

Berichte

Zur deutschen Position im internationalen Devisenhandel: Starke Währung, schwacher Standort¹

Von Lukas Menkhoff, Freiburg und Bangkok

Zum dritten Mal nach 1986 und 1989 hat die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im Jahr 1992 eine Bestandsaufnahme der internationalen Devisenmärkte erstellt (BIS 1993). Unter den nationalen Zentralbanken, die die Daten für ihren Zuständigkeitsbereich liefern, befindet sich zum ersten Mal auch die Deutsche Bundesbank. Deshalb ist erst mit Vorliegen dieser jüngsten Untersuchung eine detailliertere Einordnung der deutschen Position im internationalen Devisenhandel möglich. Das Ergebnis läßt sich durch eine auffällige Disparität zwischen starker Währung und schwachem Standort kennzeichnen.

Aus Sicht der deutschen Volkswirtschaft mag man diese Standortschwäche als bedauerlich empfinden, da know-how-intensive Finanzdienstleistungen nicht im Inland „hergestellt“ werden. Zu einem ökonomischen Problem wird sie jedoch erst dadurch, daß diese Arbeitsteilung keineswegs einer nachvollziehbaren, rationalen Spezialisierung entspricht, sondern der „Heimvorteil“ für in Deutschland tätige Institute, der sich aus der großen inländischen Kundenbasis ergibt, nicht genutzt wird. Dieses Problem hat sich im Zeitraum 1989 bis 1992 noch verschärft, da die Bedeutung der D-Mark zu- und die des Standorts abgenommen hat (BIS 1993, S. 8, und z. Vgl. Fischer-Erlach 1991, S. 43f.).

Die folgenden Analysen basieren vor allem auf den Daten der aktuellen BIZ-Studie, die jeweils themenspezifisch verarbeitet werden (BIS 1993; im folgenden nur mit Tabellenangaben zitiert). Der erste Abschnitt belegt die starke Rolle der D-Mark im internationalen Devisenhandel insgesamt sowie für Teilmärkte. Der zweite Abschnitt verdeutlicht die, gemessen an der Bedeutung der D-Mark, schwache Position des Standorts Deutschland im Devisengeschäft in ähnlich detaillierter Weise. Auf

¹ Für wertvolle Hinweise danke ich *Manfred Schlumberger, Cornel Wißkirchen* und einem anonymen Gutachter.

Basis dieser disaggregierten Analysen werden im dritten Abschnitt mögliche Erklärungen der auffälligen Disparität zwischen starker Währung und schwachem Standort diskutiert.

I. Die Position der D-Mark

Die starke Position der D-Mark zeigt sich eindrücklich daran, daß sie die zweitwichtigste Währung nach dem US-Dollar im internationalen Devisenhandel ist, dessen arbeitstägliches Volumen 880 Mrd. US\$ betrug (um Doppelzählungen und Erfassungslücken bereinigt). Ausgedrückt als Beteiligung einzelner Währungen an den gesamten Transaktionen, erreicht die D-Mark einen „Marktanteil“ von 40%, der US-Dollar von 82%, der Yen von 23%, das britische Pfund von 14% und an fünfter Stelle der Schweizer Franken von 9%, während die folgenden Währungen sämtlich unter 5% liegen (Table IIa). Obwohl sich diese Art von Marktanteilen wegen der Beteiligung von jeweils zwei Währungen an einem Geschäft auf ungewöhnliche 200% addieren, würde eine Normierung auf 100% doch den Blick verstellen, denn die Position der D-Mark, an 40% aller weltweiten Devisentransaktionen beteiligt zu sein, wäre nicht mehr unmittelbar erkennbar. Die Stellung als zweitwichtigste Handelswährung findet ihren Ausdruck entsprechend darin, daß die Währungsrelation DM/US\$ mit einem Marktanteil von gut 25%, bezogen auf 100%, die weltweit führende ist. Es stellt sich die Frage, worauf diese generell starke Position der D-Mark bei einer Disaggregation des Gesamtmarktes beruht. Deshalb sollen in einer weitergehenden Analyse drei verschiedene Aufspaltungen vorgenommen werden: nach Produkten, Kontrahenten und Regionen.

1. Stark im Kassa- und Optionsmarkt, schwach im Swapmarkt

Ermittelt man die Marktanteile der D-Mark nach den im BIZ-Bericht ausgewiesenen Produkten, so liegt dieser für Swaps bei nur 22% – vergleichbar mit den erwähnten 40% über alle Produkte –, für Kassatransaktionen dagegen bei 53% und für Optionsgeschäfte bei 51%. Etwa durchschnittlich ist die Position der D-Mark bei Outright- und Futures-Geschäften. Die Stärke im Kassahandel beruht entscheidend auf der hohen Bedeutung der D-Mark im Interbankenhandel („with other dealers“), wo sie an fast 57% aller Transaktionen beteiligt ist (vgl. detaillierter Abb. 1; dort sind auch die Marktgewichte angegeben). Die relative Schwäche im Swapgeschäft fällt speziell gegenüber dem Yen auf, der in

diesem Segment besonders stark ist. Dementsprechend liegt bei Swapgeschäften die Währungsrelation Yen/US\$ mit einem Anteil von 25 % vor der ansonsten führenden Relation DM/US\$ mit hier gut 19 % (Table IIb).

2. Stark im Interbanken-, schwach im Kundengeschäft

Hinsichtlich einer Segmentierung nach Kontrahenten verwendet die BIZ-Studie eine Aufgliederung in Handel der berichtenden Institutionen „with other dealers“, „with other financial institutions“ und „with customers“. Dieser Systematik zufolge erreicht die D-Mark im – mit über 70 % Marktgewicht weit dominierenden – Interbankensegment einen Marktanteil von 41 %, doch im engeren Kundensegment nur einen Marktanteil von 33 % (vgl. Abb. 1). Zwar läge letzterer Anteil bei Einbeziehung insbesondere des nicht aufgegliederten Optionsgeschäftes vermutlich etwas höher, doch kann dies das Bild aufgrund der Größenordnungen der Teilmärkte nur modifizieren.

Teilweise läßt sich dieser Befund vermutlich so erklären, daß alle großen Handelswährungen aufgrund der Liquidität ihrer Märkte für Interbankentransaktionen besser als die Nebenwährungen geeignet sind. Dementsprechend haben auch der US-Dollar, Pfund und Schweizer Franken einen deutlich geringeren Marktanteil im Kunden- als im Interbankengeschäft. Von dieser Regel weicht allein der Yen ab, dessen Kun-

Kontrahenten Produkte	Interbanken	Sonstige Finanzinstitutionen	Kunden	Gesamt	Marktgewichte
Kassa	56.8	51.4	38.7	53.2	47.8
Outright	39.1	32.0	36.0	36.4	7.1
Swap	22.2	21.7	24.1	22.4	39.4
Zwischensumme	40.9	37.4	33.1	39.0	
Futures	-	-	-	42.3	1.1
Optionen	-	-	-	50.6	4.6
Gesamt	-	-	-	39.6	
Marktgewichte*	70.6	12.6	16.8		100.0

–: keine Angaben. – *: für Kontrahenten ohne Futures/Optionen.

Quelle: BIS 1993, Table 1-A

Abb. 1: Marktanteile der D-Mark nach Produkten und Kontrahenten (in Prozent)

denmarktanteil 20 % höher als sein gesamter Marktanteil ist. Davon unterscheidet sich die D-Mark in genau umgekehrter Weise, da bei ihr der Kundenmarktanteil im Vergleich zum Gesamtmarktanteil 17 % niedriger liegt, während dieser Rückstand bei den anderen großen Währungen 6 - 12 % beträgt (Table 1-A). So gesehen ist die D-Mark in besonderem Maße eine Interbankenwährung.

