

Zero Signal Kreditmarkt

Eine strukturelle Fragilitätsanalyse des Single-Name-CDS-
Marktes



NUREMBERG · 2026

Pavel Miska

Senior Software Engineer / Quant Systems Architecture

INHALTSVERZEICHNIS

- 01 Einleitung: Zero Signal im Kreditmarkt

- 02 Konzentration auf systemisch bedeutende Referenzentitäten

- 03 Regionale Verteilung und methodische Verzerrung

- 04 Unterschiedliche Reaktion auf Marktereignisse

- 05 Die fünf strukturellen Stress-Kanäle im Kreditmarkt

- 06 Die drei Kategorien von Tail-Risk-Daten im CDS-Markt

- 07 Regime Detection im CDS-Markt

- 08 Stress-Kaskade im Kreditmarkt

- 09 Implikationen für Handel und Risikomanagement

- 10 Zusammenfassung der Befunde

- 11 Zentrale Handlungsfelder im Überblick

Einleitung: Zero Signal im Kreditmarkt

Das Zero-Signal-Framework beschreibt einen Marktzustand, in dem klassische Indikatoren Ruhe signalisieren, während sich unter der Oberfläche bereits strukturelle Fragilität aufbaut. Der Single-Name-CDS-Markt liefert dafür ein Lehrbuchbeispiel.

Auf aggregierter Ebene wirkt die Entwicklung der Jahre 2021–2025 unauffällig: Der Markt wächst, das Handelsvolumen steigt, die Zahl der gehandelten Referenzentitäten bleibt stabil. Diese Ruhe an der Oberfläche verdeckt jedoch eine Fragilität, die Standardmodelle systematisch übersehen – nicht weil die Daten fehlen, sondern weil die Modelle nach den falschen Mustern suchen.

Zero Signal im Kreditmarkt heißt konkret:

- Der Markt wirkt liquide – die Liquidität konzentriert sich aber auf eine Handvoll Namen.
- Die Spreads sind eng – die Mechanik dahinter ist fragil.
- Die Volatilität ist niedrig – die Cross-Asset-Kopplungen werden gleichzeitig enger.
- Alle Standardindikatoren zeigen Ruhe – die strukturellen Treiber von Tail-Risk sind längst aktiv.

Die folgende Analyse legt diese Struktur anhand der vorliegenden Marktdaten offen.

Konzentration auf systemisch bedeutende Referenzentitäten

Über den gesamten Beobachtungszeitraum 2021–2025 fanden sich exakt 30 Referenzentitäten in jedem einzelnen Quartal unter den Top 100 der gehandelten Single-Name-CDS – ein bemerkenswert stabiler Kern in einem angeblich breiten Markt.

Diese 30 Entitäten setzen sich überwiegend zusammen aus:

- **Neun europäischen Großbanken:** Banco Santander, Barclays, BNP Paribas, Deutsche Bank, HSBC, Intesa Sanpaolo, Société Générale, Standard Chartered, UniCredit.
- **Zwei europäischen Staaten:** Frankreich und Italien.
- Vereinzelt US-Konzernen (Bank of America, Ford, General Motors) sowie einigen Schwellenländer-Staaten.

Diese Konstellation ist kein Zufallsprodukt breiter europäischer Nachfrage, sondern das Ergebnis einer extremen Konzentration auf systemisch relevante europäische Emittenten. Europäische Banken nutzen den CDS-Markt sowohl zur Absicherung eigener Kreditportfolios als auch zur Preisbildung – ein Doppelzweck, der in den USA deutlich schwächer ausgeprägt ist.

ZERO-SIGNAL-IMPLIKATION

Die scheinbare Marktbreite ist eine Illusion. Eine Handvoll Emittenten dominiert das Handelsgeschehen dauerhaft. In ruhigen Phasen wird diese Konzentration nicht als Risiko wahrgenommen – sie ist genau deshalb der Nährboden künftiger Tail-Ereignisse.

03

Regionale Verteilung und methodische Verzerrung

Der Anteil der europäischen DC-Region an der gesamten Single-Name-CDS-Aktivität lag 2025 bei 48,9 %, 2023 sogar bei 54,2 %.

