

## MEINUNG

**Ein Weihnachtsmärchen der besonderen Art: Wie die nächste Finanzkrise ablaufen könnte**

In wenig beachteten Nischen der Finanzmärkte laufen Trends, die unweigerlich zum grossen Knall führen, wenn ihnen nicht Einhalt geboten wird. Wir präsentieren ein mögliches Drehbuch der kommenden Krise.

Jürg Lutz

18.12.2025, 03.43 Uhr

Es beginnt unauffällig mit einer Bloomberg-Meldung, die am **Freitag**, 18. Dezember 2026, um sechs Uhr morgens Tokio-Zeit aufpoppt.

«\*MASAYOSHI SON'S SOFTBANK BUYS STRUCTURED CREDIT PORTFOLIO FROM NORINCHUKIN BANK; BN 06:00»

Der Wertpapierhandel an der Wallstreet ist soeben zu Ende gegangen, in Europa ist es später Abend, die Trader sind beim Christmas Shopping oder im Ausgang, weg von den Handelsterminals. Das Börsenjahr 2026 war ein erfreuliches, die Zinssenkungen der US-Notenbank unter ihrem Chef Stephen Miran und ihr kräftiges Quantitative Easing absorbierten seit dem Sommer die gesamten, ausschliesslich mit kurz laufenden Treasury Bills getätigten Schuldenemissionen des neu von Russell Vought geleiteten US-Schatzamtes. Der schwache Dollar

befeuerte die globale Liquidität und sorgte für konstantes Risk-on an den Märkten, der Yen-Carry-Trade und chinesische Stimuli waren für zusätzlichen Schub aus dem Fernen Osten verantwortlich.

Katsunori Tanaka, Gründer und CIO des japanischen Hedge Funds Ariake Capital, sieht die Bloomberg-Meldung, überlegt und geht eine Short-Wette ein gegen japanische REITs, japanische Regionalbanken, japanische Versicherer und japanische Agrarunternehmen. Beim Mittagessen informiert er befreundete Trader über diese Wette. Im Laufe des Tages entsteht so eine kleine, aber auffällige Bugwelle von Short-Selling-Aktivitäten in allen Derivaten, die sich auf japanische Werte beziehen, sowie umfangreiche Yen-Käufe gegen Risk-on-Währungen wie den australischen und neuseeländischen Dollar oder die schwedische und norwegische Krone sowie Verkäufe von Euro, Pfund und kanadischem Dollar gegen den US-Dollar. Der Handel im Nikkei endet um sieben Uhr Zürich-Zeit mit einem Minus von lediglich 0,45%. Aber der berühmte Flügelschlag des Chaos-Schmetterlings ist geschehen und entfacht den Orkan.

Die verantwortliche Mitarbeiterin für den Overnight-Update des UBS-Handelsdesks in Zürich erwähnt in ihrem Bulletin die unscheinbare Bloomberg-Meldung mit dem Zusatz, dass es sich bei Norinchukin um eine japanische Landwirtschafts-Genossenschaftsbank handelt, weitgehend unbekannt im Westen, abgesehen von einem kleinen Detail: «Nochu» ist der weltweit grösste Einzelanleger in CLO, Collateralized Loan Obligations, also verbrieften, strukturierten Bankprodukten.

Wie sich später herausstellt, hält die Genossenschaft an diesem 18. Dezember 2026 den Gegenwert von 80 Mrd. \$ in strukturierten Kreditpapieren, fast 30% ihres gesamten globalen Anleihenportfolios und doppelt so viel wie vor Jahresfrist. Der Wertpapierhandel in Europa und den USA bleibt ruhig, nur in einer Nische des Finanzmarkts kommt es zu einer Preisänderung, die von vielen Marktteilnehmern zunächst als Falschmeldung taxiert wird: Die Rendite des Morningstar LSTA Leveraged Loan Yield Index steigt von 6,01% am Vortag auf 9,89%, ein katastrophaler Anstieg der Verfallsrendite, der an den Spike im Mai 2008 erinnert, kurz bevor die globale Finanzkrise ausbrach.

Am **Samstag**, 19. Dezember 2026, informiert Norinchukin per dürrem, ausschliesslich in Japanisch verfasstem Communiqué, dass die Übergabe des gesamten CLO-Portfolios an Softbank zu einem durchschnittlichen Preis von 75% erfolgte, 35% für die Equity-Tranchen, 60% für die Junior-Tranchen und 80% für die Senior-Tranchen.

