

Professor Dr. Axel A. Weber
Präsident
der Deutschen Bundesbank

Europäische Finanzmarktintegration aus Notenbanksicht

Closing Key Note zur Jubiläumskonferenz der
Frankfurt School of Finance & Management
in Frankfurt am Main
am Mittwoch, 31. Oktober 2007

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 19

1	Begrüßung	2
2	Finanzmarktintegration	3
2.1	Bedeutung von Finanzmarktintegration	3
2.2	Stand der Finanzmarktintegration	6
2.2.1	Geldmärkte	6
2.2.2	Anleihemärkte	9
2.2.2.1	Staatsanleihen	9
2.2.2.2	Unternehmensanleihen	10
2.2.3	Aktienmärkte	10
2.2.4	Bankenmärkte	11
2.2.4.1	Großkunden- und Interbankenmarkt	11
2.2.4.2	Retailbanken	12
2.3	Förderung der Finanzmarktintegration	12
3	Schluss	14
Anhang	16

1 Begrüßung

Sehr geehrter Herr Steffens, sehr geehrte Damen und Herren,

zunächst einmal bedanke ich mich recht herzlich für die Einladung zu Ihrer Jubiläumskonferenz hier ins Frankfurter Ostend. Frankfurts Osten wird für Notenbanker ja immer populärer – und dieser Trend wird sich in den kommenden Jahren bekanntermaßen fortsetzen.

Anlass der heutigen Veranstaltung ist das 50-jährige Bestehen dieser Institution. Auch die Bundesbank hat in diesem Jahr ihr 50. Jubiläum gefeiert und dazu genutzt, den erinnernden Blick nach hinten mit dem perspektivischen Blick nach vorne zu verbinden.

Für die deutsche Bankwirtschaft kann die Entstehung dessen, was heute hinter dem Türschild „Frankfurt School“ existiert, mit Fug und Recht als Meilenstein angesehen werden. Denn in dieser Einrichtung, die vor einem halben Jahrhundert (in Wiesbaden) zum Zwecke der berufsbegleitenden Weiterbildung gegründet wurde, werden die Bildungsinhalte seit jeher auf die speziellen Bedürfnisse des Kreditgewerbes abgestimmt.

Die Entwicklung von der Bankakademie über die Erweiterung um akademische Studiengänge bis hin zur international ausgerichteten Business School mit Promotionsrecht zeigt zweierlei: Zum einen sind die fachlichen Anforderungen der Finanzdienstleistungsindustrie an ihre Beschäftigten in den

letzten Jahrzehnten enorm gewachsen. Die hohe Komplexität der Bankgeschäfte in der heutigen Zeit verlangt von den Mitarbeitern auf allen Ebenen ein ausgeprägtes Spezialwissen.

Zum anderen hat sich die Frankfurt School den veränderten Bedürfnissen des Finanzsektors immer wieder angepasst und vermittelt das heute benötigte Spezialwissen auf allen fachlichen Ebenen. Mit der Entwicklung zur wissenschaftlichen Hochschule leistet die HfB, heute Frankfurt School, auch wichtige Beiträge zur blühenden Forschungslandschaft mit dem Schwerpunkt Finance, die wir hier in Frankfurt haben und die für den Finanzplatz Frankfurt von großer Bedeutung ist.

In diesem Sinne möchte ich als Fünfzigjähriger und oberster Repräsentant einer 50 Jahre alten Institution der Frankfurt School zum Fünfzigsten herzlich gratulieren und alles Gute für ihre Entwicklung in der Zukunft wünschen.

2 Finanzmarktintegration

2.1 Bedeutung von Finanzmarktintegration

Das Thema dieser Konferenz ist „Die Zukunft der Finanzdienstleistungsindustrie in Deutschland“. Eine der wesentlichen Datenänderungen für die deutsche Finanzdienstleistungsindustrie der letzten Jahre war die Errichtung der Europäischen Währungsunion und die damit einhergehende engere Verflechtung der europäischen Finanzdienstleistungsmärkte.

Ich möchte daher einen genaueren Blick auf die Integration der europäischen Finanzmärkte werfen: auf die Bedeutung von Finanzmarktintegration, insbesondere aus Notenbanksicht, auf den erreichten Stand der Integration, auf die bestehenden Unvollkommenheiten sowie auf Initiativen für weitere Fortschritte. Daneben möchte ich auch einige Anmerkungen zu den aktuellen Verwerfungen an den Finanzmärkten machen.

Zunächst sollte jedoch Klarheit darüber bestehen, was unter Finanzmarktintegration überhaupt zu verstehen ist. Finanzmärkte sind nach allgemeinem Verständnis als vollständig integriert anzusehen, wenn alle potenziellen Marktteilnehmer einheitlichen Regeln unterliegen im Umgang Finanzinstru-

menten und -dienstleistungen, gleichen Zugang zu den Instrumenten und Diensten haben und dabei gleich behandelt werden.

