

Wandel am Londoner Eurodollarmarkt¹

In den letzten Jahren hat sich am Londoner Interbankmarkt eine sektorale Verschiebung vollzogen. Der Anteil der Finanzmittel, die von den Banken in den Interbankmarkt zurückgeschleust werden, ist nach der Einführung des Euro und dem darauffolgenden Rückgang des Devisenhandels drastisch gesunken. Überschüssige Dollars aus dem Bankensektor werden für Finanzierungen von Nichtbanken, insbesondere in den USA, eingesetzt; darin könnte die gewachsene Bedeutung des Londoner Marktes bei der Finanzierung des Wertpapierhandels in New York zum Ausdruck kommen.

JEL-Klassifizierung: G150

Ausserhalb der USA ist London nach wie vor der Markt, an dem die meisten US-Dollar-Einlagen gehalten werden. In den letzten Jahren hat am Londoner Eurodollarmarkt jedoch offenbar eine sektorale Verschiebung stattgefunden. Genauer gesagt hat die „Interbank-Wiederanlagequote“ – der Anteil der in den Interbankmarkt zurückgeschleusten Mittel an den insgesamt bei Londoner Banken platzierten Mitteln – drastisch abgenommen. Die Banken in London nehmen zwar weiterhin Einlagen von Banken im Ausland entgegen, geben diese Mittel aber in immer grösserem Umfang an Nichtbankschuldner, hauptsächlich in den USA, weiter. Diese Verschiebung hat sich zudem offenbar ziemlich abrupt vollzogen. Eine Analyse der Geschäftsentwicklung am Londoner US-Dollar-Markt deutet darauf hin, dass der relative Umfang der Interbankkreditvergabe von den späten siebziger Jahren bis mindestens zum Jahr 1996 bemerkenswert stabil blieb. Erst nach 1997 zeigt sich ein auffälliger Rückgang im Interbankgeschäft.

Die genauen Gründe für diese Verschiebung zu den Nichtbankschuldnern sind zwar nicht ohne Weiteres auszumachen, aber sie scheint mit mehreren allgemeinen Entwicklungen im internationalen Bankgeschäft im Einklang zu stehen. So fällt die Verschiebung weitgehend mit der Einführung des Euro und dem darauffolgenden Rückgang von Devisengeschäften mit dem US-Dollar als Vehiklwährung zusammen. Des Weiteren hat die beträchtliche weltweite Konsolidierung im Banken- und Finanzdienstleistungssektor in den neunziger Jahren wahrscheinlich die über London laufenden Finanzmittelströme

¹ Das Feature gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

beeinflusst. Die Abnahme der Interbank-Wiederanlagequote in London ging nämlich mit einer Belebung des Geschäfts zwischen den dort ansässigen Banken und Nichtbankschuldnern in den USA einher. Hierzu dürfte ein Geschäftszuwachs mit Wertpapierhäusern und anderen Nichtbankfinanzinstituten in den USA massgeblich beigetragen haben.

Dieses Feature ist wie folgt aufgebaut: Im nächsten Abschnitt wird die Bedeutung Londons für den Eurodollarmarkt während der vergangenen 25 Jahre erörtert und seine wachsende internationale Bedeutung als Anlageort für US-Dollar ausserhalb der USA hervorgehoben. Der darauffolgende Abschnitt untersucht den Umfang des Interbankgeschäfts in diesem Zeitraum, ausgedrückt als Anteil der am Interbankmarkt wiederangelegten Mittel an den gesamten Dollareinlagen in London. Dabei finden die Veränderungen, die sich in den vergangenen Jahren mit der Einführung des Euro ergeben haben, besondere Beachtung. Schliesslich werden mögliche Erklärungen für die Verschiebung der Kreditvergabe zu den Nichtbanken gegeben, wobei die zunehmenden Verbindungen zwischen europäischen Banken und Gebietsansässigen in den USA im Mittelpunkt stehen.

London als Mittelpunkt des Eurodollarmarktes

Das geopolitische Umfeld während des Kalten Krieges und die Vorschriften für Inlandsbanken in den USA in den sechziger und siebziger Jahren veranlassten die erdölproduzierenden Länder, für ihre US-Dollar-Mittel einen Anlageort ausserhalb der USA zu suchen. Dank seiner langen Geschichte als weltweites Handelszentrum und einer Lockerung der Vorschriften für Offshore-Transaktionen in den späten fünfziger Jahren konnte London sich als Anlageort für diese Dollars profilieren.² In den vergangenen 30 Jahren sind die US-Dollar-Einlagen ausserhalb der USA – die „Eurodollars“ – exponentiell gewachsen, wobei London sich als Zentrum dieses Marktes behauptet hat.³

Entscheidend für dieses Wachstum der Eurodollareinlagen war die im Vergleich zu den Banken in den USA höhere Effizienz der Eurobanken. Da Eurobanken weniger Vorschriften (z.B. Mindestreserveanforderungen) beachten müssen als US-Inlandsbanken, können sie mit niedrigeren Margen operieren und dementsprechend wettbewerbsfähigere Einlagen- und

London bleibt
Mittelpunkt des
internationalen
Bankgeschäfts ...