3. Stark in Europa gegenüber US-Dollar

Hinsichtlich der regionalen Verbreitung leuchtet ein, daß die Währungen in ihren jeweiligen „Heimatmärkten“ eine überproportional wichtige Position haben. Von den acht nationalen, einzeln ausgewiesenen Währungen (neben den erwähnten US-Dollar, D-Mark, Yen, Pfund und Schweizer Franken noch Australischer Dollar, Kanadischer Dollar und Französischer Franc) werden dementsprechend sechs in ihren Heimatländern am stärksten gehandelt. Eine Ausnahme bildet neben dem US-Dollar nur die D-Mark, was u.a. auf deren internationalen Charakter hinweist (Table 2-A).

Diese Internationalisierung der D-Mark findet ihren Ausdruck darin, daß sie außer dem US-Dollar die einzige Währung ist, gegenüber der anderen Währungen in nennenswertem Umfang gehandelt werden. In der Vergangenheit lautete die übliche Quotierung und der damit einhergehende Handel immer gegenüber US-Dollar, während dementsprechend alle Notierungen zwischen den anderen Währungen unübliche „Cross-rates“ darstellten. Inzwischen hat sich die D-Mark in begrenztem Umfang zur Alternative gegenüber dem US-Dollar entwickelt, so daß unter den zehn meist gehandelten Währungsrelationen der US-Dollar siebenmal, die D-Mark viermal, aber keine andere Währung häufiger als zweimal vertreten ist (Table IIb).

In wenigen kleinen europäischen Ländern hat die D-Mark ferner eine Funktion als „Vehikelwährung“ übernommen, über die nationale Geschäfte abgewickelt werden. Im Durchschnitt der erfaßten europäischen Länder (mit Ausnahme von Deutschland) bildet die D-Mark bei 27 % des Handelsvolumens von lokaler Währung am einheimischen Platz die zweite Währung, der US-Dollar spielt diese Rolle bei 63 % des Volumens (vgl. ausführlicher Abb. 2). Die verbleibenden 10 % verteilen sich auf alle übrigen Währungen.

Merkmale Länder	Tägliches Volumen der Landes- währungen in Mrd. US\$	Marktanteil US\$ in %	Marktanteil DM in %	Anteil DM zu US\$ in %
Grossbritannien	71.8	71	23	32
Schweiz	31.6	64	24	38
Frankreich	17.4	46	43	93
Italien	12.9	58	29	50
Schweden	10.9	58	25	43
Niederlande	9.5	56	29	52
Spanien	8.9	64	27	42
Dänemark	4.5	54	34	63
Belgien	4.0	64	22	34
Finnland	3.5	70	27	39
Norwegen	2.3	77	16	21
Österreich	1.0	42	53	126
Portugal	0.8	17	65	382
Luxemburg	0.6	26	55	212
Griechenland	0.6	55	31	56
Irland	0.5	39	44	113
Gesamt	180.8	63	27	43
Ges. abzgl. UK,CH	77.6	56	32	57

Quelle: BIS 1993, Table 2-D.

Abb. 2: DM-Marktanteile am lokalen Handel mit Landeswährungen in Europa

4. Stark im nichtjapanischen Asien gegenüber Yen

Die Verbreitung der D-Mark bei internationalen Devisengeschäften beruht jedoch nicht allein auf ihrer Position in Europa, sondern auch auf ihrer Akzeptanz in Asien. Dies zeigt ein Vergleich der beiden meist gehandelten Relationen DM/US\$ und Yen/US\$ beispielhaft auf (Table 2-B). Danach erreicht die D-Mark in allen europäischen Ländern, mit Ausnahme von Großbritannien, das mehrfache Volumen des Yen. In Großbritannien liegt der Vorsprung knapp beim doppelten. Diesen regionalen Vorteil kann der Yen in Asien außerhalb von Japan nicht kompensieren, denn in allen erfaßten Ländern liegt er hinter der D-Mark, allerdings in Singapur und Hongkong nur sehr knapp.

II. Die Position des Standorts Deutschland

Die damit umrissene Bedeutung der D-Mark im internationalen Devisenhandel steht in auffälligem Gegensatz zur Position des Standorts Deutschland. Gemessen am Transaktionsvolumen fällt Deutschland nicht nur hinter die USA, das wirtschaftlich bedeutendere Japan und das europäische Finanzzentrum London/Großbritannien zurück, sondern rangiert außerdem noch hinter Singapur, der Schweiz und Hongkong mit einem Marktanteil von 5% an siebter Stelle (Table IV). Dieses Ergebnis wird durch eine standortbezogene Auswertung von Währungs-Quotierungen, die im Frühjahr 1989 in das Informationssystem von Reuters eingegeben wurden, weitgehend bestätigt (vgl. *Goodhart/Demos* 1991). Wieder soll, analog zur Analyse der starken Währung im Abschnitt I., in einer disaggregierten Betrachtung der Sachverhalt genauer analysiert werden. Segmentierungen bieten sich – aufgrund der Datenverfügbarkeit – hinsichtlich Handelskonzentration am heimischen Standort, Produkten, Kontrahenten und Anbietergröße an.

1. Relativ wenig DM-Handel in Deutschland

Bereits im ersten Abschnitt wurde die Sondersituation der D-Mark angesprochen, die – anders als für die bedeutenderen Währungen üblich – nicht in ihrem Heimatmarkt am meisten gehandelt wird. Wie sonst nur beim US-Dollar, liegt der Hauptstandort des Handels für D-Mark in Großbritannien. Der zweitwichtigste Standort sind die USA, und erst auf dem dritten Platz folgt Deutschland mit einem Marktanteil von gut 10% (vgl. ausführlicher *Abb. 3*). Sogar in der Schweiz und Singapur werden jeweils rund 60% des deutschen DM-Volumens umgeschlagen, und noch das kleine Nachbarland Dänemark erreicht ein Drittel.

Dieses Bild setzt sich für die fünf wichtigsten Währungsrelationen gegenüber der D-Mark ungebrochen fort: In keinem Fall kommt der Standort Deutschland über einen dritten Platz hinaus, und die Marktanteile liegen teilweise deutlich unter 10% (vgl. *Abb. 3*; kleinere Marktanteile als der deutsche sind nicht aufgeführt). Im einzelnen liegen für DM/Pfd, DM/SFR und DM/FF die Haupthandelsplätze jeweils im anderen Land und auch für DM/US\$ wie DM/Yen sind die Partnerländer jeweils die wichtigeren Handelsplätze im Vergleich mit Deutschland, wenngleich nicht die wichtigsten Handelsplätze überhaupt. Da für alle anderen führenden Standorte, am ausgeprägtesten für Japan, die Verankerung des Devisenhandels in nationaler Währung im Heimatland die

	Gesamter DM-Handel	DM/US\$	DM/Pfd	DM/Yen	DM/SFR	DM/FF
Grossbritannien	27.0	24.6	46.8	26.3	23.0	29.9
USA	18.3	21.9	12.0	18.9	20.5	
Deutschland	10.2	11.5	6.5	8.0	6.3	-
Schweiz	6.4				38.2	
Singapur	6.0			10.5		
Japan	5.1			16.7		
Hongkong	4.3					
Frankreich	4.2					55.2
Dänemark	3.2					
Alle übrigen	15.1					

-: keine Angabe.

Quelle: BIS 1993, Table 2-C

*Abb. 3: Die Position des Standorts Deutschland im DM-Handel
(Marktanteile in %)*

Basis eines großen Handelsplatzes bildet, kommt umgekehrt hier der entscheidende Nachteil des deutschen Standorts zum Ausdruck. Deutschland ist offensichtlich keinesfalls der selbstverständliche Finanzplatz des DM-Handels, sondern eher ein größerer Standort unter mehreren.