Woher kommt nun das besondere Interesse der Notenbanken des Eurosystems an möglichst integrierten Finanzmärkten? Kurz gesagt: Sie sind ihren Zielen dienlich. Sie erleichtern die Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik und tragen zur Stabilität des Finanzsystems bei. Zudem fördern sie das wirtschaftliche Wachstum.

1) Preisstabilität

Vorrangiges Ziel des Eurosystems ist es bekanntermaßen, die Preisstabilität im gemeinsamen Währungsraum zu gewährleisten. Das ist die Kernaufgabe des Eurosystems. In einer Währungsunion setzt die erfolgreiche Erfüllung dieser Aufgabe eine reibungslose und effiziente geldpolitische Transmission voraus. Dem Finanzsystem kommt dabei eine Schlüsselrolle zu: Je weiter fortgeschritten die Integration der nationalen Finanzmärkte ist, desto gleichmäßiger wirken die geldpolitischen Impulse auf das gesamte Währungsgebiet.

Wichtige Übertragungswege geldpolitischer Maßnahmen sind der Zinskanal und der Kreditkanal. Beide werden vom Grad der Integration erheblich beeinflusst. Sind die Anlage- und Finanzierungsbedingungen innerhalb des Währungsgebiets sehr heterogen, wirkt sich dies auch auf die realwirtschaftlichen Folgewirkungen der Geldpolitik aus.

2) Nachhaltiges Wachstum

Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das Eurosystem die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der Ziele der Union beizutragen. Eines dieser Ziele der Union ist ein beständiges, nicht-inflationäres Wachstum.

Finanzmarktintegration erhöht das Potenzial für ein höheres inflationsfreies Wirtschaftswachstum. Diese positive Wirkung beruht darauf, dass die beiden wesentlichen volkswirtschaftlichen Funktionen des Finanzsystems, die Finanzintermediation und die Risikotransformation, durch Finanzmarktintegration verbessert werden.

In integrierten Finanzmärkten ist der Wettbewerb intensiver und sind – bedingt durch Skaleneffekte – die Intermediationskosten geringer, so dass eine effizientere und ertragreichere Ressourcenallokation unterstützt wird. Im Umkehrschluss bedeutet dies auch, dass, solange noch nicht alle Komponenten des Finanzsystems vollständig integriert sind, Opportunitätskosten in Form von nicht realisiertem Wachstum vorliegen.

Eine viel zitierte Studie aus dem Jahr 2002, die im Auftrag der EU-Kommission erstellt wurde, prognostizierte unter der Annahme vollständig integrierter Finanzmärkte ein zusätzliches Wachstum von etwa 1 % des BIP in der langen Frist.¹ Finanzmarktintegration liegt folglich auch im Bestreben der Europäischen Union. So wurde der bereits 1999 von der Kommission verabschiedete Financial Services Action Plan (FSAP) vom Europäischen Rat zum wesentlichen Bestandteil der Lissabon-Agenda erklärt.

3) Finanzstabilität

Zu den Aufgaben des Eurosystems zählt auch die Überwachung der Stabilität des Finanzsystems. Und die Finanzstabilität wird wiederum merklich positiv vom Grad der Finanzmarktintegration beeinflusst.

Denn stabil ist ein Finanzsystem dann, wenn seine Komponenten im Zusammenwirken eine hinreichende Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen Schocks haben. Und auch hier gilt: Je weiter fortgeschritten die Integration von Märkten, Infrastrukturen und Finanzinstituten ist, desto besser diversifiziert sind die Risiken und desto weniger anfällig sind die Komponenten gegenüber idiosynkratischen Schocks.

4) Stabilität des Zahlungsverkehrs

Zu den grundlegenden Aufgaben des Eurosystems zählt es schließlich auch, das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu gewährleisten. Die weitere Integration der Zahlungsverkehrs-

¹ Vgl. London Economics, Quantification of the Macro-economic Impact of Integration of EU Financial Markets, London 2002.

und Wertpapierabwicklungssysteme liegt daher in unserem besonderen Interesse, zumal eine gut funktionierende Infrastruktur auch für die Abwicklung der Geldpolitik unverzichtbar ist.

2.2 Stand der Finanzmarktintegration

Doch wie weit ist die Integration der europäischen Finanzmärkte nun tatsächlich fortgeschritten?
Antwort: unterschiedlich weit.

So zeigen quantitative Indikatoren, dass die verschiedenen Finanzmarktsegmente in unterschiedlichem Maße integriert sind. Als Muster lässt sich dabei erkennen, dass die Integration einzelner Segmente umso weiter fortgeschritten ist, je enger der Bezug zur gemeinsamen Geldpolitik ist.

Ein nahe liegender Ansatz bei der Messung von Finanzintegration ist es, zu überprüfen, inwieweit das Gesetz des einheitlichen Preises gilt. Diesem zu Folge müssten in einem vollständig integrierten Markt die Preise für ein Gut oder eine Dienstleistung vollkommen identisch sein, unabhängig davon, wo dieses Gut oder diese Dienstleistung gehandelt wird. Allerdings setzt die Gültigkeit des Gesetzes des einheitlichen Preises die Homogenität des gehandelten Gutes voraus.