Am **Sonntag** erscheint ein umfangreicher Artikel von Matt Levine von der Nachrichtenagentur Bloomberg, der mehr Details zum Unfall bei Norinchukin enthüllt, etwa dass bei Nochu erst im laufenden Jahr von der Praxis, ausschliesslich in CLO-Tranchen mit hohem Kreditrating zu investieren, abgekehrt wurde. Die Renditen in den Junk- und Equity-Tranchen waren zu attraktiv gegenüber den Senior Notes, dementsprechend erhöhte Nochu das Risiko. Zusätzlich hatte Nochu in sogenannte CFO investiert, in Collateralized Fund Obligations, komplizierte strukturierte Finanzierungen, denen illiquide Privatkredite statt liquide Leveraged Loans zugrunde liegen – ein eklatanter Verstoss gegen die internen Anlagerichtlinien.

Der Übeltäter aus dem mittleren Management wurde abgemahnt und in die Compliance-Abteilung strafversetzt. Zudem hatten umfangreiche bankinterne Abklärungen ergeben, dass weite Teile der Verleihungen in den CLO- und CFO-Produkten die Zinszahlungen in die Zukunft verschoben hatten («Payment in Kind»), dass ein Grossteil der referenzierten Unternehmen im Portfolio sich in einem Umschuldungsprozess befinden («Liability Management Exercise») und dass der Zweck der meisten Verleihungen darin bestand, Dividenden an Private Equity zu bezahlen («Dividend Recapitalisation», «NAV-Lending»). Ein grosser Teil der CLO-Investitionen erfolgte in Zeiten tiefer Kapitalmarktzinsen und unvorteilhafter Vertragsbedingungen («Covenant Light», Erklärungen zu all diesen und weiteren Begriffen finden Sie hier).

Am **Montag** erwachen die Anleger in Europa mit folgenden bestürzenden Neuigkeiten: Softbank: Limit Down. Nikkei: Handel gestartet, dann ausgesetzt. Yen fluktuiert wie wild. Gold im Plus mit 5%, Bitcoin kollabiert von 125'000 auf 60'000 \$, die Aktienmärkte in Fernost handeln blutrot, die Futures auf den Nasdaq und den S&P 500 notieren zunächst ebenfalls deutlich im Minus und werden dann gestoppt.

Eine weitere, scheinbar unverfängliche Meldung erscheint auf Bloombergs «Hot News»-Screen:

«\*EUROPEAN BANKS, DEUTSCHE BANK, SANTANDER, UNICREDIT, NORDEA SCRAP SRTS PLANNED FOR THIS WEEK; BN 09:00»

Die Geldhüter in Europa, EZB-Präsidentin Christine Lagarde und die EZB-Direktoren Luis de Guindos, Isabel Schnabel und

Philip Lane kommen auf dem 36. Stock des Eurotowers in Frankfurt zusammen, die Schaltung zum Ball-Room in Donald Trumps Anwesen «Mar-a-Lago» zu ihren Kollegen in den USA gelingt, Russell Vought, Stephen Miran und Jared Kushner sind eingetroffen. Der Krisenausschuss der US-Notenbank trifft sich seit geraumer Zeit nicht mehr im Eccles-Gebäude in Washington, das auf Geheiss von Trump um einen riesigen Ballsaal an der ehemaligen Westmauer ergänzt wird. Einziges Traktandum: **Liquiditätshilfe und Rekapitalisierung des Bankensystems.**

Weitgehend unbemerkt von der Öffentlichkeit hat sich bei den Banken in kürzester Zeit ein gigantisches Loch aufgetan. Das Problem: Zuerst hatten vor allem europäische Banken, im laufenden Jahr aber zunehmend auch US-Finanzinstitute, umfangreiche Teile ihrer Ausleiheportfolios mit «Significant Risk Transfers» (SRT) im Schattenbanksystem abgesichert.

Diese Rückversicherung funktioniert nun leider ebenfalls wie eine gigantische CLO-Tranche, jetzt aber **gegen** die Banken: Würde man die Ausleihungen der Banken Mark-to-Market, also mit Marktpreisen bewerten, so wäre die jeweilige Tranche, die durch das Schattenbanksystem, Hedge-Fonds und Private-Debt-Vehikel übernommen wurde, komplett vernichtet, die Verluste würden darüber hinaus tief in die Substanz der Banken eindringen. Leider hatten aber die Banken, begünstigt durch die SRT-Operationen, das freigeschaufelte Eigenkapital für Dividenden und Aktienrückkäufe verschwendet.

Schuld sind die Credit Spreads, die gleich zu Beginn des Handelstages explodierten, da einige «Over the counter»-Märkte noch funktionierten. Der europäische Itraxx Crossover schnellte hoch auf Distressed-Niveau, der amerikanische CDX-

Crossover-Index ebenso. Das bedeutet aber: Grosse Teile des Schattenbanksystems sind faktisch bankrott.

Unvorsichtigerweise hatten die gleichen Banken, die SRT an Hedgefonds und Private Debt verkauft hatten, die Institute dieser Käufer mit Krediten finanziert, mit dem Plazet der Aufsicht übrigens. Diese Ausleihungen waren jetzt auch wertlos.