2. Unterrepräsentiert bei neueren Produkten

Da Deutschland nicht der dominierende Standort für den DM-Handel ist, wird er auch nicht unbedingt von den produktbezogenen Stärken und Schwächen der D-Mark geprägt. Ein gewisser diesbezüglicher Zusammenhang zeigt sich allein für den Kassahandel, der in Deutschland mit einem weltweiten Marktanteil von 5,5 % leicht über dem durchschnittlichen deutschen Anteil von 5,0 % liegt. Termingeschäfte bleiben leicht darunter, Optionen fallen mit 3,3 % Marktanteil deutlich ab und ein Futures-Handel wird gar nicht gemeldet. Gerade bei den neueren Produkten Optionen und Futures ist die deutsche Position demnach – anders als die Währung – schwach (Tables 3-B bis 3-E). Dies kontrastiert im Vergleich mit anderen großen Standorten in Industrieländern. So ist der – vergleichsweise kleine – Futuresmarkt zu nahezu 94 % in den weit führenden USA und dem klar an zweiter Stelle liegenden Großbritannien konzentriert. Der Optionsmarkt konzentriert sich ebenfalls zu fast 59 % auf diese beiden Länder. Im Optionsmarkt sind die europäischen Nachbarn Schweiz und Frankreich gut bzw. knapp die Hälfte größer als Deutschland.

3. Schwacher Handel innerhalb von Deutschland

Was die Kontrahenten anbelangt, so fällt für Deutschland auf, daß der Handel innerhalb des Landes vergleichsweise schwach ausgeprägt ist. Der BIZ-Angabe für den inländischen Interbankenhandel folgend, beträgt dessen Anteil am gesamten Bruttoumsatz für Deutschland nur 21,2 % statt 32,0 % im Weltdurchschnitt (Table 3-A). Im für Deutschland vergleichsweise starken Segment des Kassamarkts führt dies dazu, daß der deutsche grenzüberschreitende Interbankenhandel in etwa die japanische Dimension erreicht (Marktanteil 7,6 %), während der Binnenmarkt zwischen Banken sehr abfällt und vom Volumen eher dem französischen entspricht. In keinem der zehn größten Devisenmärkte liegt das daraus resultierende Verhältnis des nationalen zum internationalen Interbankenkassahandel mit 15,6 % auch nur annähernd so niedrig wie in Deutschland. Dieser Wert beträgt vergleichsweise in der Schweiz, Frankreich oder Dänemark rund 30 % und im Weltdurchschnitt 38 % (Table 3-B).

Etwas abgeschwächt gilt der unterproportionale Anteil des nationalen Geschäftes auch für Transaktionen mit Kunden. Während man hier grob feststellen kann, daß in der weitaus überwiegenden Anzahl das nationale Geschäft das internationale um das Mehrfache überwiegt und sich dieses Verhältnis nur in wenigen Ländern mit überproportional großem Devisenmarkt (Großbritannien, Singapur, Schweiz und Luxemburg) umkehrt, hat auch Deutschland, mit einem – auf die Gesamtwirtschaft bezogen – relativ kleineren Devisenmarkt, einen großen internationalen Anteil. Beispielsweise beträgt das nationale Kassageschäft mit Kunden nur das knapp 1,4fache des internationalen (Weltdurchschnitt: gut 1,8fach).

4. Schwaches Kundengeschäft

Galt schon für die D-Mark, daß sie eher vom Interbanken- als vom Kundengeschäft geprägt wird, so kennzeichnet dies noch deutlicher den Standort Deutschland. Der empirische Beleg erfolgt anhand von Abb. 4. Dort sind in Spalte (1) die Marktanteile der zehn wichtigsten Standorte/Länder, bezogen auf alle Transaktionen, aufgeführt, wobei Deutschland auf die bereits erwähnten 5 % Marktanteil kommt. In den vier folgenden Spalten dagegen wird allein auf das Geschäft mit Kunden, im Unterschied zum Interbankenhandel, Bezug genommen, wobei die Aufteilung durch die Art der BIZ-Erhebung vorgegeben ist.

Rangplatz	Marktanteile	(1) Alle Transaktionen	(2) "Kunden"-transaktionen	(3) Sonstige Finanzinstitutionen	(4) Optionen u. Futures (Kundenanteil)*	(5) =(2)+(3)+(4)
Länder						
1.	Grossbritannien	26.6	17.3	42.9	17.9	27.3
2.	USA	17.0	16.9	32.3	46.8	24.7
3.	Japan	11.2	17.8	8.1	11.0	13.6
4.	Singapur	6.7	5.7	-	4.1	3.4
5.	Schweiz	6.0	8.9	-	4.7	5.2
6.	Hongkong	5.4	3.8	1.6	1.0	2.8
7.	Deutschland	5.0	3.6	-	2.7	2.2
8.	Frankreich	3.1	4.1	1.0	4.2	2.9
9.	Australien	2.6	4.0	-	1.7	2.3
10.	Dänemark	2.4	3.7	-	1.9	2.2
	Top 10	86.1	85.9	85.8	96.0	86.5

-: Keine Angabe. *: 71.6 % Interbankenanteil.

Quelle: BIS 1993, Tables 3-A bis 3-E

Abb. 4: Das Kundengeschäft im internationalen Devisenhandel
(Marktanteile in %)

In Spalte (2) sind diejenigen Kundentransaktionen erfaßt, die die BIZ unter „customers“ bei Kassa- und Termingeschäften ausweist (Unternehmen und Private). Hierbei beträgt der deutsche Marktanteil 3,6%. Davon zu unterscheiden sind sonstige Finanzinstitutionen („financial institutions“) in Spalte (3) (Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften, Zentralbanken usw.), für die keine expliziten deutschen Angaben an die BIZ gemacht wurden. Als drittes schließlich listet Spalte (4) denjenigen geschätzten Anteil bei Options- und Futuresgeschäften auf, der nicht mit anderen berichtenden Institutionen getätigt wird, demnach also dem Kundengeschäft zuzurechnen ist. Wegen sehr unvollständiger Angaben zur Kontrahentenbeziehung wurde der Einfachheit halber der Durchschnittssatz der verfügbaren Angaben durchgängig für alle Options- und Futuresgeschäfte unterstellt. So gerechnet beträgt Deutschlands Anteil 2,7%. Die letzte Spalte (5) schließlich faßt die Kundengeschäfte in einer weiteren Abgrenzung zusammen. Im Ergebnis erreicht Deutschland nur noch einen Marktanteil von 2,2%.

Bei dieser Angabe sind zwei offensichtliche Fehlerquellen, außer falscher Datenübermittlung, denkbar: Erstens könnte dem Handel in Deutschland noch eine zusätzliche Komponente für sonstige Finanzinsti-

tutionen hinzuzufügen sein, und zweitens könnte der Kundenanteil im deutschen Optionsgeschäft erheblich höher als angenommen liegen. Gegen den ersten Punkt spricht, daß die BIZ hierzu keine Anmerkungen macht und es nicht im Interesse der Befragten liegt, diese Volumina zu „vergessen“. Wahrscheinlicher ist, daß die betreffenden Zentralbanken sich an der einfacheren Aufspaltung der älteren Untersuchung (BIS 1990) orientiert haben, die noch keine dritte Gruppe der sonstigen Finanzinstitutionen differenzierte, weshalb Geschäfte mit diesen i.d.R. unter „customers“ rubriziert sein müßten. So unterscheidet z.B. der Fragebogen der Deutschen Bundesbank an die Kreditinstitute nur „Banken“ von „Kunden“. Was den zweiten Punkt, das Optionsgeschäft betrifft, so ist dessen Volumen zu unbedeutend, als daß selbst ein doppelt so hoher Kundenanteil wie der unterstellte etwas an der Gesamtaussage ändern würde.

Gleichgültig, ob also die konkreten Zahlen noch leicht modifiziert werden müßten oder nicht: Der Standort Deutschland ist im Kundengeschäft erheblich unwichtiger als im Interbankenhandel. Gemessen an der engeren Kundenangabe der BIZ, liegt er auf Platz 10, gemessen an der weiteren Kundenabgrenzung, liegt er zwar knapp vor Dänemark, aber noch hinter Schweden und Kanada, auf Platz 11.