2.2.1 Geldmärkte

Weitgehend erfüllt ist die Anforderung der Homogenität der Produkte auf dem Geldmarkt. Infolgedessen ist die Integration der Euro-Geldmärkte am weitesten fortgeschritten.

Insbesondere der Markt für unbesicherte Ausleihungen ist nahezu vollständig integriert (Folie 3). Die Standardabweichung der Tagesgeldzinssätze zwischen den Ländern des Euro-Raums, die Mitte der neunziger Jahre mal über 250 Basispunkten lag und noch im Sommer 1998 über 100 Basispunkten, fiel mit Inkrafttreten der 3. Stufe der Währungsunion rapide ab, auf zunächst drei Basispunkte und bewegt sich nun seit einigen Jahren in einem Band zwischen einem und drei Basispunkten.

Dabei ist die nahezu perfekte Preisgleichheit für Geldmarktcontracte nicht nur Ergebnis der Einführung der gemeinsamen Währung, sondern gleichzeitig notwendige Voraussetzung für deren Erfolg. Ermöglicht wurde die rasche Integration der Geldmärkte insbesondere durch die Errichtung des

Sendesperrfrist: 31. Oktober 2007, 17:30 Uhr MEZ

transeuropäischen Großbetragszahlungssystems TARGET im Jahre 1999, das übrigens in einigen Wochen schrittweise durch das neue TARGET2 abgelöst werden wird.

Auf dem Markt für besicherte Ausleihungen, also dem Repo-Markt, sowie dem Zinsderivate-Markt ist die Integration innerhalb des Euro-Raums noch weiter fortgeschritten. Der seit 2002 ermittelte EUREPO-Index für besicherte Ausleihungen bewegt sich bei einmonatiger Laufzeit seit 2003 mit Standardabweichungen zwischen einem halben und einem Basispunkt.

Dabei bestehen selbst auf dem Repo-Markt noch Handlungsmöglichkeiten für weitere Integration. Die von der Terminbörse Eurex Repo vor knapp zwei Monaten geschaffene Möglichkeit, neben deutschen auch andere europäische (EZB-fähige) Sicherheiten zu hinterlegen, ist so eine.

Die durchschnittliche Abweichung von EONIA-Swap-Quotierungen vom entsprechenden Index bewegt sich zum Beispiel bei einmonatigen Kontrakten zwischen 0,1 und 0,2 Basispunkten, was einer nahezu vollständigen Integration dieses Marktsegments gleichkommt.

Die am wenigsten integrierten Geldmarktsegmente sind diejenigen, auf denen die Produkte noch nicht vollständig standardisiert sind. Insbesondere der Markt für kurzfristige Wertpapiere ist weiterhin in erheblichem Maße national fragmentiert.

Interessant ist übrigens, dass die starke Integration auf den Segmenten der Geldmärkte auch über die Finanzmarkturbulenzen und gestiegenen Volatilitäten der vergangenen Wochen und Monate hinweg nicht merklich abgenommen hat. Die von der EZB veröffentlichten und regelmäßig aktualisierten Daten enden augenblicklich kurz vor den Turbulenzen, nämlich Ende Juni.

Zu den aktuellen Verwerfungen

Lassen Sie mich aber die Gelegenheit nutzen, einige Anmerkungen zu den jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten, insbesondere am Geldmarkt zu machen.

Ausgangspunkt waren bekanntermaßen die Probleme am US-amerikanischen Immobilienmarkt, insbesondere dem Markt für zweitklassige Hypothekarkredite, dem so genannten Subprime-Markt.

Steigende Kreditausfallraten gingen mit Ratingherabstufungen von Verbriefungsinstrumenten einher, was eine steigende Risikoaversion von Marktteilnehmern und Liquiditätsanspannungen auf anderen Marktsegmenten nach sich zog. Refinanzierungsschwierigkeiten von speziellen Zweckgesellschaften führten zu unerwarteten Inanspruchnahmen von Liquiditätslinien von Finanzinstituten, womit wiederum das Liquiditätsmanagement von Banken in Stress geriet.

So kam es zu den Turbulenzen an den Geldmärkten, von denen auch die europäischen Märkte erheblich betroffen waren. Hohe Unsicherheit über eigene potenzielle Liquiditätsbedarfe und die Neueinschätzung von Gegenparteirisiken veranlassten Banken zum Aufbau von Liquiditätspuffern.

Andererseits sank spürbar die Bereitschaft, Geld ohne Besicherung für eine Woche oder länger zu verleihen. Infolgedessen waren erhebliche Spreadausweitungen zwischen besicherter und unbesicherter Kreditaufnahme zu beobachten (Folie 4). Die sonst – gemessen in Basispunkten – im einstelligen Bereich liegenden Abstände zwischen unbesicherten EURIBOR-Kontrakten und besicherten EUREPO-Kontrakten schnellten bei einmonatigen Laufzeiten auf über 40, bei dreimonatigen Laufzeiten auf über 60, in der Spitze sogar auf über 70 Basispunkte.