Dieser Anstieg lässt sich nicht ohne Kontext lesen:

- Im ersten Quartal 2023 stieg die Single-Name-CDS-Aktivität um 84,8 % gegenüber dem vorangegangenen Vier-Quartals-Durchschnitt. Auslöser waren der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank, die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS und die daraus resultierenden Ansteckungseffekte.
- Da ein Großteil der betroffenen Institute in Europa ansässig ist, stieg der europäische Anteil überproportional.

Der hohe europäische Anteil ist also weniger Ausdruck strukturell höherer Handelsaktivität als vielmehr ein Abbild geopolitischer und marktseitiger Stressereignisse mit europäischem Schwerpunkt.

Hinzu kommt eine methodische Verzerrung: Die Daten werden nach Credit Derivatives Determinations Committee (DC)-Regionen gegliedert – die Zuordnung folgt dabei dem Ort der Handelsmeldung, nicht dem Sitz der Referenzentität. Da London ein globaler CDS-Handelsplatz ist, wird ein erheblicher Teil des Handels mit US-Referenzentitäten über europäische Häuser abgewickelt und erscheint entsprechend in der europäischen Statistik.

ZERO-SIGNAL-IMPLIKATION

Die regionale Verzerrung zugunsten Europas ist teilweise ein reiner Meldeeffekt. US-Referenzentitäten können statistisch als "europäisch" erscheinen, wenn sie über europäische Handelsplätze laufen – mit der Folge einer verzerrten Risikowahrnehmung in aufsichtsrechtlichen Bewertungen.

04

Unterschiedliche Reaktion auf Marktereignisse

Index- und Single-Name-CDS reagieren in Krisenphasen nicht gleich:

- **Pandemie (2020) und Zollschock (2025):** Die Index-CDS-Aktivität stieg stärker als die Single-Name-Aktivität – typisch für systemische, breit gestreute

Absicherung.

- **Bankenkrise (2023):** Die Single-Name-CDS-Aktivität schoss deutlich nach oben, während die Index-Aktivität weitgehend stabil blieb – ein Zeichen für gezielte, emittentenspezifische Absicherungsnachfrage.

Bemerkenswert ist, dass 2023 nicht nur Banken, sondern auch andere Sektoren – Versorger, Telekommunikation, Rohstoffe – höhere Aktivität verzeichneten. Das deutet auf einen breiten Contagion-Effekt in Europa hin, der über den Bankensektor hinausging.

ZERO-SIGNAL-IMPLIKATION

Index- und Single-Name-CDS bewegen sich nicht synchron. In ruhigen Phasen nähern sich ihre Bewertungen an – bei einem Schock divergieren sie abrupt. Diese Divergenz ist ein strukturelles Merkmal, kein Rauschen, und wird von Standardmodellen kaum erfasst.

05

Die fünf strukturellen Stress-Kanäle im Kreditmarkt

Das Zero-Signal-Framework identifiziert fünf strukturelle Treiber von Tail-Risk. Im Single-Name-CDS-Markt zeigen sie sich wie folgt.

5.1 Liquidität – die dünne Oberfläche

Der Markt wirkt liquide, hält dem zweiten Blick aber nicht stand. Von 751 gehandelten Referenzentitäten im vierten Quartal 2025 wiesen nur 20 Namen (2,7 %) durchschnittlich zehn oder mehr Transaktionen pro Tag auf. Die Liquidität konzentriert sich fast ausschließlich auf die genannten 30 Kernnamen. Für Randnamen sind häufig Request-for-Quote-Prozesse oder bilateraler Handel nötig, während die Kernnamen kontinuierlich gestellt werden.

Zusätzlich verstärkt: Die Index-Aktivität ist in den Quartalen der halbjährlichen Index-Rolls (Q1 und Q3) systematisch höher, was zu periodischen Liquiditätsspitzen führt, die den Grundzustand überdecken.

ZERO-SIGNAL-EFFEKT

Die scheinbare Liquidität ist eine Illusion. Außerhalb der Top 30 drohen erhebliche Ausführungsrisiken – ein Zustand, den Standardmodelle nicht als Problem erkennen, solange die aggregierten Volumina weiterwachsen.

5.2 Leverage & Funding – der unsichtbare Verstärker

Die Clearingquote im Single-Name-CDS-Markt lag 2025 bei nur 63,1 % gegenüber 78,1 % bei Index-CDS. Ein erheblicher Teil der Geschäfte läuft bilateral, mit individuell verhandelten Sicherheitsanforderungen.