5. Durchschnittlich große Anbieter im Konkurrenzvergleich

Als letzter Gesichtspunkt, um den Standort Deutschland zu charakterisieren, dient die Durchschnittsgröße der Anbieter im Devisenhandel. Diese kann aus den täglichen Umsätzen je Land („gross turnover“, Table IV) und der Anzahl berichtender Institutionen ermittelt werden (Table M-1). Danach variiert für die zehn führenden Länder der Durchschnittsumsatz zwischen 190 Mio. US\$ für Hongkong und 2820 Mio. US\$ für Dänemark. Läßt man diese beiden Extremwerte außer Betracht, so ergibt sich für die acht verbleibenden Länder eine Spanne von 420 Mio. US\$ bis 1290 Mio. US\$ bzw. für alle zehn Staaten ein Mittelwert von 660 Mio. US\$. Mit einer Angabe von 780 Mio. US\$ wirken Institutionen in Deutschland demnach zwar leicht überdurchschnittlich groß (erst recht im Vergleich mit dem hier uninteressanten Mittelwert aller erfaßten Institutionen von 550 Mio. US\$), doch gemessen an den führenden europäischen Konkurrenten sind sie eher klein (1000 Mio. US\$ für UK, CH, F, DK) und gemessen an den beiden Nachbarstandorten Schweiz (750 Mio. US\$) und Frankreich (820 Mio. US\$) durchschnittlich.

III. Mögliche Erklärungen der Disparität

Die Disparität zwischen starker Währung, mit Rangplatz 2 im internationalen Vergleich, und schwachem Standort, mit Rangplatz 7 oder je nach Betrachtung auch Rangplatz 11, ist auffällig und im internationalen Kontext einzigartig. Sie beruht wohl im wesentlichen darauf, daß unterschiedliche Faktoren über die Bedeutung von Währung und Standort entscheiden. Vereinfacht gesagt, hängt die internationale Verwendung einer Währung primär von makroökonomischen Determinanten ab, während im Standortwettbewerb mikroökonomische Faktoren eine stärkere Rolle spielen.

Den Rahmen zur Erklärung der starken DM-Position liefert die Theorie der „Entstehung und Verwendung internationaler Schlüsselwährungen“ (Klump 1986). Zwar handelt es sich bei der D-Mark nicht um eine solche Schlüsselwährung, die im klassischen Sinne international dominieren würde, doch – mit der reduzierten Rolle des US-Dollars – spielt die D-Mark eine erhebliche Rolle im gegenwärtigen Weltwährungssystem (vgl. Mayer 1991). Wichtige Bestimmungsgründe dafür sind die Stabilität des Binnen- und Außenwerts der Währung, die Offenheit sowie Tiefe und Breite der Finanzmärkte und schließlich eine bedeutende Stellung im Außenhandel (Klump 1986, Tavlas 1990). Eine empirische Fundierung dieser Gesichtspunkte für die D-Mark findet sich bei Tavlas (1990). Letztendlich haben diese Determinanten bewirkt, daß die D-Mark als die wichtigste europäische Währung angesehen wird, quasi als eine „kleine“ Schlüsselwährung. Nur diese Internationalisierung erlaubt die vergleichsweise hohe Bedeutung auf Basis einer im Weltmaßstab doch sehr viel kleineren Volkswirtschaft (vgl. auch Caves/Frankel/Jones 1993, Table 21.1).

Das zwangsläufige Gegenstück zu dieser Internationalisierung ist wohl eine Dekonzentration des Handels mit D-Mark, ähnlich wie für den US-Dollar. Interessant ist deshalb nicht die Tatsache einer gewissen Disparität zwischen Währung und Standort als solche, sondern deren Ausmaß: Warum profitiert der Standort Deutschland nicht stärker von der Bedeutung der D-Mark? Eine Antwort wird hier in zwei Schritten gesucht: Zuerst sollen geeignete theoretische Ansatzpunkte bestimmt werden, danach sind diese zu diskutieren.

1. Theoretische Ansatzpunkte

Aus einer theoretischen Sicht lassen sich mehrere Zugänge zum hier interessierenden, speziellen deutschen Standortproblem denken. Traditionelle Standorttheorien stellen stark auf die räumliche Positionierung ab und setzen deshalb erhebliche Transaktions- und Informationskosten voraus. Da diese im allgemeinen auf Finanzmärkten gering sind, spielt räumliche Zentralität nicht die entscheidende Rolle (*Jeger/Haegler/Theiss* 1992, S. 267).

Doch auch die neueren Versuche, eine Art Theorie für internationale Finanzplätze zu entwickeln, liefern bisher keine schlüssige Konzeption (so *Grilli* 1989, S. 391). Zum einen sind die empirisch als relevant ermittelten Determinanten nicht deckungsgleich zwischen verschiedenen Untersuchungen, geschweige denn die Gewichte zwischen diesen Determinanten stabil. Zum anderen beziehen sich die meisten Studien entweder auf die Konzentration von Bankstellen an einem Ort oder auf die Konzentration von Bankeinlagen, weniger aber auf das nichtbilanzielle Geschäft und m.W. gar nicht auf den Devisenhandel (eine Übersicht liefert *Blattner* 1992).

Dies mag rechtfertigen, auf einen ausführlichen Überblick der aktuellen Literatur zu internationalen Finanzstandorten zu verzichten. Trotz dieser theoretischen Lücke gibt es aber doch einige Ansatzpunkte, die wenig strittig sein dürften:

- Erstens hat z.B. *Grilli* (1989, S. 393) auf positive Externalitäten großer Standorte bzw. Volkswirtschaften hingewiesen („thick market externalities“). Dies würde den Standort Deutschland mit der weltweit drittgrößten Marktwirtschaft stärker begünstigen, als es ein Rangplatz 7 oder 11 erwarten lässt.
- Zweitens haben Regulierungen einen erheblichen Einfluß auf Standortentscheidungen. Dies trifft Anlageentscheidungen von Privaten, die Steuervorteile/-freiheit suchen (vgl. *Grilli* 1989), und gilt ganz generell für Kapitalverkehrsbeschränkungen (sei es in Form von Kontrollen, Steuern o.ä.) und für Ausprägungen eines entwickelten Marktes, wie Produktvielfalt oder effiziente technische Abwicklung (exemplarisch herausgearbeitet bei *Dennig* 1985).
- Drittens dürften im allgemeinen die Kosten der jeweiligen Geschäfte Standortentscheidungen beeinflussen, wie z.B. *Pagano/Roell* (1990) stark betonen (bestätigend das signifikante Ergebnis bei *Moshirian* 1993).

- Viertens soll im vorliegenden Fall auch der Gesichtspunkt möglicher Wettbewerbsschwächen angesprochen werden. In den üblichen Mehrländer-Studien spielt er keine Rolle, weil er empirisch kaum generell zu fassen ist. In einer Fallstudie braucht dies kein Hinderungsgrund zu sein, da einzelfallspezifische Argumente eingebracht werden können.

Die Bedeutung dieser vier Ansatzpunkte wird im folgenden zum einen unter Berücksichtigung der vorangegangenen Analysen untersucht. Zum anderen werden zusätzliche Informationen herangezogen, um die qualitative Diskussion zu fundieren.

2. Fehlende Kundennachfrage?

Einen nahezu natürlichen Ausgangspunkt erfolgreicher Finanzplätze bildet eine große heimische Nachfrage nach Finanzdienstleistungen. Jedenfalls legen dies sowohl die übliche Konzentration des Devisenhandels in einer Währung am heimischen Standort nahe (vgl. Abschnitt II.1) als auch das Argument der thick market externalities oder empirische Abschätzungen dieses Faktors (Grilli 1989, Jeger/Haegler/Theiss 1992). Könnte demnach das deutsche Standortproblem – entgegen dem ersten Anschein – auf fehlende inländische Kundennachfrage zurückzuführen sein? Diese lässt sich analytisch in zwei wesentliche Gruppen aufspalten: Außenhandel treibende Unternehmen und internationale Kapitalanleger.