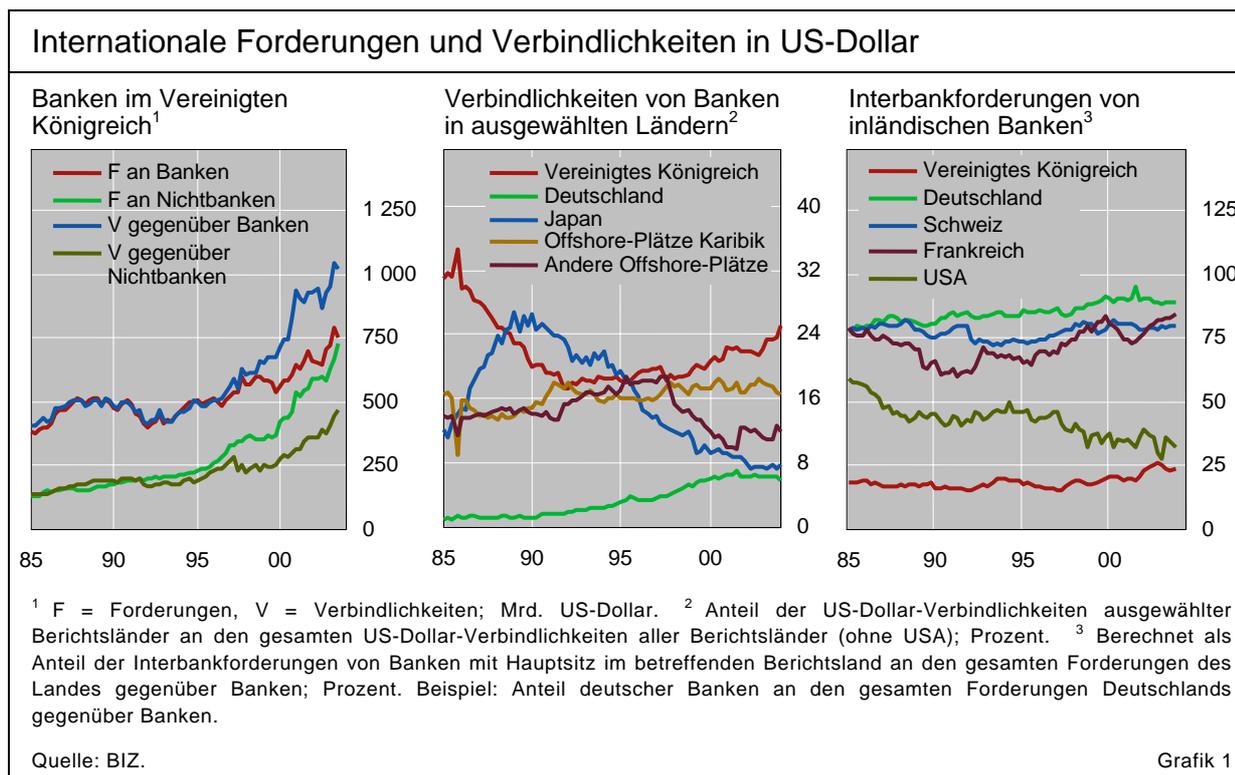
² Für eine umfassende Analyse der Entwicklung des Eurodollarmarktes s. Mayer (1979), McKinnon (1979), Johnston (1983), Niehans (1984) sowie Krugman und Obstfeld (1991).

³ Formal handelt es sich bei einer Eurodollareinlage um eine US-Dollar-Einlage, gewöhnlich eine Termineinlage mit einer Laufzeit von 30, 90 oder 180 Tagen, die in einer Bank mit Sitz ausserhalb der USA platziert wird (oftmals „Eurobank“ genannt). Dabei ist weder die Nationalität der Bank noch der Sitz (oder die Nationalität) des Anbieters der Finanzmittel von Bedeutung. Eine Rolle spielt nur der Sitz der Bank, die die Einlagen entgegennimmt. So wird etwa die US-Dollar-Einlage eines US-Industrieunternehmens bei der Niederlassung einer US-Bank in London als Eurodollareinlage betrachtet, während dies bei der US-Dollar-Einlage eines französischen Unternehmens bei einer deutschen Bank in New York nicht der Fall ist.

Kreditzinsen anbieten.⁴ Aufgrund der niedrigeren operativen Kosten sind die Eurobanken in der Lage, Einlagen zu attrahieren, die andernfalls bei US-Inlandsbanken platziert würden. Infolgedessen dient der Eurodollarmarkt als Zentrum für die weltweite Wiederanlage von Finanzmitteln, indem die Eurobanken nicht nur ihre eigenen Positionen in US-Dollar gegenüber anderen Währungen steuern, sondern sie schliesslich in die Hände internationaler Schuldner geben, die die beste Verwendung dafür haben.

... trotz Wettbewerb von Offshore- und anderen Finanzplätzen

Ungeachtet der gewaltigen Ausweitung des Eurodollargeschäfts der Banken in den letzten 30 Jahren, der Globalisierung der grössten Banken der Welt sowie der wachsenden Bedeutung konkurrierender Offshore-Finanzplätze während des vergangenen Jahrzehnts baut London seine Rolle im Eurodollarmarkt sogar noch aus. Von Anfang an war ein beträchtlicher Anteil der Eurodollareinlagen der Marktteilnehmer in London konzentriert. Im ersten Quartal 2004 hielten Banken in London \$ 1,86 Bio. bzw. 25% aller US-Dollar-Verbindlichkeiten von Banken ausserhalb der USA, nahezu zweimal so viel wie das nächstgrösste Empfängerland von Einlagen (die Kaimaninseln). Dieser Anteil, der im dritten Quartal 1997 noch bei 18% lag, hat in den letzten Jahren kontinuierlich zugenommen (Grafik 1 Mitte).



⁴ Zusätzlich zu den Mindestreserveanforderungen trugen in den sechziger und siebziger Jahren für New York geltende Beschränkungen im Hinblick auf die Kreditvergabe und die Kreditaufnahme in US-Dollar zum Wachstum des Eurodollargeschäfts bei. Insbesondere die Zinsausgleichssteuer („Interest Equalization Tax“) und das Programm zur Einschränkung der Auslandskreditvergabe („Foreign Credit Restraint Program“) begrenzten die Kreditvergabe an ausländische Schuldner und im Ausland investierende US-Unternehmen. Des Weiteren legte die „Regulation Q“ der Federal Reserve Zinsobergrenzen für inländische Einlagen fest. Eine entsprechende Erörterung findet sich bei Grabbe (1986).