Dies sind auch im historischen Vergleich extreme Spreadausweitungen. Selbst nach dem 11. September oder den Fällen von Enron und Worldcom waren die Risikoaufschläge niedriger und weniger persistent als im Zuge dieser Turbulenzen.

Die Verlagerung der Refinanzierung in das Übernachtsegment erhöhte die Volatilität am Tagesgeldmarkt beträchtlich, wie die starken Abweichungen des EONIA vom Hauptrefinanzierungssatz seit August zeigen (Folie 5).

Aufgabe von Zentralbanken ist es in solchen Situationen, Anspannungen abzumildern. Auch das Eurosystem hat im Rahmen seines hergebrachten geldpolitischen Handlungsrahmens flexibel reagiert. So stellte das Eurosystem über Feinsteuerungsoperationen zunächst in erheblichem Umfang Liquidität am Tagesgeldmarkt bereit (Folie 6).

Hinzu kamen deutliche Überbenchmarkzuteilungen in den regulären Hauptrefinanzierungsgeschäften, also Zuteilungen über die regulär vorgesehenen Beträge hinaus, sowie

zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, um auch Verspannungen auf den Märkten für längere Laufzeiten zu begegnen.

Mit der am 8. Oktober für die aktuelle Reserveperiode kommunizierten akkommodierenden Liquiditätsbereitstellung über der Benchmark – begleitet von großzügigen Feinsteuerungen – versucht die EZB, die Volatilität am Geldmarkt weiter zu verringern. Die Tagesgeldsätze bewegen sich mittlerweile wieder nahe um den Zielsatz von 4 %.

Leicht eingeeengte Spreads zwischen unbesicherten und besicherten Ausleihungen mit Laufzeiten bis 4 Wochen lassen einerseits auf eine beginnende Normalisierung hoffen. In längeren Laufzeiten bestehen die Verspannungstendenzen indessen weiter fort.

Die Neigung zur Liquiditätshortung ist weiterhin vorhanden, wie die anhaltend hohen Sicherheitsgebote in den Wochentendern zeigen. Offenbar gehen die Marktteilnehmer von einem Anhalten der Vertrauenskrise bis ins folgende Jahr aus.

Doch nun zurück zu den Fragen der Finanzmarktintegration.

2.2.2 Anleihenmärkte

Weniger weit als die Geldmärkte, gleichwohl deutlich fortgeschritten ist die Integration der Bondmärkte innerhalb des Euro-Raums. Deutliche Unterschiede zeigen sich indes zwischen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen.

2.2.2.1 Staatsanleihen

Die Standardabweichungen der Renditespreads europäischer Staatsanleihen gegenüber Benchmarks wie zum Beispiel zehnjährigen Bundesanleihen sind von Werten über 200 Basispunkten Mitte der neunziger Jahre auf Werte nahe null zurückgegangen (Folie 7). Bei den Anleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit schwanken die Standardabweichungen (gegenüber der deutschen Benchmarkanleihe) in den letzten Jahren um zehn Basispunkte. Bei Anleihen mit kürzeren Restlaufzeiten liegen sie noch deutlich darunter. Dabei war – im Gegensatz zu der rapiden Angleichung auf dem Geldmarkt – ein kontinuierlicher Rückgang zu beobachten, der mit den konvergierenden Inflationsraten und -erwartungen im Vorfeld der Währungsunion zusammenhing.

Insbesondere langfristige Bondrenditen reagieren grundsätzlich sehr sensitiv auf Veränderungen und Unterschiede in den langfristigen Inflationserwartungen. Die gemeinsame Geldpolitik leistet den entscheidenden Beitrag zur stabilen Verankerung der Inflationserwartungen von Finanzmarktteilnehmern auf einem niedrigen Niveau.²

Eine absolute Rendite-Identität kann und wird es indessen bei Staatsschuldverschreibungen unterschiedlicher Emittenten niemals geben, da dies mit der unterschiedlichen Bonität der Emittenten nicht zu vereinbaren wäre.

Der Fortschritt der Integration der Staatsanleihemärkte lässt sich auch daran messen, wie sich die Renditen im Falle allgemeiner Datenänderungen verhalten. So genannte Beta-Koeffizienten beschreiben gewissermaßen den Gleichklang mit Benchmarkanleihen in Reaktion auf allgemeine „News“. Ein Beta-Koeffizient von 1 signalisiert vollkommenen Gleichklang. Der Blick auf die Beta-Koeffizienten ausgewählter Länder des Euro-Raums (Folie 8) zeigt deutlich, wie parallel sich deren Renditen seit Eintritt in die Währungsunion (Griechenland erst 2001) mit der deutschen Benchmarkanleihe entwickelt haben.

2.2.2.2 Unternehmenanleihen

Noch nicht so weit fortgeschritten ist die Integration der Märkte für Unternehmenanleihen. Aber auch hier lässt sich mit Hilfe ökonomischer Analysen zeigen, dass das Sitzland des Emittenten nur noch einen sehr geringen Beitrag zur Erklärung von Renditespreads leisten kann.

