



Dr. Jochen Felsenheimer
Telefon: +49 89 589275-120
jochen.felsenheimer@xaia.com

**IMF – Global Financial Stability Report (GFSR):
A New Look at the Role of Sovereign Credit Default Swaps**

Die aktuelle Ausgabe des GFSR („Old Risks, New Challenges“, April 2013; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/01/index.htm>) beinhaltet eine dezidierte Analyse des Marktes für Staaten-CDS (SCDS). Hierbei steht die Frage im Mittelpunkt, ob SCDS eine destabilisierende Wirkung in Krisensituationen haben, was das zentrale Argument für die Einführung von Short-Selling Restriktionen (SCDS-Ban) darstellt. Im Folgenden fassen wir die Ergebnisse kurz zusammen und stellen diese in den Kontext des aktuellen Leerverkaufsverbots in der Eurozone.

Der Hintergrund der Diskussion über die Effekte von SCDS geht auf die Erfahrungen während der europäischen Schuldenkrise zurück. Ursprünglich hierbei waren die Entwicklungen in Griechenland in 2010, als griechische Staatsanleihen aufgrund der desolaten ökonomischen Entwicklung und der darauf folgenden Herabstufungen von Seiten der Rating-Agenturen massiv unter Druck geraten sind. Zwei zentrale Punkte wurden damals diskutiert: Erstens die Frage, ob mit SCDS spekulative Attacken auf Länder durchgeführt werden und zweitens, ob SCDS in Krisensituationen eine destabilisierende Wirkung entfalten.

Die Diskussion bezüglich spekulativer Attacken wurde damals von Seiten der europäischen Autoritäten (BIS, Europäische Kommission, nationale Finanzaufsichten) eingehend analysiert. Hierbei wurde vor allem die Frage erörtert, ob SCDS für Spekulanten ein Instrument darstellen, welches gezielt eingesetzt wird, um Attacken gegen Mitgliedsländer zu implementieren. Hierbei wurde die Parallele zu spekulativen Attacken gegen eine Währung herangezogen, wie bspw. 1997 gegen den thailändischen Baht. Hierbei verkaufen Investoren Inlandswährung in letzter Konsequenz gegen die Zentralbank des jeweiligen Landes, wobei diese ihre Fremdwährungsreserven einsetzen muss, um die Inlandswährung aufzukaufen. Sind die Währungsreserven erschöpft, muss die Inlandswährung abgewertet werden, wodurch die Spekulation den Charakter einer selbsterfüllenden Prophezeiung annimmt.¹

Dieser Vorwurf konnte jedoch faktisch und auch theoretisch nicht aufrechterhalten werden, da der Mechanismus des CDS-Handels eine völlig andere Situation generiert, als das bei Währungsattacken der Fall ist. Die Gegenpartei in einer CDS-Transaktion ist eben nicht das „angegriffene“ Land selbst, sondern ein beliebiger Marktteilnehmer, der aus verschiedenen Gründen die Gegenposition nimmt. Das netto „Kreditrisikovolumen“ des Landes bleibt durch die Transaktion unberührt. Deshalb hat sich die Diskussion in den letzten beiden Jahren darum gedreht, ob SCDS in Krisensituationen destabilisierend wirken. Diese Frage stellt das zentrale Thema des aktuellen GFSR dar, da die Annahme der destabilisierenden Wirkung eben als Hauptargument für regulatorische Eingriffe in den Markt herhalten muss. Nachfolgend eine Übersicht über die Ergebnisse des IMF:

- › Während SCDS denselben fundamentalen Erklärungsmustern folgen wie die Preisentwicklung von Staatsanleihen, ist der SCDS-Markt informationseffizienter und verarbeitet Informationen v.a. in Stress-Situationen schneller als der Markt für Staatsanleihen.
- › SCDS stärken die Stabilität des Finanzsystems aufgrund ihrer Eigenschaft als Absicherungsinstrumente. Allerdings werden in Krisenzeiten über SCDS Ansteckungseffekte übertragen, wobei es in einzelnen Euro-Staaten hier auch zu Overshooting-Effekten gekommen ist.
- › Die Rolle der Staaten und Regulierungen wird vom IMF zwiespältig betrachtet. Einerseits wird die Einführung von Central Counterparties (Clearinghäuser) im Zuge der Umsetzung von EMIR Anfang 2014 positiv bewertet, da Übertragungseffekte eingedämmt werden. Andererseits nimmt der IMF klar negativ Stellung zum europäischen CDS-Ban (in Kraft seit November 2012), was v.a. durch die geringere Liquidität des Marktes durch das Leerverkaufsverbot begründet wird. In diesem Zusammenhang wird auch darauf hingewiesen, dass der CDS-Ban möglicherweise Ausweichhandlungen nach sich zieht und alternative Absicherungsmöglichkeiten in hoch korrelierten und nicht regulierten Segmenten gesucht werden (Anm.: in Europa können angesichts des fundamentalen Zusammenhangs und auch aus empirischer Sicht SCDS durch liquide handelbare Financial-CDS repliziert werden, bspw. durch den iTraxx Financials Senior oder Sub Index).