Des Weiteren ist London nach wie vor der am stärksten diversifizierte internationale Finanzplatz der Welt. Während etwa 80% der grenzüberschreitenden Interbankforderungen von Banken in der Schweiz und in Frankreich (Banken in Deutschland: 90%) bei Inlandsbanken (d.h. Banken, die ihren Hauptsitz in diesen Ländern haben) verbucht sind, liegt der entsprechende Anteil im Vereinigten Königreich nur bei 20% (Grafik 1 rechts). An zweiter Stelle folgen die USA, wo die Diversifizierung in den letzten Jahren zugenommen hat, mit einem Anteil von 34%. Entsprechend weist das grenzüberschreitende Bankgeschäft im Vereinigten Königreich im Vergleich zu allen anderen führenden internationalen Finanzplätzen hinsichtlich der Bankenationalität weiterhin die geringste Konzentration auf.⁵

Hinweise auf eine strukturelle Verschiebung

Schon eine flüchtige Datenuntersuchung gibt Hinweise darauf, dass sich die durch Banken in London fließenden US-Dollar-Ströme in den letzten Jahren verändert haben. Bleiben kurzfristige Schwankungen unberücksichtigt, dann sollte das Wiederanlagegeschäft von Finanzmitteln am Londoner Interbankmarkt im Durchschnitt ungefähr proportional sein zu den gesamten Mitteln, die den dort ansässigen Eurobanken zur Verfügung stehen.⁶ Dies bedeutet, dass sich ein langfristiger Durchschnittswert für die „Interbank-Wiederanlagequote“ errechnen liesse, wenn mithilfe statistischer Methoden die beträchtlichen kurzfristigen Schwankungen des Interbankgeschäfts herausgefiltert würden.⁷

Die wesentlichen Merkmale des Londoner Interbankmarktes in US-Dollar werden in Grafik 1 zusammengefasst. Während der vergangenen zwei Jahrzehnte sind sowohl der Forderungsbestand sämtlicher Banken mit Sitz im Vereinigten Königreich gegenüber Auslandsbanken (Interbankforderungen) als

⁵ Auch andere Daten weisen darauf hin, dass das Vereinigte Königreich der am stärksten diversifizierte internationale Finanzplatz ist. So zeigen z.B. die Herfindahl-Indizes, die den Konzentrationsgrad der kreditgebenden Banken in jedem Berichtsland messen, dass das Vereinigte Königreich das Berichtsland mit der niedrigsten Konzentration ist. Deutschland dagegen, wo die Mehrheit der grenzüberschreitenden Forderungen von Inlandsbanken stammt, ist unter den entwickelten Volkswirtschaften eines der am stärksten konzentrierten Berichtsländer.

⁶ Aus wenigstens zwei Gründen unterliegen die Interbankforderungen relativ grossen vierteljährlichen Schwankungen. Erstens können kurzfristige Ungleichgewichte in der Nachfrage und im Angebot von Finanzmitteln für Endkreditnehmer bewirken, dass Einlagen bei Eurobanken zwischenzeitlich an andere Banken weitergereicht werden. Dabei schlägt sich jede Seite des Geschäfts in den aggregierten Daten zur Forderungsentwicklung nieder und lässt das Interbankkreditvolumen anschwellen. Zweitens steht ein beträchtlicher Teil des Bestandes an Interbankforderungen im Zusammenhang mit den Devisengeschäften internationaler Banken, insbesondere dem Aufbau und der Auflösung von Positionen in Terminkontrakten (McKinnon 1979).

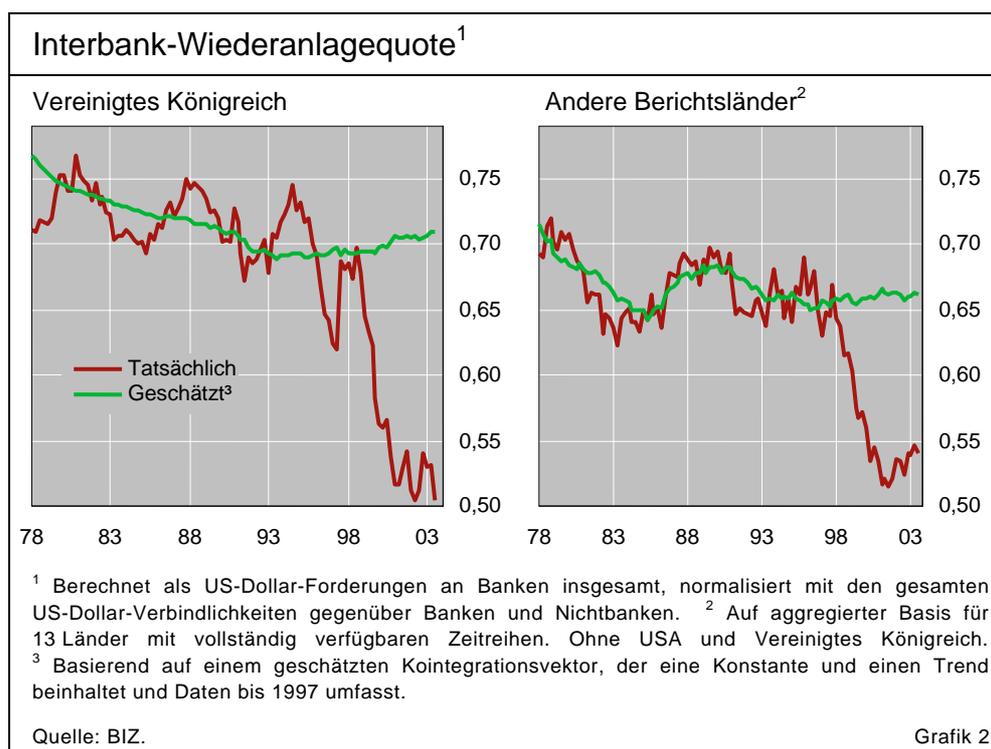
⁷ Die Kointegrationsanalyse kann dazu verwendet werden, die langfristige Gleichgewichtsbeziehung zwischen wirtschaftlichen Variablen zu schätzen. Sie basiert auf der Annahme, dass einige wirtschaftliche Variablen, die zwar auch einzelfallspezifischen Schocks ausgesetzt sein können, die Tendenz haben, sich im Zeitablauf gemäss einer definierten Beziehung parallel zu entwickeln, und dass sie durch eine Reihe von Parametern, die die langfristige Beziehung bestimmen (d.h. durch einen Kointegrationsvektor), beschrieben werden können. Ist der Kointegrationsvektor in ein dynamisches ökonometrisches Modell (VAR) eingebettet, dann neigt er dazu, die Variablen in Richtung ihrer langfristigen Beziehung zu bewegen.