2.2.3 Aktienmärkte

Nicht nur auf dem Bondmarkt, sondern auch auf dem Aktienmarkt ist ein deutlicher Währungsunion-Effekt festzustellen (Folie 9). Der Wegfall des Wechselkursrisikos hat also den Anreiz zur Anlage in anderen Mitgliedstaaten des Euro-Raums erhöht. Denn nicht nur der Anteil von Schuldverschreibungen aus anderen Ländern des Euro-Raums in den Portfolien von Ansässigen des Euro-Raums ist seit Beginn der Währungsunion deutlich angestiegen. Auch auf den

² Vgl. Europäische Zentralbank, Convergence and anchoring of yield curves in the euro area, working paper series, no. 817, Frankfurt 2007.

Aktienmärkten lässt sich ein ähnlicher Rückgang des home bias beobachten, wenngleich auf einem deutlich niedrigeren Niveau.

Freilich sind nicht allein die Aktienmärkte des Euro-Raums stärker integriert als früher. Vielmehr ist eine zunehmend globale Aktienmarktintegration zu beobachten. Die Integration innerhalb des Euro-Raums geht jedoch darüber hinaus.

Einen empirischen Beleg dafür liefern zum Beispiel vergleichende Untersuchungen über den Einfluss von Schocks aus dem Euro-Raum mit solchen aus dem US-Raum (Folie 10). Da zeigt sich, dass der Einfluss von Schocks aus dem übrigen Euro-Raum auf nationale Aktienmarkterträge in den letzten drei Jahrzehnten deutlich stärker gewachsen ist als der von US-Schocks (\approx globale Schocks).

2.2.4 Bankenmärkte

Wesentlich unbefriedigender als die Integration der Geld- und Kapitalmärkte ist der erreichte Stand bei der Integration der europäischen Bankenmärkte.

2.2.4.1 Großkunden- und Interbankenmarkt

Dabei ist jedoch zu differenzieren: Während es auf dem Gebiet der Großkunden- und Interbankengeschäfte sowie bei den Kapitalmarktgeschäften Anzeichen für eine zunehmende Integration gibt, ist das Retailbanking im Euro-Raum weiterhin sehr fragmentiert. Der Konsolidierungsprozess auf dem Bankenmarkt spielt sich vorrangig auf nationaler Ebene ab.

Eine Ausnahme hiervon stellte das Jahr 2005 dar, als der Wertanteil grenzüberschreitender Bankzusammenschlüsse wegen einigen besonders großen M&A's (z.B. Unicredit / HVB, ABN AMRO / Banca Antonveneta) 60 % des Gesamtwerts überstieg.

Es gibt aber durchaus auch Anzeichen für eine stärkere Verzahnung zwischen den Euro-Mitgliedstaaten: So haben sich die Anteile von Wertpapieren aus anderen Mitgliedstaaten des Euro-Raums an den gesamten Wertpapierbeständen von monetären Finanzinstitutionen gegenüber 1997 mehr als verdoppelt.

Bei den Krediten, die sich Banken untereinander geben, ist ebenfalls eine deutliche Regionaldiversifikation zu verzeichnen: Der Anteil von Kreditnehmern aus anderen Ländern der EU an der gesamten Kreditvergabe ist von etwa einem Viertel vor der Währungsunion auf über 40 % gestiegen.

2.2.4.2 Retailbanken

Wie schon gesagt: Weiterhin stark national fragmentiert ist dagegen das Retailgeschäft der europäischen Banken. Beobachten lässt sich dies zum Beispiel an der Streuung von Zinssätzen im Privatkundengeschäft, die deutlich über national übliche Streuungsmaße hinausgeht.

Erklären lassen sich die Abweichungen vom Gesetz des einheitlichen Preises auf zweierlei Weise. Zum einen sind die grenzüberschreitenden Vertriebsaktivitäten von Banken im Retailgeschäft immer noch sehr gering, zumal auch die Nachfrageseite in dieser Hinsicht Zurückhaltung zeigt. Zum anderen lässt sich fehlende Zinskonvergenz auch mit unvollständiger Homogenität von Bankdienstleistungen erklären. Weitere Fortschritte bei der Integration hängen mithin davon ab, inwieweit es gelingt, Bankdienstleistungen europaweit zu standardisieren.

2.3 Förderung der Finanzmarktintegration

Dies führt mich direkt zu der Frage, welchen Beitrag die Notenbanken des Eurosystems leisten können und sollen, um den Prozess der Finanzmarktintegration weiter voranzutreiben?

Im Grundsatz gilt, dass Finanzintegration ein marktgetriebener Prozess ist und sein sollte. Natürliche Antriebskräfte dabei sind Größen- und Verbundvorteile sowie technischer Fortschritt.