- › Der IMF weist auf die der Analyse zugrunde liegenden begrenzten Datenversorgung hin, so dass der Regulator möglicherweise über zusätzliche Informationen bezüglich der exakten Positionierung einzelner Marktteilnehmer besitzt (und dadurch wiederum auf Hinweise auf potenzielle Ansteckungseffekte) und somit Short-Selling Restriktionen rechtfertigen kann.

Folgende aus unserer Sicht relevanten Punkte werden darüber hinaus angesprochen:

- › Der IMF beschreibt die Wirkungen einer hypothetischen Niedergangs des SCDS Segments (Box 2.3, S. 19). Hierbei wird auf die Gefahr hingewiesen, dass in Ermangelung anderer Alternativen des Short-Sellings in vielen Ländern (in Ermangelung von liquiden Future-Märkten) Financial-CDS als Alternative verwendet werden können (s.o.). Dies würde zu einer nicht wünschenswerten weiteren Vernetzung von Staaten- und Bankenrisiken führen und anderen regulatorischen Bestrebungen diametral entgegenstehen.
- › Die größte Aufregung bezüglich des Funktionsmechanismus von Staaten-CDS während der Restrukturierung griechischer Staatsanleihen (PSI) im März 2012 war offensichtlich umsonst. Auch der IMF stellt trotz des erfolgreichen Settlements der CDS-Kontrakte (und die damit verbundene ökonomisch effiziente Absicherung von GGBs) einen Vertrauensverlust fest und begrüßt die von der ISDA aktuell diskutierte Anpassungen in den ISDA Credit Derivatives Definitions (S. 24).
- › Der IMF geht auf Basis-Trading ein und zeigt die historischen Spread-Differenzen zwischen Staatsanleihen und SCDS für Emerging Markets- und entwickelte Länder auf (Figure 2.14, S. 26). Eine schöne Darstellung, um Basis-Ideen zu sammeln.
- › Eine sehr wichtige Frage betrifft die Einführung von CCPs (zentrale Gegenpartei). Hier besteht ein prinzipielles Problem bei der Bereitstellung von Marginzahlungen und vor allem der Collateralstellung, da diese ein „wrong-way risk“ darstellen. Werden Euro oder USD denominated Staatsanleihen als Sicherheit gestellt, kann es zu einem Teufelskreis genau dann kommen, wenn in einer Krisensituation eine Ausweitung der Risikoprämien mit einem Währungsverfall einhergeht. Dann müssen mehr Sicherheiten zur Verfügung gestellt werden, die jedoch kontinuierlich an Wert verlieren. Anm.: CCPs können also durchaus systemische Risiken bedingen, die krisenverschärfend wirken.

Neben der Tatsache, dass der aktuelle GFSR sehr interessante Thesen und auch Daten beinhaltet, sehen wir einen weiteren positiven Effekt. Jeglichen Statements von Marktteilnehmern stehen die Autoritäten natürlich skeptisch gegenüber, da diese ja durchaus eigene Interessen verfolgen. Deshalb ist die Analyse des IMF als unabhängige Organisation sehr wichtig um zu zeigen, dass CDS-Märkte einen positiven Einfluss auf die Stabilität der Finanzmärkte haben.

Das Grundproblem des aktuellen Short-Selling-Bans besteht unserer Ansicht nach darin, dass die Regulierungsbestrebungen innerhalb der Eurozone nicht aufeinander abgestimmt sind und deshalb einen nachhaltigen Schutz vor den Effekten von Finanzkrisen womöglich nicht leisten können. Angesichts der extremen Eingriffe in den Markt, wird neben ökonomischen Entwicklungen die Analyse der Wirkung regulatorischer Maßnahmen eine immer wichtiger werdende Rolle bei der Asset-Allokation wie auch beim Aufsetzen von Handelsideen einnehmen.

In eigener Sache: Die mit Spannung erwartete finale Umsetzung der von der ISDA bereits bekannt gemachten Anpassungen der Credit Derivatives Definitions (bspw. auch die Lieferung restrukturierter Anleihen in die Auktion als Reaktion auf das Griechenland-PSI), werden wir natürlich zeitnah nach deren Erscheinen kommentieren.

¹ In der Krisenliteratur sind diese Modelle zur Erklärung bspw. der Asienkrise als Modelle der dritten Generation bekannt, die wiederum in Financial-Panic- und Moral-Hazard- Modelle unterteilt werden können. Für den interessierten Leser empfehlen wir folgende Lektüre zu Financial-Panic-Modellen Obstfeld, M. (1996): „Models of currency crisis with self-fulfilling features“, *European Economic Review*, Nr. 40). Zu Moral-Hazard-Modellen bietet sich Krugman (1998): „What happened to Asia“, web.mit.edu/krugman/www/disinter.html an.