auch ihre Gesamtverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (alle Sektoren) kontinuierlich gestiegen. Während die relative Grösse dieser Bestände in den siebziger und achtziger Jahren stabil blieb, deutet der Verlauf der Grafik darauf hin, dass sich sowohl die Ausweitung der Kreditvergabe an Nichtbanken als auch das Wachstum der Verbindlichkeiten gegenüber Banken zu Beginn der neunziger Jahre beschleunigte, dass aber eine entsprechende Zunahme der Interbankkreditvergabe von Banken in London ausblieb.⁸

Diese Verschiebung wird noch deutlicher, wenn der Bestand an in London verbuchten Interbankforderungen normalisiert wird. Das Verhältnis der auf US-Dollar lautenden Interbankforderungen von Banken mit Sitz in London zu ihren gesamten US-Dollar-Verbindlichkeiten (hauptsächlich Einlagen von anderen Banken, von Unternehmen und von Staaten) ist nur eine von verschiedenen Normalisierungsmöglichkeiten; sie hat aber den Vorteil, dass das sich ergebende Verhältnis den am Interbankmarkt wiederangelegten Anteil der Mittel angibt, die den Banken in London *insgesamt* zur Verfügung stehen, und damit eine Schätzung der Wiederanlagequote darstellt.

Diese Quote wird im linken Feld von Grafik 2 dargestellt. Ende der siebziger Jahre bis Mitte der neunziger Jahre wurden 66–75 Cent eines jeden in London platzierten Dollars im Interbankmarkt wiederangelegt. Mit anderen

Bis Mitte der neunziger Jahre stabile Interbank-Wiederanlagequote ...



⁸ Vom ersten Quartal 1979 bis zum vierten Quartal 1994 betrug die durchschnittliche Jahreswachstumsrate der auf US-Dollar lautenden Forderungen von Banken mit Sitz im Vereinigten Königreich an Nichtbanken 8,9%, während die Gesamtverbindlichkeiten dieser Banken mit einer durchschnittlichen Rate von 8,4% wuchsen. Vom ersten Quartal 1995 bis zum dritten Quartal 2003 erhöhten sich diese Wachstumsraten auf 13,6% bzw. 9,2%. Die Wachstumsrate der Forderungen an Banken ging sogar von durchschnittlich 8,8% vor 1995 auf zuletzt 5,2% zurück.

Worten: Für jeden Dollar, der an Nichtbanken, also an Endkreditnehmer, vergeben wurde, flossen etwa zwei Dollar an Banken (Kreditvergabe an eigene Geschäftsstellen eingeschlossen). Aus der Grafik wird auch die langfristige Beziehung (basierend auf einem geschätzten Kointegrationsvektor) zwischen der Grösse des Interbankmarktes und den Gesamtverbindlichkeiten ersichtlich.⁹ Der langfristige Durchschnitt für das Vereinigte Königreich von Ende der siebziger Jahre bis Mitte der neunziger Jahre zeigt, dass 71 Cent eines jeden in London platzierten Dollars in den Interbankmarkt zurückgeschleust wurden. Des Weiteren wich die tatsächliche Quote während dieses Zeitraums nie um mehr als 8% von der geschätzten Quote ab, was auf strukturelle Regelmässigkeit schliessen lässt.

In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre allerdings haben sich die vorherrschenden Beziehungen im Hinblick auf den Mittelfluss durch London offenbar verändert. Der tatsächliche Anteil der Interbankforderungen an den Gesamtverbindlichkeiten ist seit Mitte der neunziger Jahre rückläufig, ein Trend, der sich nach 1997 noch verstärkt hat. Mitte 2002 war der Interbankanteil auf 50 Cent je Dollar geschrumpft. Dies entsprach einer 25%igen Abweichung von der – unter Annahme unveränderter Bedingungen nach Mitte der neunziger Jahre – geschätzten Wiederanlagequote.

... nach 1997
jedoch in London
wie auch anderswo
drastischer
Rückgang

Dieses Phänomen ist nicht auf London begrenzt, auch wenn es anderswo weniger ausgeprägt scheint. Eine ähnliche Analyse in 13 anderen BIZ-Berichtsländern zeigt, dass ein Rückgang des relativen Umfangs der Interbankforderungen für das weltweite Geschäft am Eurodollarmarkt typisch war. Im rechten Feld von Grafik 2 wird für eine Stichprobe von 13 Berichtsländern (ohne USA und Vereinigtes Königreich) der Anteil der Forderungen gegenüber Banken an den Gesamtverbindlichkeiten dargestellt.¹⁰ Eine Gesamtanalyse der Daten ergibt, dass etwa 67 Cent von jedem Dollar, der in der Zeit vor 1997 bei Banken in diesen Ländern platziert worden war, am Interbankmarkt wiederangelegt wurden.¹¹ Das ist weniger, als im gleichen Zeitraum für das Vereinigte Königreich festgestellt wurde. Hierin zeigt sich die Sonderstellung Londons als Mittelpunkt des Eurodollarmarktes. Vergleichbar zur Entwicklung des Geschäftsumfangs am Londoner Interbankmarkt ging die Wiederanlagequote für diese 13 Länder in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre jedoch drastisch zurück und entfernte sich um mehr als 20% von dem langfristigen Wert der siebziger und achtziger Jahre.

⁹ In die Schätzung der Parameter des Kointegrationsvektors flossen Daten für die Zeit bis 1997 ein.

