

Aktueller Kommentar

CDS-Spreads erhöhen sich bei zentralem Clearing

19. November 2013

Unter den vereinbarten Reformen der Derivatemärkte spielt das zentrale Clearing von OTC-Derivatekontrakten eine entscheidende Rolle, denn es verändert die bestehende Risikomanagement- und Besicherungspraxis erheblich. Trotzdem existieren bislang nur wenige empirische Untersuchungen zur Frage, wie sich die neue Marktinfrastruktur auf die CDS-Spreads auswirken wird. Unsere Ergebnisse lassen – unter Berücksichtigung verschiedener Faktoren – darauf schließen, dass die Kosten des zentralen Clearings in Form erhöhter CDS-Spreads an die Endabnehmer weitergegeben werden.

Die Staats- und Regierungschefs der G20-Länder einigten sich 2009 auf ihrem Gipfeltreffen in Pittsburgh auf Maßnahmen zur Stärkung der Marktinfrastruktur durch eine Regulierung der OTC-Derivatemärkte, einschließlich des Markts für Kreditausfallversicherungen (CDS)[1], der mit der Finanzkrise von 2008/09 in den Mittelpunkt des Interesses der Regulierer gerückt war. CDS funktionieren zwar wie einfache Versicherungsverträge, die wichtige Absicherungsmöglichkeiten bieten, und machen nur 4% des gesamten nominalen OTC-Derivatevolumens aus; trotzdem erhöhen sie aufgrund des bei CDS-Geschäften inhärenten Gegenparteirisikos und der weitgehend fehlenden Besicherung in den Augen der Politiker das Ansteckungsrisiko auf den stark integrierten Finanzmärkten.

Unter den beschlossenen Reformen, die darauf abzielen, die Transparenz zu erhöhen, indem Derivate über organisierte Plattformen (wie z.B. Börsen) gehandelt werden und indem für OTC-Transaktionen Berichtspflichten sowie Mindestkapital- und Sicherheitenanforderungen festgelegt werden, kommt der systematischen Kontrolle gegenseitiger Exposures durch den Einsatz zentraler Clearing-Gegenparteien (CCPs) zwischen den Handelsteilnehmern große Bedeutung zu. Angesichts der Tatsache, dass sich CCPs zwischen die beteiligten Parteien schalten und Käufer wie Verkäufer desselben Kontrakts werden, ist der Schritt zu einer zentralen Abwicklung ein echter Quantensprung, der die bestehende Risikomanagement- und Besicherungspraxis am OTC-Markt erheblich verändert.

Die weitreichenden Veränderungen der Marktinfrastruktur durch die Einführung von CCPs werden sich zweifelsohne auf den Wert der betroffenen Derivatekontrakte auswirken, z.B. durch veränderte CDS-Spreads. Allerdings ist zunächst weder das Ausmaß und noch nicht einmal die Richtung klar, in die sich die CDS-Spreads nach der Einführung des zentralen Clearings entwickeln dürften. Einerseits sind sich Marktteilnehmer, Regulierer und Finanzaufseher darin einig, dass die neue Risikomanagement- und Absicherungspraxis die Kosten des Derivatehandels erhöhen wird. In der Tat dürfte sich der Anstieg der Handelskosten in einer Ausweitung der CDS-Spreads niederschlagen, durch die die höheren Kosten an die Endabnehmer weitergereicht werden.[2] Andererseits ist relativ unbestritten, dass ungleich verteilte Information zu einem Rückgang der Liquidität auf den Finanzmärkten führt. Eine verbesserte Liquidität bei zentral abgewickelten CDS könnte also das Gegenteil bewirken und sogar eine Verringerung der CDS-Spreads zur Folge haben.

Ausweitung der CDS-Spreads bei zentral abgewickelten Derivaten

Um den Einfluss des zentralen Clearings auf die CDS-Spreads bestimmen zu können, verwenden wir eine Stichprobe von CDS-Kontrakten auf 103 einzelne US-Unternehmen aus zehn verschiedenen Branchen. Die CDS wurden dabei zwischen Januar 2009 und Juni 2013 zentral abgewickelt. Die wirtschaftswissenschaftliche Forschung hat herausgefunden, dass die Verschuldungsgrad einer Firma und die Volatilität ihres Aktienkurses sowie der kurzfristige risikolose Zinssatz die wesentlichen Bestimmungsfaktoren des Kreditrisikos sind. Um den Nettoeffekt des zentralen Clearings bestimmen zu können, haben wir ein empirisches Modell geschätzt, welches Zeiteffekte in den Daten und die drei Haupttreiber des Kreditrisikos berücksichtigt.[3] Die Ergebnisse unserer Analyse sind statistisch signifikant und bemerkenswert:

- Im Durchschnitt weiten sich CDS-Spreads bei zentralem Clearing um 9 Bp. aus.
- 48% der Firmen, deren CDS zentral abgewickelt werden, verzeichnen eine Ausweitung der Spreads, während es nur bei 25% eine Verengung gibt. Für 27% der Firmen hat das zentrale Clearing keine Auswirkungen auf die Spreads.
- Wie schon frühere Untersuchungen gezeigt haben[4], führen ein Anstieg des Verschuldungsgrads einer Firma und der Volatilität ihres Aktienkurses ebenfalls zu einer Ausweitung der CDS-Spreads. Der kurzfristige risikolose Zinssatz hat durch seine Verwendung im Abzinsungsfaktor den gegenteiligen Effekt.

Obwohl unsere Ergebnisse bereits auf höhere Spreads für zentral abgewickelte CDS hindeuten, könnte der Anstieg noch stärker ausfallen, sobald die regulatorischen Neuerungen vollständig umgesetzt sind. Unsere Analyse musste sich noch auf wenige Unternehmen beschränken, da die zentrale Abwicklung von CDS-Kontrakten bisher nur für eine begrenzte Anzahl von Firmen verfügbar ist – für solche, die eine hohe Bonität und relativ stabile Aktienkurse aufweisen. Dementsprechend könnten sich die CDS-Spreads bei Nutzung des zentralen Clearings durch deutlich mehr Unternehmen noch stärker ausweiten.

Insgesamt zeigen unsere Ergebnisse, dass Investoren, die CDS-Kontrakte zur Absicherung gegen Risiken verwenden, unter der neuen Marktinfrastruktur höhere Risikoprämien zu erwarten haben und wahrscheinlich ihre Absicherungspraxis überdenken müssen.

[1] Die regulatorischen Reformen werden in den USA durch den Dodd-Frank Act sowie in Europa durch die EMIR-Verordnung und die MiFID 2-Richtlinie umgesetzt.

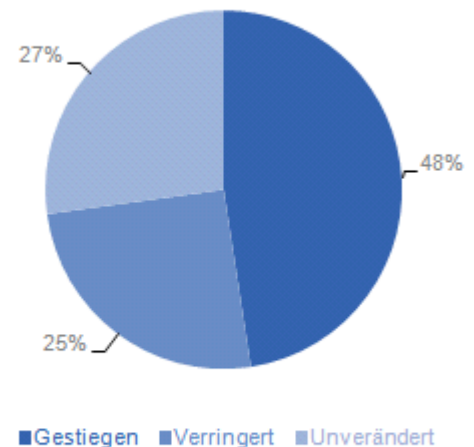
[2] Nach Einschätzung einiger Beobachter wird das Gegenparteirisiko in den CDS-Spreads eingepreist, und ein Anstieg des Gegenparteirisikos führt zu einer Verengung der CDS-Spreads. Deshalb könnte sich eine Senkung des Gegenparteirisikos durch die Einführung des zentralen Clearings gleichzeitig in einer Ausweitung der CDS-Spreads widerspiegeln. Die aktuelle wirtschaftswissenschaftliche Literatur zeigt jedoch, dass der Effekt des Gegenparteirisikos auf die CDS-Spreads fast zu vernachlässigen und ökonomisch insignifikant ist.

[3] Wir verwenden in unserem Modell Quartals-Dummies, um bestimmte Zeiteffekte in den Daten zu berücksichtigen. Das Modell wird mit täglichen Beobachtungen für jedes Unternehmen neu geschätzt.

[4] Siehe [J. Ericsson, K. Jacobs und R. Oviedo (2009), "The determinants of credit default swap premia", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44, 109-132] und [B.Y. Zhang, H. Zhou and H. Zhu, (2009), "Explaining Credit Default Swap Spreads with the Equity Volatility and Jump Risks of Individual Firms," Review of Financial Studies, 22, 5099-5131] für eine genauere Erörterung.

Die Aktuellen Kommentare im Audio-Format finden Sie [hier](#)...

CDS-Spreads: Tendenziell höher bei zentralem Clearing



Basierend auf CDS-Kontrakten von 103 US-Firmen, Zeitraum 2009-2013

Quelle: DB Research



Autor:
Orcun Kaya (+49) 69 910-31732

mehr zum Research-Bereich **Banken, Finanzmärkte und Regulierung**
Aktuelle Kommentare - Archiv

© Copyright 2013. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.