Die durchschnittliche Transaktionsgröße ist bei Single-Names mit 6,7 Mio. USD deutlich kleiner als bei Index-CDS (54,3 Mio. USD) – aufgrund der Illiquidität können daraus aber unvorhersehbare Margin Calls entstehen.

ZERO-SIGNAL-EFFEKT

In ruhigen Phasen werden Marginanforderungen tendenziell unterschätzt. Sobald ein Schock eintritt und Bewertungsmodelle auf wenige Preisquellen angewiesen sind, können Margin Calls die Illiquidität zusätzlich verstärken.

5.3 Cross-Asset-Kopplung - der Übertragungsweg

Der Schock im Bankensektor 2023 (Credit Suisse) führte nicht nur bei Banken zu höherer CDS-Aktivität, sondern sektorübergreifend – ein Hinweis auf einen breiten Contagion-Effekt.

ZERO-SIGNAL-EFFEKT

Die Kopplung zwischen CDS-Spreads, Aktienkursen und Devisenmärkten wird in ruhigen Phasen unterschätzt. Sobald ein Schock die Kreditmärkte trifft, verbreitet er sich über diese Kanäle – Standardmodelle, die auf historischen Korrelationen beruhen, erfassen diesen Effekt kaum.

5.4 Options-Gamma & Vol-Feedback - der Beschleuniger

Index-CDS weisen im Schnitt achtmal größere Transaktionen auf als Single-Name-CDS (54,3 Mio. USD vs. 6,7 Mio. USD). Der Single-Name-Markt ist fragmentierter, weniger standardisiert und damit anfälliger für abrupte Preissprünge.

ZERO-SIGNAL-EFFEKT

In ruhigen Phasen wird unterschätzt, wie stark Hedging-Aktivitäten im Single-Name-Segment wirken können. Schließt ein großer Marktteilnehmer seine Position, kann dies unverhältnismäßige Preisbewegungen auslösen.

5.5 Positionierung & Crowd-Behaviour - die Falle

Die 30 Referenzentitäten, die über fünf Jahre hinweg durchgehend in den Top 100 vertreten waren, zeigen eine extreme Homogenität der Positionierung.

ZERO-SIGNAL-EFFEKT

Marktteilnehmer hedgen dieselben Namen, verwenden dieselben Modelle, reagieren auf dieselben Signale. Die äußere Ruhe täuscht über die innere Gleichrichtung hinweg – kommt ein Schock, versuchen alle gleichzeitig, durch dieselbe Tür zu gehen.

Die drei Kategorien von Tail-Risk-Daten im CDS-Markt

Das Zero-Signal-Framework unterteilt Tail-Risk-Daten in drei Kategorien:

- **Kategorie A - Ankündigung:** zeigt, dass Stress entsteht. Beispiele: Credit-Spreads (v. a. europäischer Banken), Clearingquote (63,1 %),

Liquiditätskonzentration auf 30 Namen.

- **Kategorie B - Verstärkung:** zeigt, wie stark ein Schock wirken wird. Beispiele: Liquiditätskonzentration (nur 20 Namen mit über 10 Transaktionen/Tag), durchschnittliche Transaktionsgröße (6,7 Mio. USD), regionale Konzentration (48,9 % Europa).
- **Kategorie C - Ausbreitung:** zeigt, wohin der Stress wandert. Beispiele: Cross-Asset-Kopplungen, Bankenkrise 2023 (54,2 % europäischer Anteil), DC-Region-Zuordnung als Meldeeffekt.

Zero Signal liegt vor, wenn Kategorie-A-, B- und C-Daten übereinstimmend auf Stress, Verstärkung und Ausbreitung hindeuten – die klassischen Indikatoren (Volatilität, Preise, Korrelationen) aber weiterhin Ruhe anzeigen.