¹⁰ In der Untersuchung wurden nur Berichtsländer berücksichtigt, für die vollständige Zeitreihen zur Verfügung stehen. Die Stichprobe umfasst Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Irland, Italien, Japan, Kanada, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Schweden und die Schweiz. Die USA wurden nicht berücksichtigt, da es sich bei dem US-Dollar um die Landeswährung handelt.

¹¹ Obwohl die Aggregation sicherlich erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern verschleiert, lässt sich anhand der Untersuchung der Daten der einzelnen Berichtsländer doch eindeutig feststellen, dass in fast allen wichtigen Bankensystemen die Wiederanlagequote in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre gesunken ist.

Erklärungen für die Veränderung

Dieser Rückgang der Interbank-Wiederanlagequote in London könnte durch strukturelle Veränderungen erklärt werden, die in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre stattfanden. Die erste Veränderung war der Einbruch im Devisenhandel gegen Ende der neunziger Jahre, der auf die Einführung des Euro, die Konsolidierung im Unternehmenssektor und die zunehmende Bedeutung des elektronischen Handels an den Devisenmärkten zurückzuführen war. Ein zweiter Trend waren die wachsenden Beziehungen von Banken zu Nichtbankfinanzinstituten, wie zum Beispiel Hedge-Fonds und Wertpapierhäusern, die sich gleichzeitig mit der Konsolidierung im Bankensektor während der neunziger Jahre entwickelten. Im Vereinigten Königreich verbuchte Forderungen bestehen zunehmend gegenüber Nichtbanken, insbesondere in den USA.

Devisenhandel und Interbankmarkt

Der Rückgang der Interbank-Wiederanlagequote fällt zeitlich weitgehend mit der Einführung des Euro zusammen. Diese hat wahrscheinlich zu einem Rückgang des *Volumens* devisenbezogener Geschäfte am Interbankmarkt und dementsprechend der Wiederanlagequote für Dollareinlagen beigetragen. In dieser Beziehung spiegelt sich die Tatsache wider, dass in den siebziger und achtziger Jahren der US-Dollar nahezu im gesamten Handel mit konvertiblen Währungen als Vehikelwährung verwendet wurde.¹² Zudem waren die in London ansässigen Banken im Allgemeinen die führenden Akteure am Devisenmarkt.

Die Konsolidierung von 11 europäischen Währungen in eine einzige Währung bewirkte einen Rückgang des Devisengeschäfts, der sich in den BIZ-Statistiken in einem vergleichsweise niedrigeren Eurodollargeschäft am Interbankmarkt widerspiegelt. Dies ist auf die enge Verbindung zwischen dem Devisenmarkt und dem Interbankmarkt zurückzuführen. Der Terminkurs von Devisentermingeschäften basiert auf den Zinsdifferenzen am Interbankmarkt, und die Kontrakte werden fast immer über Einlagen an diesem Markt abgesichert. So wäre es zum Beispiel möglich, dass eine Bank in Berlin von einer anderen Bank in London einen Kredit in US-Dollar aufnimmt, diese Mittel am Kassamarkt in Yen konvertiert und einen entsprechenden Yen-Kredit für drei Monate an eine andere Bank oder eine Nichtbank vergibt. Dabei wird die Bank das Währungsrisiko absichern, indem sie die Yen in einem Termingeschäft mit 3-monatiger Laufzeit gegen US-Dollar verkauft. Nach drei Monaten erfolgt die Tilgung des Yen-Kredits, und die Mittel werden sofort zu dem im Devisentermingeschäft festgelegten Wechselkurs gegen US-Dollar getauscht. Sowohl der ursprüngliche Interbankkredit als auch die Tilgung werden in den BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft als auf US-Dollar lautende Interbanktransaktionen erfasst. Dagegen wird das Devisentermingeschäft nicht erfasst.

Interbankmarkt eng mit dem Devisenmarkt verbunden

¹² Die D-Mark wurde in den Ländern, die später den Euro-Raum bildeten, ebenfalls als Vehikelwährung verwendet.

Die jüngeren Daten der alle drei Jahre von der BIZ durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten zeigen nach der Einführung des Euro einen vergleichsweise kräftigen Rückgang im Devisenhandel.¹³ Insgesamt sank der weltweite tägliche Umsatz mit Devisen von durchschnittlich \$ 1,49 Bio. im Jahr 1998 auf \$ 1,2 Bio. im Jahr 2001. Insbesondere das US-Dollar-Geschäft sank zwischen 1998 und 2001 von \$ 1,25 Bio. auf \$ 1,06 Bio., ein Rückgang um 15% (Tabelle 1). Ursache dafür war ein Einbruch im Geschäft mit den meisten wichtigen Währungen. Im Vereinigten Königreich betrug der durchschnittliche Devisenumsatz zwischen dem US-Dollar und den im Euro aufgegangenen Währungen im April 1998 täglich insgesamt \$ 281 Mrd., was der Hälfte aller Devisengeschäfte im Vereinigten Königreich entsprach. Nach der Einführung des Euro ging dieses

Euro-Einführung bewirkte Rückgang des Devisenhandels ...

US-Dollar-Devisengeschäft nach Währungspaar ¹												
Währungspaar	Alle Berichtsländer ²						Vereinigtes Königreich ³					
	1995		1998		2001		1995		1998		2001	
	Betrag ⁴	Anteil ⁵	Betrag ⁴	Anteil ⁵	Betrag ⁴	Anteil ⁵	Betrag ⁴	Anteil ⁵	Betrag ⁴	Anteil ⁵	Betrag ⁴	Anteil ⁵
US-Dollar/Euro	.	.	.	.	354	33	.	.	.	.	170	37
US-Dollar/im Euro aufgegangene Währungen	427	45	537	43	.	.	193	50	281	50	.	.
Davon:												
US-Dollar/Deutsche Mark	254	27	290	23	.	.	100	26	138	25	.	.
US-Dollar/Franz. Franc	51	5	58	5	.	.	25	6	29	5	.	.
US-Dollar/ECU	18	2	17	1	.	.	15	4	13	2	.	.
US-Dollar/andere EWS-Währungen	104	11	172	14	.	.	53	14	101	18	.	.
US-Dollar/andere Währungen ⁶	520	55	711	57	706	67	195	50	277	50	291	63
Insgesamt	947	100	1 248	100	1 060	100	388	100	558	100	461	100

¹ Durchschnittlicher Tagesumsatz im April des jeweiligen Jahres, bereinigt um Doppelzählungen im In- und Ausland. ² Ohne Doppelzählungen zwischen Händlern im In- und Ausland. ³ Ohne Doppelzählungen im Inland. ⁴ Mrd. US-Dollar. ⁵ Prozent. ⁶ Einschl. des gesamten Tausches von Yen, Pfund Sterling, Schweizer Franken, kanadischem Dollar, australischem Dollar und anderen Währungen gegen US-Dollar.