Zwar liegen keine Zahlen über den Umfang von Devisengeschäften dieser Gruppen vor, doch kann man mit Annäherungen arbeiten. So dürfte für die Außenhandelsbedingte Nachfrage das Volumen des Außenhandels eine erste Orientierung bieten. Gemessen daran steht Deutschland mit Abstand auf dem zweiten Platz in der Welt. Der Eindruck wird erheblich relativiert, wenn man zudem die Fakturierung des Handels berücksichtigt. Tavlas (1990, Tables 10, 11) macht solche Angaben für die sechs größten Industrieländer. Indiziert man danach das deutsche Fremdwährungsvolumen der Ex- und Importe mit dem Wert 100, so kommen die europäischen Nachbarn Italien, Frankreich und Großbritannien auf 114, 96 bzw. 86, die USA sogar nur auf 49, aber Japan dafür auf 251. Offensichtlich wäre die Vorstellung einer überragenden Außenhandelsbedingten Devisennachfrage, davon ausgehend, sie würde immer im Inland entfaltet, für Deutschland nicht haltbar.

Auch für das Volumen der internationalen Kapitalanlage sind wenigstens grobe Abschätzungen möglich. Deren Ausmaß lässt sich analytisch in zwei Größen trennen: das Volumen des relevanten Kapitals sowie

dessen Auslandsorientierung. A priori könnte man Deutschland danach wieder weit vorne, z.B. auf einem dritten Rangplatz, erwarten. Tatsächlich jedoch ist das hier interessierende Volumen geringer, als es die Größe der deutschen Volkswirtschaft nahelegt, denn maßgeblich dürfte nicht das gesamte Geldvermögen sein, sondern vor allem dessen aktiv verwalteter Teil. Folgt man hier einer Statistik, die der IWF in diesem Zusammenhang verwendet, so ergibt sich ein interessantes Bild: Deutschland liegt danach weit hinter den USA, Großbritannien, der Schweiz und selbst hinter Frankreich zurück (*Goldstein et al. 1993, Table 1*). Berücksichtigt man zudem den Auslandsanteil und indiziert die Relationen auf Basis von 100 für Deutschland, so erreichen Großbritannien 296, die USA 187, die Schweiz 152, die Niederlande 45 und Frankreich nur 23. Asiatische Länder sind dort nicht aufgeführt, doch besteht kein Zweifel, daß Japan in der angelsächsischen Größenordnung rangiert (vgl. *Goldstein et al. 1993, Tables 2, 8*).

Dies legt auch ein Quervergleich mit internationalen Bankeinlagen für das Jahr 1990 nahe, da dieselbe Art von Indizierung ein ganz ähnliches Ergebnis zeigt und Japan zwischen Großbritannien und den USA einordnet (vgl. *Helbling 1993, Table 2*, dort die IWF-Angaben). Diese Statistik deckt außerdem Hongkong und Singapur ab, mit Indexwerten gegenüber Deutschland von 140 bzw. 117. Die einzige deutliche Abweichung gegenüber der obigen Untersuchung weist Frankreich mit einem Wert von 157 auf. Auffällig ist außerdem der hohe Luxemburger Wert von 160, so daß darin wohl Verlagerungen von Deutschland enthalten sind. Was also zusammenfassend die internationale Kapitalanlage anbelangt, so dürfte Deutschland bestenfalls auf Platz 5 liegen.

Geht man noch einen Schritt weiter, so kann man den Außenhandel mit der internationalen Kapitalanlage grob zur Kundennachfrage zusammenfassen. Da die verfügbaren Angaben nicht absolut verwendbar waren und deshalb zur Orientierung indiziert wurden, ist zusätzlich eine Gewichtung beider Komponenten notwendig. Einen ersten Hinweis liefert z.B. die Abb. 1 für den DM-Handel, aus der ersichtlich ist, daß die Finanzinstitutionen etwa 75 % der sonstigen Kunden ausmachen. Berücksichtigt man ferner, daß an den beiden größten Plätzen Großbritannien und USA die Finanzinstitutionen klar dominieren und ansonsten die Angaben für Finanzinstitutionen unvollständig sind (sie fehlen z.B. für die Schweiz und Deutschland), dann dürfte eine durchschnittliche Gewichtung von 50 % zu 50 % akzeptabel sein.

Eine darauf aufbauende, grobe Abschätzung für die gesamte Nachfrage inländischer Kunden ergibt, im Vergleich zu Deutschland, für die

USA sowie insbesondere für Großbritannien und Japan ein deutlich größeres Volumen und für die Schweiz sowie Frankreich ein eher etwas geringeres. Zweierlei wird daraus deutlich: Erstens ist die Kundennachfrage in Deutschland vermutlich erheblich kleiner, als man auf den ersten Blick vermuten könnte, und rangiert im Weltvergleich etwa auf Platz 4, zudem wohl nur geringfügig vor der Schweiz und Frankreich. Zweitens kann dies nicht das Ausmaß erklären, in dem der Standort Deutschland im Kundengeschäft zurückfällt. Der Marktanteil beträgt nur 2,2% statt vielleicht 5% bis 10%, wie es einem vierten Platz entsprechen würde (vgl. Abb. 4, Spalte 5).

3. Hinderliche Regulierung?

Grundsätzlich scheint nicht unplausibel, daß etwa die staatliche Regulierung der Finanzmärkte in Deutschland für diese Diskrepanz verantwortlich sein könnte, gilt sie doch als vergleichsweise restriktiv. Dies mag sich auf zwei Wegen als hinderlich für vermehrte Geschäftsabschlüsse auswirken: Erstens über eine strikte Begrenzung des möglichen Geschäftsvolumens und zweitens über eine Begrenzung der möglichen Geschäftsarten.

Das Devisenhandelsvolumen von Banken ist in Deutschland vor allem durch den Grundsatz Ia eingeschränkt, der die offene Fremdwährungsposition an das Eigenkapital des Instituts knüpft. Selbst wenn manche Länder in dieser Hinsicht flexibler sein mögen (vgl. *Goldstein* et al. 1993, Table 3), so gleichen sich die Verhältnisse mit der Vereinheitlichung der Eigenkapitalrichtlinien international an (*Levonian* 1994). Wichtiger noch, nutzen die deutschen Banken ihre Spielräume, so jedenfalls der Eindruck aus einer Vielzahl eigener Gespräche, nicht aus: Zum einen wird die Gesamtquote einer Bank in der Regel nicht annähernd in Anspruch genommen, zum anderen wird häufig auf ein Netting der internen, additiv kalkulierten Limite verzichtet, so daß möglicher Spielraum ungenutzt bleibt (vgl. bestärkend Deutsche Bundesbank 1993, S. 56).

Was die möglichen Geschäftsarten am Finanzplatz Deutschland anbelangt, gab es bis in die jüngere Vergangenheit zahlreiche Beschränkungen, die auch für den Devisenhandel relevant waren (vgl. z.B. *Evans* 1992, vgl. auch Deutsche Bundesbank 1992). Von besonderer Bedeutung ist dabei die durch Regulierungen mitbedingte Schwäche im Options- und Futuresbereich (vgl. Abschnitt II.2), der eindeutig nichts mit einer eventuellen entsprechenden Nachfrage gegenüber der D-Mark zu tun hat

– im Gegenteil (vgl. Abb. 1, vorletzte Spalte). Anders gewendet, dürfte die Stärke des Standorts Deutschland im wachstumsschwachen Segment des alten Produkts der Kassageschäfte für ein Zurückfallen im internationalen Vergleich mitverantwortlich sein. Würde diese „Strukturschwäche“ nicht vorliegen, und könnte man deshalb von einem durchschnittlichen Wachstum über die drei Jahre von 1989 bis 1992 ausgehen, so wäre das Handelsvolumen in Deutschland allein dadurch überschlägig knapp 3 % höher gewesen.

