

*important arguments:
not to upset*

First written in October 1998
REFINED VERSION
Revised Ssmi Nominis BMV MMVII

German orthography according
to standard Swiss usage

Einheitlicher Europäischer Kreditmarkt ab 1. Jänner 1999

Terminologisches: Finanzmarkt gilt weithin als  Oberbegriff. Darunter werden die drei Teilmärkte – ① Wertpapiermarkt (Unternehmensbeteiligungen und Anleihen), – ② Kreditmarkt (Darlehn über Banken; nach der Fristigkeit unterteilt in Geldmarkt und Kapitalmarkt) sowie – ③ Devisenmarkt (Fremdwährungen) verstanden. Manchmal zählt man auch noch – ④ alle Leistungen der Versicherungswirtschaft hinzu.

① Ein länderübergreifender , völlig einheitlicher Euro-Finanzmarkt gibt es vorerst (trotz ständig wiederholter gegenteiliger Behauptungen, auch von "Fach"-Leuten ) wohl *nicht!* Denn:

(a) die Finanz-, Wirtschafts- und Sozialpolitik der Ins geschieht weiterhin auf nationaler Ebene,

(b) das debt management (= Schuldenpolitik des Staates: Umgang mit der Verwaltung der Staatsschulden) mit seinen erheblichen Auswirkungen auf die Wirtschaftsentwicklung wird nach wie vor in einzelstaatlicher Verantwortung bleiben,

(c) die rechtlichen und mehr noch steuerlichen Rahmenbedingungen innert der Ins bleiben unterschiedlich; diese haben sich auch nach dem "Financial Services Action Plan" (FSAP) der EU-Kommission (siehe letzter Abschnitt auf diesem Blatt) noch nicht oder allenfalls formal angeglichen. Vor allem aber die steuerlichen Rahmenbedingungen bestimmen jedoch bis anhin schon die grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen wesentlich mit.

② Der Euro-Kreditmarkt wird weiterhin durch starke  Konkurrenz gekennzeichnet sein. Folgen:

(a) es wird nach und nach zu sehr  engen Geld/Brief-Spannen kommen,

(b) dieser  Margendruck bei den Standardprodukten veranlasst die Anbieter,

zunehmend auf massgeschneiderte Formen überzugehen:  Finanz-Innovationen aller Art gewinnen an Bedeutung (Stichwort: "financial engineering": vor allem ausserbörsliche Derivate werden kombiniert und auf die besonderen Gegebenheiten des Kunden zugeschnitten),

(c) die Transaktionskosten sinken wettbewerbsbedingt,

(d) die wachsende Professionalität der Märkte führt zu steigender Disintermediation (= Angebot und Nachfrage treffen ohne Mittler [Banken] aufeinander),

(e) die unterschiedlichen Markt-Usancen gleichen sich an,

(f) der  Wettbewerb zwingt immer mehr auch zu einer Angleichung aller  regulatorischen Rahmenbedingungen, was auch das Ziel der "Financial Services Action Plan" der EU-Kommission war. — Trotzdem wandert das Geschäft teilweise weiterhin an andere Plätze (auch ausserhalb des Eurogebiets: USA!) ab, was angesichts leistungsfähiger ortsungebundener    Netzwerke problemlos möglich ist.

③ Der deutsche Rentenmarkt hat auch nach dem Eintritt in die Währungsunion gewisse Vorteile behalten. Denn:

(a) gut 40% der ausstehenden staatlichen DM-Schuldverschreibungen werden von ausländischen Investoren  gehalten, die wohl nur dann umdisponieren  werden, wenn der EUR die an ihn gesetzten (Stabilitäts)Erwartungen nicht erfüllen sollte (CONJUNCTIVUS POTENTIALIS!),

(b) die Bonität des Emittenten  bleibt weiterhin entscheidender Bestimmungsgrund für Anleger,

(c) Verschuldungsinstrumente und Emissionstechniken gewinnen an Bedeutung. Hier hat Deutschland (bis anhin) Vorteile, weil

(α) der Bund über Kreditaufnahme-Instrumente mit Laufzeiten von 6 Monaten bis 30 Jahren verfügt,

(β) im Juli 1997 das Stripping (**s**eparate **t**rading of **i**nterest and **p**rincipal: Schuldurkunde und Zinsschein haben eigene Märkte; Nullkupon-Anleihe) eingeführt wurde,