Diese drei Hammerschläge, erstens die Neubewertung der Ausleiheportfolios der Banken, die durch die deutlich höheren Risikospreads in den spekulativen Bereich abgerutscht sind, zweitens die Vernichtung des Schutzschildes der SRT und drittens die ins grelle Licht gestellte, fragwürdige Refinanzierung des Schattenbanksystems hatten das Eigenkapital fast aller europäischen Grossbanken und einem ungewissen Teil der amerikanischen Institute unter das gesetzliche Minimum gedrückt.

«\*CORRELATION IN GLOBAL MARKETS INCREASES TO 1, MARK DITTLI OF THE MARKET SAYS; BN 10:00»

Ein böses Wort aus der Zeit der grossen Finanzkrise kommt hoch: das **Korrelationsrisiko**. Gemeint ist die Gefahr, dass in Krisenzeiten alle Risk-on-Vermögenswerte gleichzeitig einstürzen können, die Korrelation also auf 1 steigt, egal, wie hoch die Bonität, die Profitabilität, die historische Schwankungsbreite dieser Assets waren. Es wird daran erinnert, dass die CLO, die im Epizentrum des Marktbebens stehen, zwar enorm robust gebaut sind, aber nur unter der Prämisse, dass die Korrelation im Pool niedrig ist. Steigt sie sprunghaft auf 1, sind nicht nur die First-Loss-Tranchen wertlos, sondern auch die mit AAA eingestuften Senior Notes, die in den Portfolios der Versicherungen und Pensionskassen liegen.

«\*EXCHANGES CLOSE FOR UNKNOWN TIME, BN 11.00»

Die Notenbanken versuchen, das System mit Geld zu fluten, das Fed installiert eine Dollar-Fazilität für Europa, Lagarde sagt:

«Whatever it takes, again».

«\*APOLLO AND ATHENE SAY EVERYTHING FINE; BN 16.00»

«\*ARES AND KKR: THERE IS NO REASON FOR PANIC, NO RUN EXPECTED; BN 16.05»

Die Architekten von CLO, CFO und die Betreiber von Private-Debt-Vehikeln versichern, dass die Finanzierung gesichert ist, dass die Verträge lange Laufzeiten aufweisen, dass keine Rückgaben möglich sind, kurz, dass kein Grund zur Panik bestehe.

Zur gleichen Zeit melden sich Mitarbeiter der Aufsicht bei allen schweizerischen und europäischen Pensionskassen mit dem Auftrag, detaillierte Angaben zu den Holdings in Private Debt und Structured Credit zu liefern.

«\*BLACKSTONE SCRAPS PLANNED CLO SQUARED; BN 17.00»

«\*BLACKROCK TO RESELL HPS TO HIGHEST BIDDER; BN 18.00»

Die ETF-Verkaufsorders wurden an diesem Montag auf der ganzen Welt nicht bedient, am Telefon der Banken nimmt

niemand ab, die Online-Systeme laufen nicht. Regelmässig werden die ETF-Preise abrupt herabgesetzt, aber der Handel findet trotzdem nicht statt. 95% der existierenden Reverse Barrier Contracts sind ausgeknockt, tot.

Die Handelsspanne des liquidesten «Eidgenossen»-Kontraktes notiert mit einer Bid-Offer-Differenz von 15 Punkten, Absicherung mit Staatsanleihen ist unmöglich.

«\*OPENAI SAYS IPO FOR NEXT MONDAY IS POSTPONED; BN 22.00»

Der **Dienstag** beginnt mit einer in Krisen fast schon typischen Nachricht:

«\*BERKSHIRE TAKES OVER APOLLO AND ATHENE FOR 1 DOLLAR; BN 00.05»

Und einer ebenso charakteristischen Meldung:

«\*ECB WARNS ON SYNTHETIC SRTs AS EUROPE BOOSTS SECURITISATION, MULLS SWEEPING REGULATION; BN 07.30»

Die Börsen bleiben geschlossen, die USA entscheiden, die über Nacht **insolventen amerikanischen Lebensversicherer** zu **verstaatlichen**. Insolvente Lebensversicherungen? In den letzten Jahren haben sich Private-Debt-Anbieter günstig angeschlagene Lebensversicherer geschnappt – nicht zuletzt als Gefässe für ihre eigenen Produkte. Grosse Teile dieser Branche haben sich leider mit in Bermuda domizilierten Rückversicherern entweder

verhandelt oder dort Tochtergesellschaften installiert. In den vergangenen Jahren wurden weit über eine 1 Bio. \$ an Verpflichtungen von den USA nach Bermuda weitergereicht. Die durch diese Rückversicherung erhaltenen zusätzlichen Risk-Budgets wurden von den Lebensversicherungen für Aufstockungen in Private-Debt- und Structured-Debt-Portfolios verwendet.