Versucht man einen anderen Zugang zu dieser Erklärungshypothese, dann könnten Hemmnisse im administrativen Bereich verständlich machen, warum entsprechende Geschäfte von Auslandsfilialen/-töchtern wahrgenommen werden. In diesem Fall wäre zu erwarten, daß deutsche Banken unter anderen Rahmenbedingungen als in Deutschland – konkret in Luxemburg und London – besonders erfolgreich agieren würden:

- So wird der Standort Luxemburg bekanntermaßen stark von deutschen Instituten geprägt. Insbesondere setzt das vergleichsweise starke Kundengeschäft in Luxemburg, das etwa 30 % des deutschen Volumens beträgt, einen auffälligen Akzent. Wäre z.B. die Hälfte davon – wegen der Regulierungsunterschiede – aus Deutschland „abgewandert“, hätte das den deutschen Marktanteil im Kundengeschäft um etwa 0,3 %-Punkte auf 2,2 % gedrückt. Hier dürfte also ein gewisser Erklärungsbeitrag zur deutschen Standortschwäche liegen.
- Hinsichtlich der Herkunftsländer einzelner Institute am Londoner Standort ergibt sich, daß US-Banken dort im Jahr 1992 41 % Marktanteil hatten, britische Banken 20 %, japanische Banken 10 % und sämtliche Banken der restlichen 11 EG-Länder zusammen 12 %. Letzterer Anteil, in dem die deutschen Banken enthalten sind, ist seit 1989 um 4 %-Punkte zurückgegangen, für DM/US\$ sogar von 19 % auf 12 % und bei Yen, Schweizer Franken und Franc gegen D-Mark jeweils etwa auf die Hälfte (Healey 1992, S. 414). Diese Größenordnungen verdeutlichen, daß die Hypothese, erfolgreiche deutsche Banken könnten in entscheidendem Maße nach London „abgewandert“ sein, nicht haltbar ist.

Zusammenfassend geht von der Regulierung vermutlich insofern ein hinderlicher Effekt auf den Devisenhandel in Deutschland aus, als ehemalige Nachteile fortwirken. Doch scheint es unplausibel, daß dies primär das Ausmaß der festgestellten Standortschwäche erklären kann.

4. *Bewußte Geschäftszurückhaltung der deutschen Banken?*

Es bleibt also die weitere Erklärungshypothese relevanter Kostenunterschiede zu untersuchen, denn Ertragsunterschiede spielen im internationalen Devisenhandel, aufgrund weitgehend einheitlicher Usancen, wohl keine Rolle. Was die Kostenseite betrifft, gelten deutsche Zahlungsverkehrstechniken zumindestens nicht als wichtiger Wettbewerbsnachteil, so daß als länderspezifische Größe vor allem personalbezogene Kosten in Frage kommen (so bei *Evans* 1992 erwähnt). Dies aber führt wieder zu der oben verneinten Frage, ob dann deutsche Banken ihre Geschäfte überwiegend an andere, kostengünstigere Standorte verlegt haben.

Man kann die Kostenfrage auch zur Kosten-Nutzen-Überlegung erweitern und nach rationalen Grundlagen einer eventuellen „bewußten Geschäftszurückhaltung“ als überlegener Strategie suchen, denn die hohen Volumina im Devisenhandel geben keinen zwingenden Hinweis auf Gewinne. Ferner ist nicht von der Hand zu weisen, daß gerade „konservativ“ geführte Institute noch stärker auf Rentabilität der Transaktionen bzw. der dabei unweigerlich eingegangenen Risiken achten als andere. Ist aus der durchaus plausiblen Annahme, die, vor allem deutschen, Institute am deutschen Standort seien solche konservativen Wettbewerber, die nahegelegte Ableitung gerechtfertigt? Unmittelbar dagegen spricht wohl die gute Position des Standorts Schweiz und die dazu passende, im Vergleich zu deutschen Wettbewerbern tendenziell überlegene Plazierung – der ähnlich konservativen – schweizerischen Institute im Urteil großer Kunden (vgl. *Brady* 1992).

Gäbe es dennoch gute Gründe für eine bewußte Geschäftszurückhaltung? Die veröffentlichten Zahlen legen jedenfalls solch eine Selbstbeschränkung nicht gerade nahe. So weisen US-amerikanische und britische Banken Erträge aus dem Devisengeschäft aus, die – in der Interpretation sowohl von Beobachtern als auch dieser Banken – erhebliche Gewinne anzeigen (vgl. z.B. *Goodhart* 1988, allgemeiner *Brady* 1992a). Ein Vergleich mit deutschen Instituten ist nicht möglich, da diese keine gesonderten Angaben für den Devisenhandel machen, sondern dessen Ergebnis in die Eigenhandelsposition einfließt. Diese trägt in aller Regel erheblich zum Gesamtergebnis bei, ohne daß der Devisenhandel als generelle Ausnahme davon genannt würde. Immerhin weist die Zurechnung zum Eigenhandel auf einen möglichen Nachteil dieser Gewinnquelle hin, nämlich hohe Schwankungen im Zeitablauf. Insofern könnte man aus geschäftspolitischer Perspektive einen Risikozuschlag fordern. Allerdings ist schon die zugrundeliegende Annahme besonders hoher Schwankun-

gen fraglich, da z.B. *Brady* (1992a, S. 75) „consistently large profits“ konstatiert. Und selbst dann könnten Gewinne das eingegangene Risiko überkompensieren.

Zu dieser Skepsis passen zwei weitere Indizien. Erstens stützen die enormen Wachstumsraten im Devisenhandel seit mehr als zehn Jahren und damit einhergehende Investitionen vieler Marktteilnehmer eher die Vorstellung eines profitablen Geschäfts als das gegenteilige Bild eines gewinnlosen, sehr risikoreichen Mengenbooms (vgl. *Burnham* 1991). Zweitens fällt das einzige deutsche Institut, das der erwähnten Kundenumfrage zufolge (*Brady* 1992) zu den 20 weltweit führenden zählt, die Deutsche Bank, nicht durch eine fragwürdige, etwa rein mengenorientierte Geschäftspolitik auf, sondern – z.B. gemessen am Aktienkursniveau – durch eine auch qualitativ hochwertige. Es scheint folglich wenig plausibel, daß die führenden Banken im Devisengeschäft – darunter auch eine besonders erfolgreiche deutsche – eine möglicherweise überlegene Strategie bewußter Geschäftszurückhaltung nicht erkannt hätten.

5. Wettbewerbsschwächen?

Eine letzte Erklärungshypothese für die interessierende deutsche Standortschwäche im internationalen Devisenhandel geht im Unterschied zu schlechten Rahmenbedingungen und fehlendem Wollen der Akteure – plakativ ausgedrückt – von fehlendem Können aus. Dies ist natürlich nicht absolut zu verstehen, sondern im Vergleich mit der Konkurrenz. So liegt, insbesondere aufgrund der relativ wenigen Kundengeschäfte in Deutschland (Abschnitt II.4), die Vermutung überlegener Anbieter aus dem Ausland nahe.

