

benedikt fabian ballensiefen

collateral choice

cfr working paper 25-05

In dieser Studie wird erstmals systematisch der Zusammenhang zwischen kurzfristigen und langfristigen Finanzierungsmärkten untersucht. Der kurzfristige Finanzierungsmarkt besteht aus dem sogenannten Refinanzierungsgeschäft (Repos) zwischen Banken, bei denen sich Banken für einen kurzen Zeitraum gegenseitig Geld leihen - besichert mit Staatsanleihen, die dem langfristigen Finanzierungsmarkt entstammen. Neben der Rolle langfristiger Staatsanleihen als Sicherheiten in kurzfristigen Kreditgeschäften sind die beiden Märkte auch über die Funktion der Banken als Händler für Staatsanleihen miteinander verbunden. Banken halten diese Anleihen in ihren Portfolios, um diese mit Anlegern zu handeln, müssen sich jedoch parallel über kurzfristige Repos refinanzieren.

Im Kern analysiert die Studie also die Verknüpfung zwischen kurzfristigen und langfristigen Finanzierungsmärkten - insbesondere, inwiefern Friktionen im kurzfristigen Bereich Einfluss auf die Preisbildung und Liquidität im langfristigen Anleihemarkt haben. Dafür wird zunächst untersucht, welche Staatsanleihen Banken als Sicherheiten in Repos verwenden. Hält eine Bank eine Staatsanleihe, stehen ihr grundsätzlich zwei Finanzierungsoptionen zur Verfügung: Sie kann die Anleihe in einem sogenannten „General Collateral“-Repo (GC-Repo) verwenden, bei dem sie aus einer Vielzahl zulässiger Anleihen wählen kann. Alternativ kann sie sich zur Hinterlegung einer ganz bestimmten Anleihe in einem „Special Repo“ verpflichten. Erwartungsgemäß sollten Banken in GC-Repos die jeweils günstigste verfügbare Anleihe wählen - ähnlich dem „Cheapest-to-deliver“-Prinzip bei Termingeschäften. Tatsächlich verwenden sie jedoch häufig die teureren, neu emittierten „On-the-Run“-Anleihen (OTRs), obwohl diese am Markt sehr gefragt und damit eigentlich zu schade für eine solche Verwendung sind, da die Bank diese zu günstigeren Finanzierungskosten in einem „Special Repo“ hinterlegen könnte.

Diese scheinbar irrationale Entscheidung erklären der empirische Befund und ein begleitendes theoretisches Modell durch Friktionen im Repo-Markt. Diese Friktionen erhöhen die Finanzierungskosten für Banken. Da Banken als Händler für Staatsanleihen agieren, geben sie diese höheren Kosten an ihre Kunden im Anleihehandel weiter - etwa in Form höherer Geld-Brief-Spannen. Dies reduziert die Liquidität der betroffenen Anleihen. Die Ergebnisse der Studie sind daher nicht nur für das Verständnis von Finanzintermediation und Marktliquidität zentral, sondern helfen auch, Unterschiede in der Preisbildung zwischen dem Euro-Raum und den USA besser zu verstehen.