in den **unregulierten** Bereich (Private Debt), wobei die Banken in mannigfaltiger Weise mit diesen Parabanken verbunden bleiben, das Risiko also nicht verschwunden ist. Der Staat muss aufpassen, dass er durch Basel III nicht die nächste Katastrophe geradezu heraufbeschworen hat.

Gleichzeitig ist die Finanzpolitik der meisten Staaten so expansiv wie nie ausserhalb von Kriegszeiten, und gleichzeitig verfolgen sie eine expansive Geldpolitik. Und drittens hört man aus den USA die Donnerschläge der künftigen Deregulierung.

Gibt Ihnen das ein gutes Gefühl?

#### **5. Die Rolle der Gelehrten: traue nicht den Superstars**

Der Fall LTCM ist der Paradefall eines naiven Vertrauens in Star-Ökonomen. Die bei LTCM beschäftigten Robert Merton und Myron Scholes gehörten zur absoluten Avantgarde und wurden unmittelbar vor dem Zusammenbruch des Fonds zu Nobelpreisträgern gekürt. Man kann im Buch «When Genius

Failed» manches Bonmot zur Marketingwirkung dieser beiden «Weisen» nachlesen.

Das Fazit aber ist und bleibt: Ökonomen bleiben ...Ökonomen, also Verhaltenswissenschaftler. Fragen Sie drei, erhalten Sie vier Meinungen. Es passt, dass Sie, vielleicht wie ich, jeweils im Spätherbst mit einer gewissen Portion an Fremdschämen die Schlichtheit der Konzepte von Nobelpreisträgern im Bereich Wirtschaft konstatieren, verglichen mit ernstzunehmenden Wissenschaftlern aus den Fächern Medizin, Physik, Chemie etc.

Ich halte es da mit Jim Cramer: *«Perhaps the term <genius> should be reserved for Mozart and not for arbitrageurs.»*

## 6. Am Ende gewinnt... Warren Buffett

Warren Buffett verzichtete als einer der wenigen auf einen Einstieg in LTCM. Zudem veräusserte er 1997, kurz vor der LTCM-Katastrophe, seinen Anteil an Citigroup – Citi war in die gleichen Märkte investiert wie LTCM – zum absoluten Top-Preis an die Travellers Group. Buffett wurde immer wieder als möglicher Retter von LTCM genannt, er verzichtete aber wohlweislich. Eines der vielen unvergesslichen Quotes aus Lowensteins Buch schliesst dieses Thema bündig ab: *«Long-Term's partners had even shorted Berkshire, an arbitrage on which they had lost about \$ 150 million.»*

## 7. Glauben Sie nicht dem Finanzmarketing

LTCM nannte sich «**Long Term**», die Portfoliokonstruktion entsprach aber eher einem von kurzfristigen Risiken

dominierten Single-Bet, also dem Gegenteil von LTCM's Finanzmarketing. Seien Sie skeptisch, wenn in der Politik von «Sondervermögen» oder am Finanzmarkt von «unkorreliert» gesprochen wird, oder Ihnen angetragen wird, «Gutes zu tun und gut zu verdienen».

## **8. Die Welt ist nicht normalverteilt, die Tails sind fat, Korrelationen sind nicht stabil**

Der Fall LTCM hätte gemäss den hauseigenen Ökonomen nie passieren dürfen:

*«Theoretically, the odds against a loss had been prohibitive; such a debacle was, according to the mathematicians, an event so freakish as to be unlikely to occur even once over the entire life of the Universe.»*

Sprüche, die wir nach jedem Crash hören. Nur macht es den Anschein, als ob der Markt mindestens teilweise auch heute noch an normalverteilte Renditen und fixe Korrelationen glaubt. Tun Sie es nicht.

## **9. Zum Schluss: Wo versteckt sich der nächste Fall LTCM?**

Die vielbeschworene **Derivative**-Katastrophe ist bisher **nicht** geschehen. Nicht bekannt ist, ob sie wegen gutem Risikomanagement, Regulierung oder anderen Gründen ausgeblieben ist.

Wo also, wenn nicht in Derivaten, könnte sich der nächste Fall LTCM verbergen?

Ein naheliegender Kandidat ist **Private Debt**, zu offensichtlich sind die Parallelen:

Hedge-Fonds wie Private Debt sind kaum reguliert, intransparent, teuer, wie dazumal bei LTCM ist die Nachfrage immens, die Anzahl Anbieter explodiert, die Investitionen erfolgen unter der Oberfläche, beide gerieren bzw. gerierten sich als «Liquidity Provider», als Alternative zu den Banken, beide gehören zum Schattenbanksystem, beide erhalten Geld mit einem Lock-up, der einen Run verhindern soll.

Sogenannte Feeder-Konstruktionen kanalisieren Geld in diese Produkte, LTCM wie Private Debt waren und werden von den Banken finanziert, und sie migrieren in immer neuere Geschäftsfelder. Waren es bei LTCM die fallenden Spreads, ist es bei Private Debt die schleichende Verschlechterung der Qualität des Underlyings, also der Bilanzen der Schuldner, die den Business Case zunehmend kompromittiert.

Es gibt aber zwei wichtige Gründe, weshalb die Sorgen überzogen sein könnten: Private Debt ist enorm heterogen, ein Klumpenrisiko analog zu LTCM – ein einzelner, kolossaler Fonds – existiert nicht. Zweitens fehlt bei Private Debt auch der bei LTCM eingesetzte enorme Leverage (in der Spitze bei 100:1). Noch.

Wir bleiben am Ball!

**Appendix I:** Sie fragen sich vielleicht, ob die Branche nach dem Fall von LTCM in sich gegangen ist und sich geläutert hat. Ich muss Sie enttäuschen: Myron Scholes schrieb neue Lehrbücher, unterrichtete wieder in Stanford und durfte weiter Geld für

Superreiche verwalten. Robert Merton kehrte nach Harvard zurück und wurde bei JPMorgan als Konsulent für Risikomanagement angeheuert. LTCM-Gründer John Meriwether und Konsorten eröffneten flugs nach der Pleite den nächsten Hedge-Fonds.

**Appendix II:** Es gäbe noch so viel zu sagen zum Fall LTCM, ich verschone Sie aber mit einem vierten Teil. Lesen Sie das Buch von Roger Lowenstein!

## 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: 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

**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



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.