Einen Hinweis in dieser Richtung liefert die jährliche, weltweite Befragung von Großkunden, veröffentlicht von der Zeitschrift *Euromoney* (*Brady* 1992, zur Vorgehensweise S. 66). Für das hier interessierende Jahr 1992 ergibt sich folgendes – auch für andere Jahre zutreffendes – Bild: Unter den 20 favorisierten Instituten der antwortenden Kunden liegt nur eine deutsche Bank (in der hinteren Hälfte), und nach Standorten geordnet spielen deutsche Banken ausschließlich im Heimatmarkt eine wichtige Rolle. Hinsichtlich der erfaßten Währungsrelationen unter Beteiligung der D-Mark sind deutsche Banken im Vergleich zu den entsprechenden ausländischen Instituten – aus Kundensicht – ähnlich unattraktiv, wie es der deutsche Standort im Vergleich mit den jeweiligen ausländischen Finanzplätzen in der BIZ-Erhebung ist (vgl. Abschnitt II.1). Da dies u.a. für US-Dollar, Yen, Pfund und Schweizer Franken in

ähnlicher Weise gilt, dürfte es zugleich ein Indiz gegen eine allzu grobe Verzerrung in der Erhebungsgesamtheit sein.

Einen weiteren Hinweis auf überlegene ausländische Wettbewerber liefert indirekt die Deutsche Bundesbank (1993), indem sie im Zusammenhang mit dem – zur Hälfte fremdwährungsbezogenen (S. 55) – bilanzunwirksamen Geschäft schreibt: Erstens sei „Innovationsfreudigkeit“ zu einem wichtigeren Wettbewerbsvorteil geworden (S. 47), und zweitens hätten sich „die deutschen Banken dem international in Gang befindlichen Innovationsprozeß in erheblichem Umfang angeschlossen“ (S. 58). Die beiden Einschränkungen begrenzten Umfangs und zeitlicher Nachfolge weisen auf die Wettbewerbsschwäche hin. Die Bundesbank allerdings betont volkswirtschaftliche Risiken der gegenwärtig stark expandierenden bilanzunwirksamen Geschäfte und damit auch des Devisenhandels, was diese „Schwäche“ aus anderer Perspektive relativiert.

Dagegen spricht die Beobachtung durchschnittlich großer Marktteilnehmer in Deutschland (Abschnitt II.5) erst einmal gegen das Argument wettbewerbsschwacher Anbieter, denn solche würde man eher unterdurchschnittlich groß erwarten. Allerdings sind in diesem Punkt die statistischen Angaben weiter interpretationsbedürftig. So beträgt der Abdeckungsgrad der BIZ-Erhebung für Deutschland nur 90 %, bezogen auf Volumina (BIS 1993, S. 38f.), während er für die Konkurrenzplätze bei 99 % oder 100 % liegt. Insofern müßten eigentlich alle Angaben für Deutschland um etwa 10 % erhöht werden. Allerdings werden aufgrund der Konzentration des Geschäfts (vgl. z.B. *Healey* 1992) für die fehlenden 10 % Volumen weit mehr als 10 % zusätzliche Anbieter verantwortlich sein. Würde deren Zahl z.B. um 50 % steigen, so müßte die Durchschnittsgröße, bezogen auf 111 % der angegebenen Transaktionen, auf knapp drei Viertel zurückgehen. Die resultierenden 570 Mio. US\$ wären im Vergleich mit den wichtigen europäischen Handelsplätzen eher gering.

Problematisch bleibt allerdings die Interpretation solcher Durchschnittszahlen, selbst wenn im Devisenhandel schiere Größe den Vorteil bietet, umfangreiche Transaktionen eher abwickeln zu können, und somit einen echten Wettbewerbsvorteil darstellt. Größe allein sagt nichts über andere Einflußfaktoren der Leistungsstärke, die wichtiger sein können (vgl. z.B. *Tichy* 1990). Schließlich legen die geringen Durchschnittsgrößen der Marktteilnehmer an den erfolgreichen asiatischen Standorten mit ca. 200 bis 500 Mio. US\$ eine interpretative Zurückhaltung nahe (Table IV).

Nebenbei gibt der Abdeckungsgrad für Deutschland möglicherweise einen Hinweis auf eine Ursache des geringen inländischen Interbankenhandels (Abschnitt II.3), wenn man annimmt, die nicht erfaßten, kleineren Marktteilnehmer würden überproportional mit größeren inländischen Banken Geschäfte abschließen, statt sich an das Ausland zu wenden.

Zusammenfassend stützen die erfragte Sicht großer Kunden über die Leistungsfähigkeit deutscher Banken im Devisenhandel, die Beobachtungen der Deutschen Bundesbank sowie die publizierten Informationen aus einer McKinsey-Studie über das Handelsgeschäft deutscher Banken (vgl. *Balzer 1994*) die Hypothese einer gewissen Wettbewerbsschwäche. Bei einer tiefergehenden Erklärung würden vermutlich auch „kulturelle“ Einflüsse eine Rolle spielen, wie sie vor allem von angelsächsischen Beobachtern gesehen werden (z.B. *Evans 1992* oder jüngst *David 1994*, S. 34), die aber quantitativ kaum zu fassen sind.

6. Hypothesenüberblick

Ein Überblick zu den vier diskutierten Hypothesen kann schon allein wegen der begrenzten Abdeckung möglicher Einflüsse und wegen notwendiger Abschätzungen nicht abschließend und „zwingend“ sein:

- Dennoch spricht viel dafür, daß bewußte Geschäftszurückhaltung keine gute Erklärung der deutschen Standortschwäche darstellt, selbst wenn dies in einem strengen Sinne nicht zu überprüfen ist, weil die Alternativen des Kapital- und Managmenteinsatzes hier unbekannt sind. Doch der internationale Vergleich und Gewinnangaben stützen diese Hypothese nicht.
- Es scheint nahezu sicher, daß die Nachfrage nach Fremdwährung in Deutschland aufgrund der verbreiteten DM-Fakturierung und der – im internationalen Vergleich – geringen Bedeutung professioneller Portfoliomanager kleiner ist, als man es aufgrund der großen und außenhandelsorientierten deutschen Volkswirtschaft vielleicht erwarten würde.
- Weiterhin hat die eher restriktive Produktregulierung den Standort in der Vergangenheit vermutlich benachteiligt, was zu gewissen Ausweichbewegungen deutscher Banken nach Luxemburg paßt.
- Schließlich scheint auch die Hypothese der Wettbewerbsschwäche erkläruungsrelevant, wenngleich mit dem vorhandenen Material nur ansatzweise zu belegen.

So wünschenswert es abschließend wäre, die drei als relevant erachteten Erklärungsfaktoren der Diskrepanz zwischen starker D-Mark und

schwachem deutschem Standort in ihrer relativen Bedeutung zu quantifizieren, erlaubt dies die gewählte Vorgehensweise nicht. Dazu wäre nicht nur eine bessere Quantifizierung der isolierten Faktoren notwendig, sondern auch eine umfassendere Vorstellung über deren Wirkungszusammenhänge. So weist der Economist (1992, S. 18) darauf hin, daß die institutionell gegebene Form einer Altersversorgung über Pensionsfonds im Kapitaldeckungsverfahren – wie sie in angelsächsischen Ländern verbreitet ist – die Entwicklung eines professionellen Portfoliomanagements begünstigt, das wiederum Finanzinnovationen nachfragt. Bezogen auf die hier untersuchten Erklärungshypothesen, würde also „fehlende Kundennachfrage“ die „Regulierungspolitik“ beeinflussen.

IV. Fazit

Die Stärke der D-Mark und die Schwäche des deutschen Standorts im internationalen Devisenhandel stehen in auffälligem Kontrast zueinander. In allen anderen Fällen weltweit bedeutender Währungen sind deren Heimatländer zugleich auch ähnlich wichtige Devisenhandelsplätze. Diesen „Heimvorteil“ aus der starken D-Mark nutzt Deutschland derzeit nicht, was – im Rahmen der vorgebrachten Daten und Argumente – auf wenigstens drei Ursachen zurückgeführt werden kann: Erstens ist die inländische Nachfrage im internationalen Vergleich kleiner, als es die volkswirtschaftliche Bedeutung Deutschlands erwarten läßt. Zweitens hat sich eine restriktive Regulierungspolitik hinderlich ausgewirkt, und schließlich weisen die Anbieter vermutlich Wettbewerbsschwächen auf.