Im nun herrschenden globalen Risk-off verlieren diese Strukturen abrupt an Wert, die Versicherungen müssen Sicherheiten nachschliessen, die Rückversicherungen liefern aber nicht, da sie ihrerseits grosse Private-Debt-Positionen in den Portfolios haben, natürlich auch solche ihrer amerikanischen «Eltern». Die Folge: zu dünne Kapitalpuffer, fehlende Liquidität, leere Garantien. Die Rating-Agenturen reagieren mit Herabstufungen, die weitere Kapitalanforderungen triggern. Massenweise Kündigungen und die drohende Abkopplung von Refinanzierungen aus dem Bankensystems zwingen Regierung und Aufsicht zum Handeln. Trump droht Bermuda mit dem Einsatz seiner Marine.

«\*ORACLE CDS AT 1000; BN 9.00»

Viele optimistische KI-Vorhaben sind mit den Risikoaufschlägen nicht mehr haltbar, so der Grossteil der per Special Purpose Vehicles (SPV) orchestrierten Off-Balance-Konstrukte für Datacenters, die auch 2026 wie Pilze aus dem Boden geschossen sind. Die Welt schaut wie das Kaninchen vor der Schlange auf die sich in Echtzeit entwickelnde KI-Katastrophe. Denn auch hier hatte Private Debt übernommen, diese Finanzierungsarterie ist jetzt verschlossen.

Am **Mittwoch** bleibt der Handel geschlossen, aber der Newsflow reisst nicht ab.

«\*MOODY'S, S&P'S AND FITCH DOWNGRADE THOUSANDS OF CLO SENIOR TRANCHES INTO JUNK; BN 08.00»

«\*MOODY'S, S&P'S AND FITCH SAY EQUITY AND JUNIOR TRANCHES OF CLOS WIPED OUT; BN 08.00»

«\*EGAN JONES SAYS ITS PRIVATE DEBT RATINGS REMAIN FIRM; BN 08.05»

«\*BLUE OWL TO MERGE PRIVATE CREDIT FUNDS AT 10 OF PAR; BN 9.00»

«\*JEFFREY GUNDLACH: BUY PRIVATE DEBT, CLO, PRICES TROUGHING; BN 10.00»

«\*DIMON SAYS NO COCKROACHES AT JPM; BN 14.00»

**Donnerstag:** Heiligabend, ETF-Investoren belagern die Banken. Und schliesslich, kurz vor der Bescherung:

«\*MIRAN TO REVALUE GOLD HOLDINGS AND ORDERS INSPECTION OF GOLD VAULTS IN FORT KNOX, BN 15.00»

«\*TRUMP, MIRAN AND VOUGHT ANNOUNCE YIELD CURVE CONTROL IN USA, 10Y US TREASURY TO BE FIXED AT ZERO PERCENT, HOLDINGS OF FOREIGN INVESTORS MAY NOT BE SOLD UNTIL 2030; BN 16.00»

05.30: Der Wecker läutet, es ist der 18. Dezember 2025, ich schiesse schweissgebadet aus dem Bett und schaue kurz auf den Goldpreis. Unverändert. Noch mal gut gegangen.

## 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: Warum in den USA eine Zinskurvenkontrolle immer wahrscheinlicher wird**

Das Beispiel Japan zeigt, dass die Entschärfung des Schuldenproblems über eine Manipulation der Zinskurve nur mit enormen Begleiterscheinungen zu haben ist. Die japanischen Erfahrungen dürften eine Blaupause für den Westen sein.

Jürg Lutz 01.12.2025

**MEINUNG****Korrelation des Monats: Folgerungen der Weimarer Hyperinflation für heute**

Bei der Teuerungsentwicklung sind die Parallelen zu den Siebzigerjahren zu auffällig, als dass sie leicht abgetan werden könnten. Doch was würde ein neuerlicher Inflationsschub bedeuten? Ein Blick auf die Weimarer Hyperinflation lässt Folgerungen für heute zu.

Jürg Lutz 06.11.2025

**MEINUNG****Befindet sich Private Debt in einer Blase?**

Bisher handelte es sich bei Private Debt um eine exotische Nische ohne Spillover-Risiken. Das könnte sich mit dem Einstieg der Kleinanleger ändern. Und zwar Big Time.

Jürg Lutz 08.10.2025



**MEINUNG****Korrelation des Monats: Was die Weimarer Hyperinflation mit heute verbindet**

Derzeit liegt die Angst vor einem erneuten Inflationsanstieg wie in den Siebzigerjahren in der Luft. Die heutige Lage erinnert aber auch an die Weimarer Hyperinflation vor etwas über hundert Jahren. Im ersten von zwei Teilen geht es um die Voraussetzungen dafür.

Jürg Lutz 23.09.2025



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.