(γ) man Ende 1997 die "Bietergruppe Bundesemissionen" ins Leben rief, deren Mitglieder die wichtigsten  Bundeswertpapiere im Tendersverfahren übernehmen (im Gegensatz zum Primary-Dealer-System in anderen Ländern: dieses stützt sich auf eine Reihe ausgewählter Banken, die Neuemissionen nach bestimmten $\frac{1}{n}$ Quoten übernehmen und plazieren); Deutschland hat also ein offenes,  durchsichtiges und rein  marktmässiges Verfahren,

(d) international operierende Investoren und Rating-Agenturen (vor allem *Standard & Poor* sowie *Moody's Investors Service*) haben einen sehr langfristigen Horizont und behalten die strukturellen Schwächen eines Landes im Vergleich zu anderen (die "fundamentals") genau im Auge. – Der Wegfall des "Währungsschleiers" wird die Bonitätsunterschiede stärker als bis anhin hervortreten lassen.

Fazit

In einem gemeinsamen Währungsgebiet müsste unter den Bedingungen des vollkommenen Marktes theoretisch ein einheitliches Kreditmarkt-Zinsniveau entstehen. In der europäischen Praxis jedoch wird es nach wie vor selbst auch bei Emissionen gleicher Ausstattung unterschiedliche Renditen geben.

Rendite-Differenzen erklären sich im wesentlichen aus unterschiedlicher Bonität der Emittenten und unterschiedlicher Liquidität der Emissionen.

Zu beachten ist, dass nach Artikel 103 EGV die Gemeinschaft *nicht* für die Verbindlichkeiten ihrer Mitgliedsstaaten haftet (kein "bail-out": Bürgschaft für die einzelnen Mitgliedsstaaten und deren Emissionen!). Auch sieht der EGV kein Finanzausgleichssystem vor, wie es in Deutschland zwischen Bund und Ländern verfassungsmässig festgelegt ist.

Gesamthaft gesehen dürfte Deutschland daher auf dem Europa-Kreditmarkt CETERIS PARIBUS (das heisst hier: wenn keine finanzmarktfeindlichen Gesetze und Verordnungen den freien Kapitalverkehr vergraulen) eine Benchmark-Position zukommen (and if not too much students, trained at Siegen by professors as the writer of this, will penetrate and by this disturb the Teutonic financial system: a danger which should not be exaggerated for personal managers are said to have an eye to such sleepy-heads).

Im Artikel 103 EG-Vertrag in der Fassung vom 28. Februar 2001
(Nizza-Vertrag) heisst es:

"Die Gemeinschaft haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen und lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige

Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens."

Die EU-Kommission hat im Mai 1999 einen Massnahmen-Katalog mit gesamt-haft 42 Aktionen vorgeschlagen, die zu einem engeren Zusammenwachsen der nationalen Finanzmärkte der Mitgliedsländer bis zum Jahr 2005 führen soll. Dieser "Financial Services Action Plan (FSAP)" zielt im besonderen auf die Rechtsangleichung ab.

Im Februar 2002 hat das EU-Parlament zur Beschleunigung des Angleichungsprozesses eine Reihe entsprechender Bestimmungen verabschiedet. Diese sind inzwischen grösstenteils gemeinschaftsrechtlich und/oder durch nationale Gesetzgebung in Kraft getreten.

Der FSAP ist nicht unabhängig von Basel-II zu sehen. Erst – ① die vollständige und nachdrückliche Umsetzung sämtlicher Bestimmungen von Basel-II in allen Staaten des Euro-Währungsgebiets sowie – ② seitens der Finanzmarktakteure das gleichmässige Vertrauen in jede der nationalstaatlichen Aufsichtsbehörden der Mitgliedsstaaten (eine einheitliche europäische Aufsicht ist bis anhin nicht vorgesehen; man hält eine Kooperation der nationalen Aufsichtsbehörden wegen derer Nähe zu den Akteuren gemäss dem Subsidiaritätsprinzip für geeigneter und wirkungsvoller) könnte das Ziel eines einheitlichen europäischen Finanzmarktes ein Stückweit näher bringen.

**Frömmigkeit ist kein Zweck, sondern ein Mittel,
um durch reinste Gemütsruhe zur höchsten Kultur zu gelangen.**

Johann Wolfgang Goethe, Sprüche in Prosa XXXVI (2), 468