Selbst wenn man also konzidiert, daß die Standortschwäche teilweise nur das Spiegelbild der Währungsstärke ist und außerdem die Angaben für Deutschland – wegen international uneinheitlicher Abdeckungsgrade bei der Erhebung – wohl um etwa 10 % zu gering ausfallen, verbleibt ein enormes Verbesserungspotential, vor allem im Kundengeschäft. Es soll hier nicht diskutiert werden, ob und gegebenenfalls wie dieses Potential auszuschöpfen wäre; doch es scheint unzweifelhaft, daß die Betroffenen dazu zusätzliche Anstrengungen leisten müßten.

Literaturverzeichnis

Balzer, Arno (1994): Spiel ohne Grenzen, in: Manager Magazin, H. 5, S. 120 - 133. – BIS (Bank for International Settlements) (1993): Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in April 1992, Basle. – Blattner, Niklaus (1992): Competitiveness in Banking: Selected Recent Contributions and Research Priorities, in: Blattner, Niklaus et al. (1992), S. 9 - 39. – Blattner, Niklaus/Gen-

*berg, Hans/Swoboda, Alexander (Hrsg.) (1992): Competitiveness in Banking, Heidelberg: Physika. – Brady, Simon (1992): Citibank Sweeps the Board, in: Euromoney, May, S. 63 - 70. – Brady, Simon (1992a): The Banks' Golden Egg, in: Euromoney, May, S. 75 - 78. – Burnham, James B. (1991): Current Structure and Recent Developments in Foreign Exchange Markets, in: Khoury, S. J. (ed.), Recent Developments in International Banking and Finance, Amsterdam et al.: North-Holland, S. 123 - 153. – Caves, Richard E./Frankel, Jeffrey A./Jones, Ronald W. (1993): World Trade and Payments, An Introduction, New York: HarperCollins, 6. ed. – David, Peter (1994): Recalled to Life, A Survey of International Banking, Beilage zu: The Economist, 30.4.1994, S. 1 - 42. – Dennig, Ulrike (1985): Die Entstehung von Weltfinanzzentren – Untersucht an der traditionellen Konkurrenzsituation zwischen London und New York, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 30. Jg., S. 209 - 231. – Deutsche Bundesbank (1992): Finanzplatz Deutschland – Rahmenbedingungen und neuere Entwicklungen, in: Monatsberichte, 44. Jg., H. 3, S. 23 - 31. – Deutsche Bundesbank (1993): Bilanzunwirksame Geschäfte deutscher Banken, in: Monatsberichte, 45. Jg., H. 10, S. 47 - 69. – Economist (1992): Tomorrow's Pensions: Ride the Wave, in: The Economist, 20.6.1992, S. 17 - 19. – Evans, Garry (1992): Bundesbank Clings to Power, in: Euromoney, April, S. 55 - 58. – Fischer-Erlach, Peter (1991): Handel und Kursbildung am Devisenmarkt, Stuttgart u.a.: W. Kohlhammer, 3. Aufl. – Goldstein, Morris/Folkerts-Landau, David/Garber, Peter/Rojas-Suarez, Liliana/Spencer, Michael (1993): International Capital Markets, Part I: Exchange Rate Management and International Capital Flows, International Monetary Fund, Washington, April. – Goodhart, Charles A. E. (1988): The Foreign Exchange Market: A Random Walk with a Dragging Anchor, in: *Economica*, Vol. 55, No. 220, S. 437 - 460. – Goodhart, Charles A. E./Demos, Antonis (1991): The Asian Surprise in the Forex Markets, in: *Financial Times*, 2.9.1991. – Grilli, Vittorio (1989): Financial Markets, in: *Economic Policy*, Vol. 4, No. 2 (lfd. Nr. 9), S. 387 - 421. – Healey, Juliette (1992): The Foreign Exchange Market in London, in: *Bank of England, Quarterly Bulletin*, Vol. 32, No. 4, Nov., S. 408 - 417. – Helbling, Thomas (1993): In-Depth Analysis of Competitiveness of Swiss Banking and Stock Trading, in: Blattner, Niklaus (ed.), European Integration and the Swiss Financial Centre, Chur, Zürich: Verlag Rüegger, S. 137 - 185. – Jeger, Matthias/Haegler, Urs/Theiss, Roland (1992): On the Attractiveness of International Financial Centres, in: Blattner, Niklaus et al. (1992), S. 239 - 272. – Klump, Rainer (1986): Entstehung und Verwendung internationaler Schlüsselwährungen, Hamburg: Verlag Weltarchiv. – Levonian, Mark E. (1994): Bank Capital Standards for Foreign Exchange and Other Market Risks, in: *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, No. 1, S. 3 - 18. – Mayer, Joerg (1991): US-Dollar and D-Mark as Reserve Assets, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 127, S. 524 - 541. – Moshirian, Fariborz (1993): Determinants of International Financial Services, in: *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, No. 1, S. 7 - 18. – Pagano, Marco/Roell, Alisa (1990): Stock Markets, in: *Economic Policy*, Vol. 5, No. 1 (lfd. Nr. 10), S. 63 - 115. – Tavlas, George S. (1990): On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark, IMF Working Paper WP/90/3. – Tichy, Gunther (1990): Bankengröße und Effizienz, in: *Kredit und Kapital*, 23. Jg., H. 3, S. 358 - 389.*

Zusammenfassung

Zur deutschen Position im internationalen Devisenhandel: Starke Währung, schwacher Standort

Die aktuelle Bestandsaufnahme der Transaktionen auf Devisenmärkten durch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ermöglicht aufgrund der erstmaligen Beteiligung der Deutschen Bundesbank eine genauere Einordnung der deutschen Position. Während disaggregierte Analysen die Stärke der D-Mark als zweitwichtigste Währung im Devisenhandel aufzeigen, rangiert der Standort Deutschland eher im Mittelfeld der internationalen Konkurrenz, so daß hier eine auffällige Disparität besteht. Es werden vier Hypothesen zur Erklärung der Standortschwäche diskutiert, von denen die einer bewußten Geschäftszurückhaltung wenig überzeugt. Dagegen liefern fehlende Kundennachfrage, hinderliche Regulierungspolitik und Wettbewerbsschwächen der betreffenden Anbieter jeweils plausiblere Erklärungsbeiträge.

Summary

Germany's Position in International Foreign Exchange Dealings: Strong Currency, Weak Business Location

Since the current stock-taking of foreign-exchange market operations by the Bank for International Settlements includes also those of the Deutsche Bundesbank for the first time, it allows a more accurate classification of the German position. Whilst disaggregated analyses testify to the strength of the D-mark as the second most important currency in foreign-exchange dealings, Germany's rank as a business location rather is a more intermediate one among the countries competing as locations for doing business; this represents a conspicuous disparity. This contribution discusses four hypotheses in an attempt to find explanations for this weakness; the one suggesting deliberate reluctance in doing business is the least convincing among these hypotheses. Insufficient demand, regulatory impediments and weaknesses in bidders' competitiveness, by contrast, represent more plausible explanations.

Résumé

La position allemande sur les marchés des changes internationaux Monnaie forte, place désavantageuse

L'état actuel des transactions sur les marchés des changes établi par la Banque des Règlements Internationaux permet, grâce à la nouvelle participation de la Bundesbank, de déterminer plus exactement la position allemande. Alors que des analyses désaggrégées montrent la force du DM comme deuxième monnaie sur les marchés des changes, la place monétaire de l'Allemagne se range plutôt au centre de la concurrence internationale. Il y a donc ici une disparité frappante. L'auteur

discute quatre hypothèses pour expliquer les désavantages de la place: la retenue commerciale voulue – hypothèse peu persuasive-, le manque de demande des clients, la politique générante du gouvernement et des faiblesses concurrencielles des offreurs concernés. Ces trois dernières hypothèses livrent des explications plus plausibles.