Bisweilen gibt es aber auch ökonomische Hindernisse, die eine marktgetriebene Integration behindern. Netzwerkeffekte zum Beispiel: Nationale Finanzsysteme haben sich über lange Zeiträume individuell entwickelt. Die Umstellung auf internationale Standards ist vor allem in der kurzen Frist zunächst einmal mit Kosten verbunden. Um solche Hürden zu überspringen, bedarf es kollektiven oder öffentlichen Handelns. Und die Zentralbanken spielen dabei eine wichtige Rolle.

Die Aktivitäten des Eurosystems lassen sich vier Kategorien zuordnen:

1. Beobachtung und Bewusstseinschärfung
2. Katalysatorfunktion
3. Beratungsfunktion
4. Bereitstellung von Zentralbankdienstleistungen.

Ad1) Zur Beobachtung gehört die regelmäßige Bestandsaufnahme der Integration, wie ich sie hier ja auch cursorisch vorgetragen habe. Dabei helfen die statistischen Indikatoren, von denen ich eine kleine Auswahl präsentiert habe.³

Ad2) Zwei Beispiele dafür, wie das Eurosystem in einer Katalysatorfunktion für mehr Integration wirken kann, sind STEP und SEPA. Mit der STEP-Initiative soll das bisher noch recht fragmentierte Geldmarktsegment der kurzfristigen Wertpapiere vorgebracht werden. Das Eurosystem hat diese von den europäischen Finanzmarkt- bzw. Bankenorganisationen ACI und FBE getragene Initiative von Anfang an ideell und technisch unterstützt.

Ebenfalls eine wichtige Katalysatorrolle spielt das Eurosystem bei der Errichtung des einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums SEPA, mit dem die europäische Integration auf dem Gebiet des Massenzahlungsverkehrs vorgebracht werden soll. Die Bundesbank ist auf nationaler Ebene an der Implementierung von SEPA beteiligt und fungiert als Bindeglied zwischen dem deutschen Kreditgewerbe und dem Eurosystem.

Ad3) Der dritte Beitrag des Eurosystems zur Förderung der Finanzmarktintegration besteht in der legislativen und regulatorischen Beratung. Das Eurosystem arbeitet eng mit der Europäischen Kommission zusammen und ist an den EU-Ausschüssen, die sich mit Finanzmarktintegration beschäftigen, beteiligt: zum Beispiel dem Wirtschafts- und Finanzausschuss oder Ausschüssen im Rahmen des Lamfalussy-Komitologie-Verfahrens.

Ad4) Schließlich leistet das Eurosystem einen wichtigen Beitrag durch die Bereitstellung von Zentralbankdienstleistungen.

Zum Beispiel fördert das Eurosystem die Finanzintegration durch die einheitliche Liste von Sicherheiten für geldpolitische Geschäfte, die in diesem Jahr eingeführt wurde, weil dadurch die Gleichbehandlung von Geschäftspartnern und Emittenten gestärkt wird. Übrigens, der Anteil inländischer Sicherheiten bei geldpolitischen Operationen im Euro-Raum ist allein zwischen 2002 und 2006 von 72 % auf knapp unter 50 % gesunken.

Besonders bedeutsam auf diesem Feld ist indessen der Betrieb des pan-europäischen Echtzeit-Bruttozahlungssystems TARGET. Dessen Wirkung auf die Integration der europäischen Geldmärkte habe ich ja bereits veranschaulicht.

Mit der Inbetriebnahme von TARGET2 in knapp drei Wochen, werden die infrastrukturellen Voraussetzungen für eine noch tiefere Integration geschaffen. Die Gemeinschaftsplattform, die übrigens unter der Regie der Bundesbank, der Banque de France und der Banca d'Italia entwickelt wurde und betrieben wird, bietet nun nämlich ein harmonisiertes Leistungsspektrum und eine einheitliche Preisstruktur auf dem Gebiet der Individualzahlungen.

Darüber hinaus untersuchen wir derzeit die Möglichkeiten der Erweiterung von TARGET2 um eine einheitliche Abwicklungsplattform für Wertpapiere: TARGET2-Securities. Der gemeinsame Betrieb von TARGET2 und TARGET2-Securities wäre nicht nur mit erheblichen Einsparungen bei der Bereitstellung und im Betrieb verbunden, sondern auch mit Verbesserungen im Liquiditäts- und Informationsmanagement der Banken.

3 Schluss

Lassen Sie mich zum Abschluss noch einmal zusammenfassen:

Insbesondere in einem gemeinsamen Währungsraum ist eine möglichst umfassende Integration der Finanzmärkte aus Notenbanksicht von eminenter Bedeutung. Unvollständig integrierte Finanzmärkte

³ Vgl. dazu auch Europäische Zentralbank, Financial Integration in Europe, Frankfurt 2007

Sendesperrfrist: 31. Oktober 2007, 17:30 Uhr MEZ

erschweren die einheitliche Transmission geldpolitischer Impulse. Eine enge Verflechtung der Finanzmärkte leistet dagegen auch einen wichtigen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems. Außerdem fördert Finanzmarktintegration das wirtschaftliche Wachstum.