Quelle: BIZ (1999, 2002). Tabelle 1

¹³ Für nähere Angaben zur dreijährlichen Zentralbankerhebung s. die entsprechenden Publikationen der BIZ von Mai 1996, Mai 1999 und März 2002 sowie Galati (2001). Die Erhebung wurde jeweils im April 1995, 1998 und 2001 von Zentralbanken und Währungsbehörden durchgeführt. Dabei wurden Daten zum (Monats)umsatz an den traditionellen Devisenmärkten – Kassa- und Termingeschäfte sowie Devisenswaps – und an den Märkten für ausserbörsliche Währungs-, Zins-, Aktien-, Rohstoff-, Kredit- und andere Derivate erhoben.

US-Dollar-Devisengeschäft nach Gegenpartei ¹						
Durchschnittlicher Tagesumsatz im April; Mrd. US-Dollar						
	1995		1998		2001	
	Betrag	%-Anteil	Betrag	%-Anteil	Betrag	%-Anteil
Mit berichtenden Händlern	610	64	806	64	637	60
Mit anderen Finanzinstituten	197	21	245	19	298	28
Mit Nichtfinanzkunden	140	15	197	17	125	12
Insgesamt	947	100	1 248	100	1 060	100

¹ Bereinigt um Doppelzählungen im In- und Ausland. Ohne geschätzte Meldelücken.
Quelle: BIZ (1996, 1999, 2002). Tabelle 2

Geschäft jedoch bis April 2001 auf durchschnittlich \$ 170 Mrd. täglich zurück, was etwa ein Drittel aller Devisenumsätze in London ausmachte.¹⁴

... und veränderte Zusammensetzung der Gegenparteien

Zudem weisen die aus der dreijährlichen Zentralbankerhebung hervorgehenden Veränderungen in der *Zusammensetzung* der Gegenparteien bei Devisengeschäften auf eine zunehmende Verbindung zwischen Nichtbankfinanzinstituten und grossen Geschäftsbanken hin (Tabelle 2). 1998 waren an 64% der durchschnittlichen täglichen Devisentransaktionen in US-Dollar andere Händler beteiligt, darunter viele der international tätigen Banken, die von den BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft erfasst werden. Dagegen traten bei nur 19% dieser Transaktionen Nichtbankfinanzinstitute als Gegenparteien auf. 2001 waren Transaktionen mit Nichtbanken sowohl absolut als auch prozentual gestiegen und machten 28% des Gesamtumsatzes aus, während der Anteil des Geschäfts zwischen Händlern auf 60% gesunken war. Galati (2001) führt als Gründe für den Rückgang der Transaktionen zwischen Händlern und damit für den höheren Anteil des Geschäfts mit Nichtbankfinanzinstituten sowohl den wachsenden elektronischen Handel am Devisenmarkt als auch die Konsolidierung im Bankensektor an.

Finanzierung des Wertpapierhandels

Zunehmend zentralisierte Organisationsstruktur der Banken ...

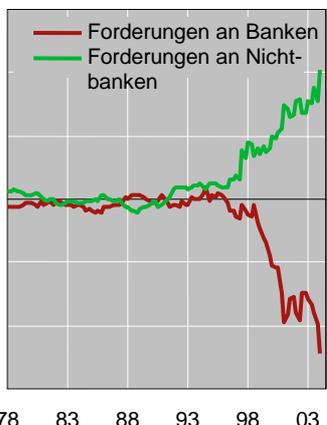
Die Abnahme des Devisengeschäfts war zwar beträchtlich, sie kann jedoch den relativen Rückgang der Interbankkreditvergabe von Banken in London nicht vollständig erklären. So wäre insbesondere zu erwarten, dass ein Rückgang des Devisengeschäfts mit US-Dollar-Bezug ähnliche Auswirkungen sowohl auf die Aktiv- als auch auf die Passivseite der Bankbilanzen hat. Aus den BIZ-Daten geht jedoch hervor, dass Banken in aller Welt nach wie vor US-Dollar-Einlagen *bei* Banken in London gebildet haben, obwohl sich das

¹⁴ 1995 hatte der Anteil der Termingeschäfte mit dem US-Dollar und den im Euro aufgegangenen Währungen 43% des gesamten US-Dollar-Umsatzes in Termingeschäften betragen (1998: 38%). 2001 war der entsprechende Anteil mit dem Euro auf 36% zurückgegangen.