07

Regime Detection im CDS-Markt

Das Zero-Signal-Framework unterscheidet drei Regime im CDS-Markt:

Regime 1 - Stabile Marktphase (2021-2022)

- Niedrige Single-Name-CDS-Aktivität (ca. 2,0 Bio. USD)
- Hohes Index-to-Single-Name-Verhältnis (15,7-fach)
- Geringe geopolitische Spannungen

Regime 2 - Stressphase (2023)

- Starker Anstieg der Single-Name-Aktivität (+84,8 % im Q1 2023)
- Niedriges Index-to-Single-Name-Verhältnis (8,5-fach)
- Bankenkrise, Contagion-Effekte

Regime 3 - Neue Stabilität (2024-2025)

- Moderate Single-Name-Aktivität (2,8 Bio. USD)
- Stabilisiertes Index-to-Single-Name-Verhältnis (13,8-fach)
- Rückgang der europäischen Dominanz (48,9 %)

ZERO-SIGNAL-IMPLIKATION

Zero Signal ist kein Modellfehler, sondern ein eigenständiges Regime – der Zustand, in dem strukturelle Merkmale bereits auf Veränderung hindeuten, während klassische Indikatoren noch Ruhe anzeigen.

08

Stress-Kaskade im Kreditmarkt

Stress breitet sich im CDS-Markt nicht linear aus, sondern folgt einem erkennbaren Muster:

Im ersten Quartal 2023 verzeichneten nicht nur Banken, sondern nahezu alle Unternehmenssektoren einen Anstieg der CDS-Aktivität.

ZERO-SIGNAL-IMPLIKATION

Die Kaskade baut sich über Zeit auf – in der Stille von Zero Signal. Die Kopplungen zwischen den Sektoren werden enger, ohne dass es zu sichtbaren Preisbewegungen kommt. Trifft der erste Schock ein, ist die Kaskade bereits vorgespannt und wird unmittelbar aktiviert.

09

Implikationen für Handel und Risikomanagement

Die dokumentierten Strukturmerkmale des Single-Name-CDS-Marktes haben unmittelbare Konsequenzen für Handelspraxis und Risikomanagement.

9.1 Handelsausführung

Liquidität ist extrem konzentriert – außerhalb der Top 30 Namen drohen erhebliche Ausführungsrisiken. Die Mehrheit der Single-Name-CDS wird nur selten gehandelt, was zu spürbaren Bid-Ask-Spreads und Preisschlaggefahr führt. Händler sollten ihre Execution-Strategie entsprechend differenzieren: kontinuierliche Preisstellung für die Kernnamen, RFQ- oder bilateraler Handel für Randnamen.

9.2 Risikomodellierung und Bewertung

Illiquide Namen erfordern modellgestützte Bewertungen mit erweiterten Unsicherheitsbandbreiten – das erhöht das Modellrisiko gerade in Stressphasen, wenn Bewertungsmodelle auf wenige Preisquellen angewiesen sind. Genau dann, in Phasen wie Q1 2023, steigt die Single-Name-Aktivität stark an, während sie in ruhigen Phasen überproportional zurückgeht: Liquidität fehlt tendenziell genau dann, wenn sie am dringendsten gebraucht wird – ein klassisches prozyklisches Risiko.

Die starke Konzentration auf europäische Banken und Staaten erhöht zudem die Korrelation innerhalb betroffener Portfolios. Ein systemisches Ereignis in Europa trafe überproportional viele Positionen gleichzeitig.

9.3 Besicherung und Marginanforderungen

Unterschiedliche Clearingquoten führen zu heterogenen Marginanforderungen; bilaterale Geschäfte sind kapitalintensiver. Die niedrigere Zentralverrechnungsquote bei Single-Name-CDS (63,1 %) bedingt höhere bilaterale Sicherheitsanforderungen, und die geringe durchschnittliche Transaktionsgröße (6,7 Mio. USD) macht Margin Calls schwerer vorhersehbar – insbesondere wenn Bewertungsmodelle auf wenige Preisquellen angewiesen sind.

9.4 Portfoliostrategie und Absicherung

Das Verhältnis von Index- zu Single-Name-CDS schwankte zwischen 8,5-fach (2023)

und 15,7-fach (2022), bevor es sich 2025 bei 13,8-fach stabilisierte. Indices wie CDX.NA.IG und iTraxx Europe bieten dank hoher Liquidität und niedriger Transaktionskosten das effizienteste Instrument für breite Portfolioabsicherung, während Single-Name-CDS bei emittentenspezifischen Risiken an Bedeutung gewinnen. Portfolio-Manager sollten daher hybride Absicherungsstrategien verfolgen und das aus der Diskrepanz zwischen Index- und Single-Name-Spreads entstehende Basisrisiko explizit in die Risikomessung einbeziehen.