Die Integration der europäischen Finanzmärkte ist in unterschiedlichem Maße vorangeschritten. Nahezu vollständig integriert sind einige Segmente des Geldmarkts, weit fortgeschritten ist auch der Markt für europäische Staatsanleihen. Großer Nachholbedarf besteht dagegen auf dem Bankenmarkt, insbesondere im Privatkundensegment. Auch auf dem Gebiet der technischen Infrastruktur besteht der Nachholbedarf vor allem im Retailbereich.

Die Notenbanken des Eurosystems unterstützen aktiv und auf vielfältige Weise den weiteren Fortschritt der europäischen Finanzmarktintegration.

Zum Abschluss möchte ich noch Folgendes betonen: Europäische Finanzmarktintegration ist auch im besonderen Interesse des Finanzplatzes Deutschland und damit seines Aushängeschildes Frankfurt.

Denn nur wenn die europäischen Finanzmärkte effizient und wettbewerbsfähig sind, kann es der deutsche Finanzplatz auch sein. Alles was den Finanzplatz Deutschland voranbringt, hilft insbesondere seinem größten Finanzzentrum Frankfurt.

Ich danke Ihnen für die Aufmerksamkeit.

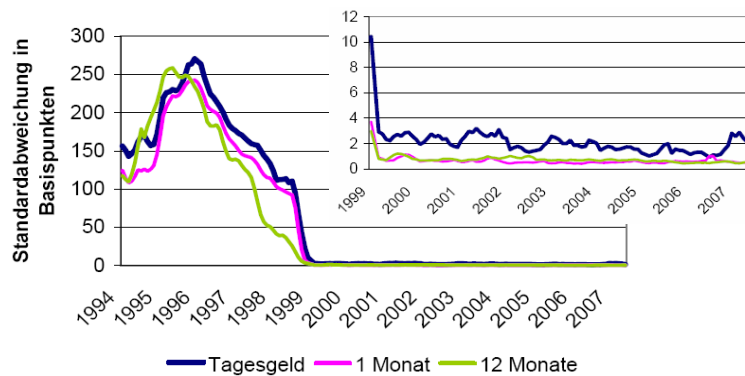
* * *

Anhang

Stand der Finanzmarktintegration



Geldmärkte für unbesicherte Ausleihungen



Daten: EZB

31. Oktober 2007

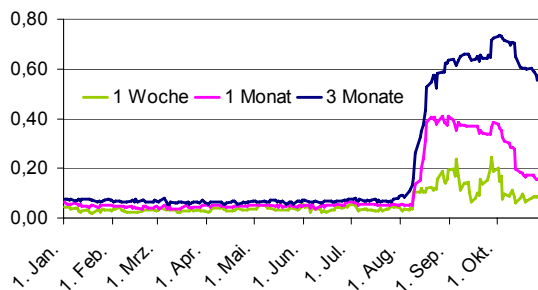
Europäische Finanzmarktintegration aus Notenbanksicht

3 von 11

Turbulenzen am Geldmarkt



EURIBOR-EUREPO Spreads



- Erheblicher Anstieg der Spreads zwischen unbesicherten und besicherten Ausleihungen
- Risikoaufschläge höher und persistenter als nach 11. Sept. 2001

Daten: EBF, Bloomberg

31. Oktober 2007

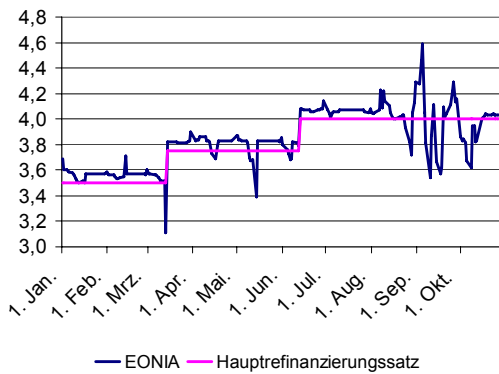
Europäische Finanzmarktintegration aus Notenbanksicht

4 von 11

Turbulenzen am Geldmarkt



Tagesgeldmarkt seit Jahresanfang



- Erheblicher Anstieg der Volatilität am Tagesgeldmarkt

Daten: Bloomberg, Bundesbank

31. Oktober 2007

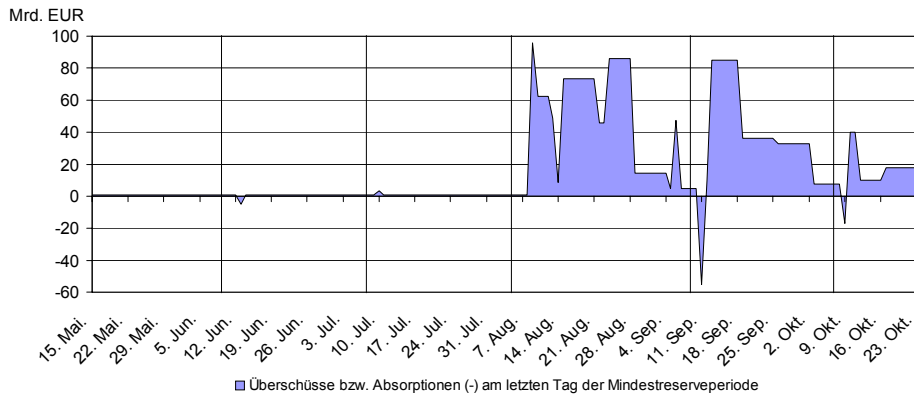
Europäische Finanzmarktintegration aus Notenbanksicht