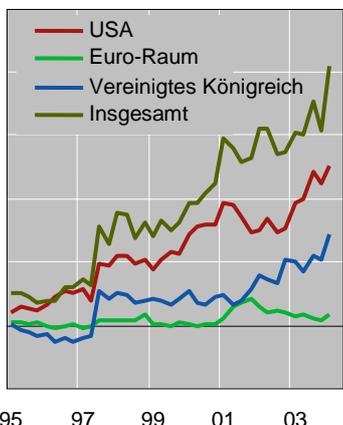
Nettoforderungen in US-Dollar von Banken im Vereinigten Königreich¹

Mrd. US-Dollar

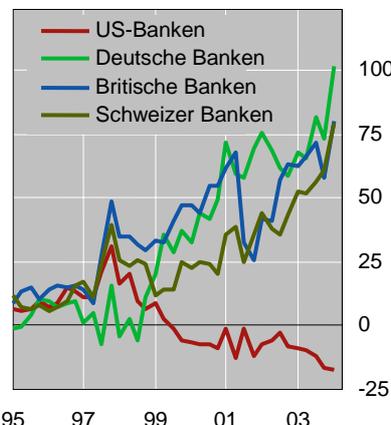
Nach Sektor



An Nichtbanken, nach Sitzland des Schuldners



An Nichtbanken, nach Nationalität der Bank²



¹ Berechnet als Bestand der Gesamtforderungen abzüglich der Gesamtverbindlichkeiten sämtlicher Banken mit Sitz im Vereinigten Königreich. ² Nettoforderungen in US-Dollar der Banken mit Sitz im Vereinigten Königreich gegenüber Nichtbanken in sämtlichen Ländern.

Quelle: BIZ.

Grafik 3

Wachstum der Interbankforderungen von Banken in London in den letzten Jahren verlangsamt hat. Dies lässt auf einen tiefgehenden strukturellen Wandel im Intermediationsgeschäft der Banken schließen.

Marktteilnehmer verweisen vielfach auf die (während des vergangenen Jahrzehnts) entstandene zentralisierte „hub-and-spoke“-Bankenstruktur. So konzentrieren grosse Geschäftsbanken ihr internationales Geschäft zunehmend an einem einzigen Standort, und zwar normalerweise an einem wichtigen Finanzplatz wie London. Ganz allgemein gesprochen dienen die weltweiten Niederlassungen dieser Banken dazu, Einlagen zu sammeln, die dann an den internationalen „Hub“ weitergelenkt werden, wodurch der (aus den BIZ-Daten ersichtliche) Forderungsbestand gegenüber den am „Hub“ ansässigen Banken in die Höhe getrieben wird. Diese Finanzmittel werden daraufhin von diesem zentralen Standort aus sowohl an Banken als auch zunehmend an Nichtbanken (oftmals Finanzinstitute) in der ganzen Welt weiterverteilt.

Eine solche sektorale Verschiebung ist in London klar zu erkennen. Im Vergleich zu den Anfangsjahren des Eurodollarmarktes werden immer mehr der von Banken aus aller Welt in London platzierten Dollars als Kredite an Nichtbankschuldner vergeben (Grafik 3 links). Im ersten Quartal 2004 betragen die auf US-Dollar lautenden Gesamtverbindlichkeiten von Banken im Vereinigten Königreich gegenüber anderen Banken \$ 1,3 Bio., mehr als doppelt so viel wie Ende 1997. Die Interbankkreditvergabe dagegen konnte mit diesem Wachstum nicht Schritt halten und nahm im gleichen Zeitraum um weniger als

... als Einflussfaktor der sektoralen Verschiebung am Londoner Interbankmarkt

60% zu.¹⁵ Zusammen bildete sich hierdurch ein US-Dollar-Nettobestand in Höhe von \$ 368 Mrd., der nicht am Interbankmarkt wiederangelegt wurde.

Wachsende
Kreditvergabe an
US-Schuldner ...

Diese überschüssigen Dollars werden dafür verwendet, die Kreditaufnahme in US-Dollar von Nichtbanken, hauptsächlich in den USA, zu finanzieren (Grafik 3 links). Im ersten Quartal 2004 erreichte der Nettoforderungsbestand gegenüber Nichtbanken insgesamt \$ 307 Mrd., nachdem er Ende 1997 noch \$ 97 Mrd. betragen hatte. Fast zwei Drittel dieser Mittel flossen an Kreditnehmer in den USA (Grafik 3 Mitte). Ein Grossteil des verbleibenden Betrags (\$ 82 Mrd.) floss an Nichtbankschuldner mit Sitz im Vereinigten Königreich.¹⁶

... möglicherweise
als Ausdruck
zunehmender
Verbindungen zu
Nichtbankfinanz-
instituten

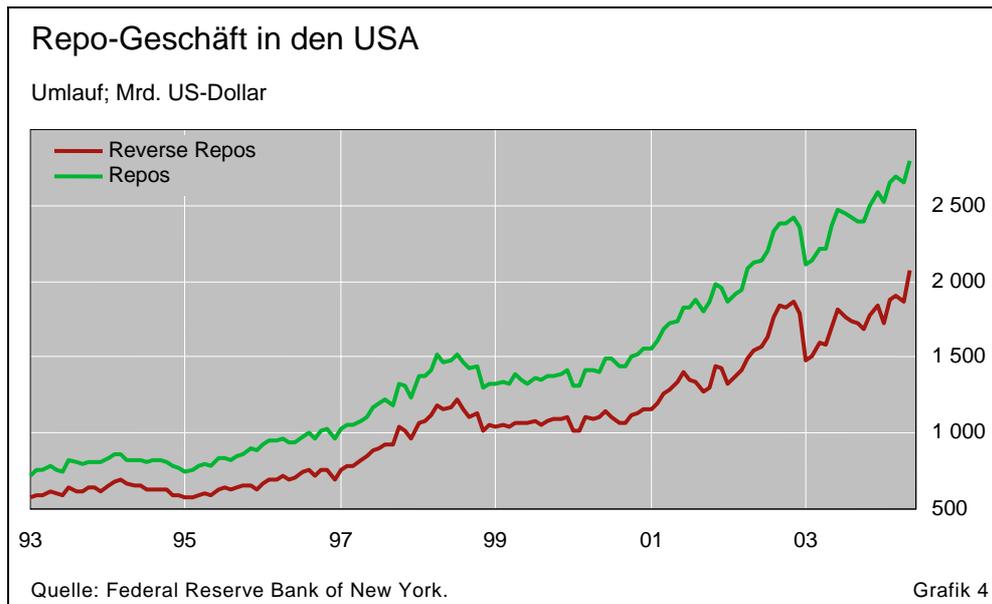
Zwar ist es schwieriger herauszufinden, an welche Nichtbanken in den USA diese Kredite gingen, doch legen es die Trends im weltweiten Bankgeschäft der neunziger Jahre nahe, dass es sich hierbei um Wertpapierhäuser, Hedge-Fonds und andere Nichtbankfinanzinstitute handelt, die über Banken in London Fremdkapital aufnehmen, um damit Positionen in festverzinslichen Wertpapieren aufzubauen. Die BIZ-Daten zeigen, dass im Wesentlichen die Londoner Geschäftsstellen von Banken aus dem Vereinigten Königreich, Deutschland und der Schweiz den Anstieg der auf US-Dollar lautenden Nettoforderungen des Vereinigten Königreichs an Nichtbanken aus aller Welt bewirkt haben (Grafik 3 rechts). Gleichzeitig verlagerten eine Reihe wichtiger Banken mit Hauptsitz in diesen Ländern ihr internationales Geschäft ganz oder teilweise nach London. Ausserdem betraf die Konsolidierung im Finanzdienstleistungssektor in den neunziger Jahren zu einem grossen Teil Banken mit Hauptsitz in diesen Ländern Europas und – teilweise in den USA beheimatete – Nichtbankfinanzinstitute.¹⁷