9.5 Regulatorische und berichtspflichtige Aspekte

Die regionale Verteilung mit einem europäischen Anteil von rund 50 % hat aufsichtsrechtliche Implikationen; die Europäische Aufsichtsbehörde (ESRB) hat entsprechend erhöhte Transparenzanforderungen für europäische Banken und Staaten gefordert, wofür die vorliegenden Daten die empirische Basis liefern. Da die Zuordnung nach DC-Region und nicht nach Unternehmenssitz erfolgt, müssen Finanzinstitute bei ihren Meldepflichten die tatsächliche Handelsplatz-Zuordnung von der wirtschaftlichen Referenzentität unterscheiden.

10

Zusammenfassung der Befunde

Vier Faktoren erklären gemeinsam die überproportionale europäische Single-Name-CDS-Aktivität:

1. **Strukturelle Konzentration:** Eine kleine Gruppe systemisch bedeutender europäischer Banken und Staaten dominiert das Segment dauerhaft.
2. **Marktstress 2023:** Die Bankenkrise führte zu einem temporären, aber starken Anstieg der Single-Name-Aktivität bei europäischen Emittenten.
3. **Methodische Verzerrung:** Die Zuordnung nach DC-Region und der Handelsplatz London führen zu einer statistischen Überrepräsentation Europas.
4. **Geopolitische Faktoren:** Energiepreiskrise und Ukraine-Krieg erhöhten die Nachfrage nach Absicherung europäischer Staaten und Unternehmen.

Die Dominanz europäischer Single-Name-CDS ist damit kein isoliertes Phänomen, sondern das Zusammenspiel struktureller Faktoren, methodischer Effekte und zyklischer Ereignisse. Der Markt insgesamt ist breiter geworden – der Anteil der Top-10-Namen ist rückläufig –, doch der europäische Kern bleibt aufgrund seiner systemischen Relevanz und Volatilität der statistisch dominierende Faktor.

ZERO-SIGNAL-IMPLIKATION

Die scheinbare Stabilität des Marktes täuscht über die strukturelle Fragilität hinweg. Liquiditätskonzentration, Homogenität der Positionierung und enge Cross-Asset-Kopplungen sind der Nährboden künftiger Tail-Ereignisse – und bleiben in ruhigen Phasen für Standardmodelle unsichtbar.

11

Zentrale Handlungsfelder im Überblick

BEREICH	KERNAUSSAGE	ZERO-SIGNAL-IMPLIKATION
Handelsausführung	Liquidität ist extrem konzentriert – außerhalb der Top 30 Namen drohen erhebliche Ausführungsrisiken.	Die scheinbare Liquidität ist eine Illusion – sie verschwindet im Moment der höchsten Nachfrage.
Bewertung	Illiquide Namen erfordern modellgestützte Bewertungen mit erweiterten Unsicherheitsbandbreiten.	Modellrisiko ist in der Stille am größten – weil es unentdeckt bleibt.
Besicherung	Unterschiedliche Clearingquoten führen zu heterogenen Marginanforderungen – bilaterale Geschäfte sind kapitalintensiver.	Margin Calls sind am unvorhersehbarsten, wenn Bewertungsmodelle auf wenige Preisquellen angewiesen sind.
Portfoliostrategie	Indices für Breitenabsicherung, Single-Name-CDS für gezielte Emittentenrisiken – eine hybride Strategie ist unerlässlich.	Die Diskrepanz zwischen Index und Single-Name ist ein strukturelles Merkmal – kein statistischer Ausreißer.
Regulierung	Die regionale Zuordnung nach DC-Region erfordert eine differenzierte Betrachtung von Handelsplatz und Referenzentität.	Meldeeffekte verzerren die Risikowahrnehmung – Transparenz ist der einzige Schutz.

Hinweis: Diese Analyse basiert auf der ISDA-Publikation „CDS Market Dynamics: Five Years of Activity and a Record 2025“ sowie auf DTCC-TIW-Daten. Die vorliegende Ausarbeitung integriert diese Befunde in das Zero-Signal-Framework und erweitert sie um eine strukturierte Betrachtung der Implikationen für Handel und Risikomanagement.