5 von 11

Turbulenzen am Geldmarkt



Liquiditätsentwicklung EWU seit 15. Mai 2007 (Überschüsse aus Mehrzuteilung in den Hauptrefinanzierungsgeschäften, Feinststeuerungsoperationen und Sonder-Langfristendern)



■ Überschüsse bzw. Absorptionen (-) am letzten Tag der Mindestreserveperiode

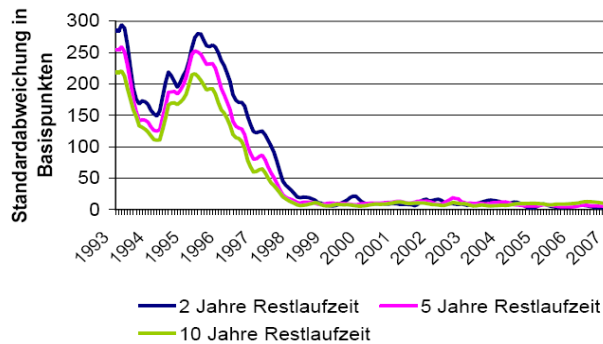
31. Oktober 2007

Europäische Finanzmarktintegration aus Notenbanksicht

6 von 11

Stand der Finanzmarktintegration

Euro-Raum Staatsanleihen



Daten: EZB

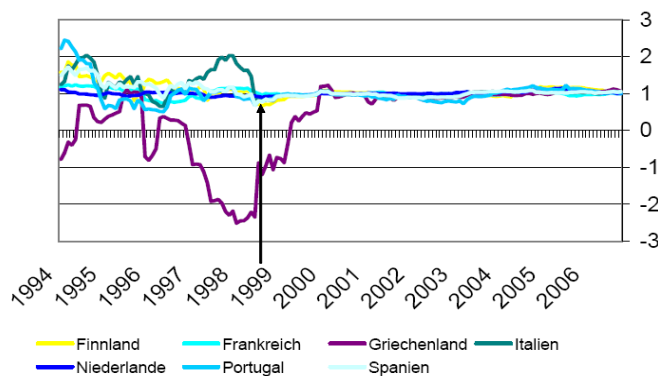
31. Oktober 2007

Europäische Finanzmarktintegration aus Notenbanksicht

7 von 11

Stand der Finanzmarktintegration

Beta-Koeffizienten ausgewählter Länder des Euro-Raums



Daten: EZB

31. Oktober 2007

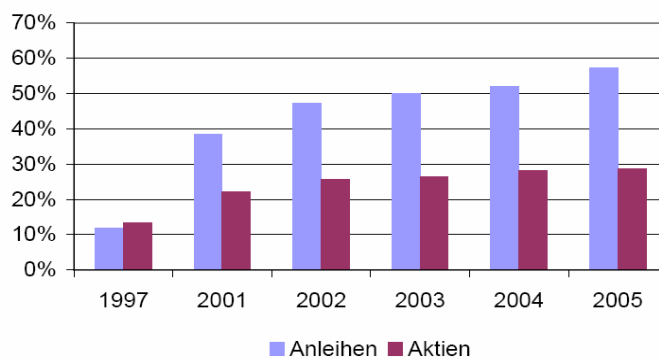
Europäische Finanzmarktintegration aus Notenbanksicht

8 von 11

Stand der Finanzmarktintegration



Anteile von nicht-inländischen Anleihen und Aktien des Euro-Raums in den Portfolien von Euro-Raum-Ansässigen



Daten: EZB

31. Oktober 2007

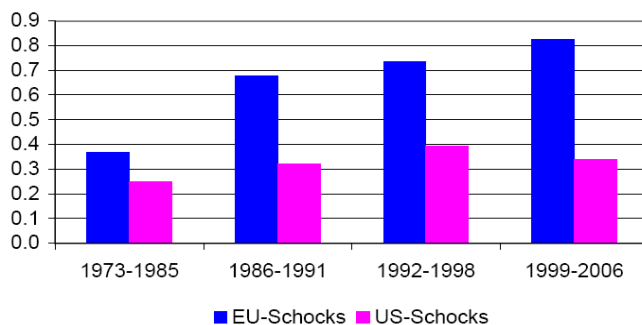
Europäische Finanzmarktintegration aus Notenbanksicht

9 von 11

Stand der Finanzmarktintegration



Spillover-Intensität von EU- und US-Schocks



Daten: EZB

- Aktienmarkterträge stärker von Euroraum als von globalen Schocks beeinflusst.
- Schwindender Einfluss lokaler Schocks

31. Oktober 2007

Europäische Finanzmarktintegration aus Notenbanksicht

10 von 11