Die engeren Verbindungen zwischen Banken und Wertpapierhändlern haben möglicherweise die Verwendung von Wertpapierpensionsgeschäften („Repos“) gefördert, mit denen die Händler an den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere ihre Positionen hauptsächlich finanzieren. Im Einklang mit den oben beschriebenen Verschiebungen erhöhte sich die Summe der in den USA erfassten ausstehenden Repos, welche Pensionsgeschäfte sowohl mit inländischen als auch mit ausländischen Gegenparteien beinhalten, von etwa \$ 1 Bio. im Jahr 1997 auf mehr als \$ 2,5 Bio. Ende 2003 (Grafik 4).

¹⁵ Der Nettobestand an Verbindlichkeiten gegenüber Banken in den USA erhöhte sich um \$ 122 Mrd., während er gegenüber Banken an Offshore-Finanzplätzen um \$ 40 Mrd., japanischen Banken um \$ 22 Mrd., Banken im Euro-Raum um \$ 23,5 Mrd. und Banken in den Entwicklungsländern um \$ 40 Mrd. zunahm.

¹⁶ In den letzten Jahren haben Banken und Bausparkassen in britischem Eigentum Mittel am Grosshandels-Devisenmarkt aufgenommen, um die inländische Kreditvergabe zu finanzieren (Speight und Parkinson 2003).

¹⁷ Einige Beispiele: Die Deutsche Bank erwarb 1989 die Morgan Grenfell Group im Vereinigten Königreich, 1999 Bankers Trust in den USA und 2002 Scudder Investments, eine US-Vermögensverwaltungsgesellschaft. UBS AG (SBG/SBV) erwarb 1995 SG Warburg Plc. in London, 1997 Dillon, Read & Co., eine Investment-Bank in New York, und fusionierte 2001 mit PaineWebber. Credit Suisse erhöhte 1990 ihre Beteiligung an First Boston und organisierte sich in den Jahren 1996/97 neu als CSFB. Barclays gründete 1986 eine Investment-Banking-Einheit, aus der in der Folge Barclays Capital hervorging. 1995 erwarb Barclays den Fondsmanager Wells Fargo Nikko Investment Advisors, der zusammen mit BZW Investment Management zu Barclays Global Investors wurde.



Zusammenfassung

Eurodollareinlagen konzentrieren sich zunehmend auf London. Während die Gesamtstruktur des Londoner Interbankmarktes im Verlauf des Wachstums von Eurodollareinlagen weitgehend stabil blieb, haben sich die langfristigen Beziehungen, die den Finanzmittelströmen durch Banken in London zugrunde lagen, offenbar in letzter Zeit verändert. Flossen bis Mitte der neunziger Jahre noch 75 Cent eines jeden in London platzierten Dollars an den Interbankmarkt zurück, so hat sich die Wiederanlagequote in den vergangenen Jahren auf nur noch etwas mehr als 50 Cent je Dollar verringert.

Offensichtlich haben sowohl Veränderungen im Bankgeschäft als auch die Abnahme des Devisengeschäfts mit US-Dollar im Zusammenhang mit der Einführung des Euro diesen Rückgang bewirkt. Banken in London erhalten weiterhin US-Dollar-Einlagen von Auslandsbanken, lenken jedoch einen immer grösseren Anteil dieser Einlagen an Nichtbankschuldner, hauptsächlich in den USA. Die Verschiebung der Kreditvergabe in Richtung Nichtbanken fiel mit der Abnahme des Devisenhandels zwischen Banken, einer Ausweitung des Dienstleistungsangebots der grössten Geschäftsbanken und der Finanzierung von Wertpapierhäusern, insbesondere in den USA, zusammen.

Bibliografie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1996): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity*, Mai.

——— (1999): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity*, Mai.

——— (2002): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity*, März.

- Galati, G. (2001): „Warum der Umsatzrückgang an den weltweiten Devisenmärkten? Anmerkungen zur Zentralbankerhebung 2001“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.
- Grabbe, O. (1986): *International financial markets*, Elsevier Science Publishing Co. Inc., New York.
- Johnston, R.B. (1983): *The economics of the euromarket: history, theory and practice*, Macmillan, New York.
- Krugman, P. und M. Obstfeld (1991): *International economics, theory and policy*, 2. Auflage, HarperCollins Publishers Inc.
- Mayer, H. (1979): „Credit and liquidity creation in the international banking sector“, *BIS Economic Papers*, Nr. 1.
- McKinnon, R. (1979): *Money in international exchange, the convertible currency system*, Oxford University Press, New York, Oxford.
- Niehans, J. (1984): *International monetary economics*, John Hopkins University Press, Baltimore, Maryland.
- Speight, G. und S. Parkinson (2003): „Large UK-owned banks' funding patterns: recent changes and implications“, *Bank of England Financial Stability Review*, Dezember.

