
Ein sicherer Hafen: internationale Frankennachfrage während der Eurokrise

Von Raphael A. Auer¹

Wie hoch war die internationale Nachfrage nach CHF auf dem Höhepunkt der europäischen Schuldenkrise, über welche Kanäle wurde diese Nachfrage gedeckt und welche Risiken entstanden durch den schnellen Mittelzufluss? Während die Nachfrage nach CHF sowohl Inländern als auch im Ausland ansässigen Parteien («Ausländern») zugeschrieben werden kann, fokussiert diese Studie auf die Nachfrage durch Ausländer und dokumentiert, dass diese in der Zeit von August 2011 bis Februar 2013 CHF 132 Mrd. über Schweizer Bankkonten kumulierten und ihr Exposure durch den Besitz von Schweizer Aktien und in CHF denominateden Anleihen um weitere CHF 42 Mrd. erhöhten. Die meisten dieser Positionen wurden über Banken erworben, die sich physisch in der Schweiz befinden, aber in ausländischem Eigentum stehen. Insbesondere wurden CHF 78 Mrd. über die Schweizer Niederlassungen internationaler Banken mit Sitz im Ausland kumuliert, wodurch sich die Bilanzen dieser Niederlassungen beinahe verfünffachten. Trotz dieser hohen Beträge wäre die finanzielle Stabilität dieser Niederlassungen nicht gefährdet, wenn es in der Zukunft zu einer scharfen Umkehr der Safe-Haven-Flüsse kommen sollte. Die Zuflüsse sind nämlich fast vollständig auf Girokonten bei der SNB angelegt und können daher kurzfristig abgezogen werden, ohne finanzielle Turbulenzen auszulösen.

¹ Diese Studie stützt sich auf Untersuchungen von Lukas Altermatt, Romain Baeriswyl, Marco Huwiler und Pinar Yesin, denen mein herzlicher Dank gebührt. Ebenfalls danken möchte ich Adrien Alvero für exzellente wissenschaftliche Unterstützung. Die in dieser Studie geäußerten Meinungen sind jene des Autors und nicht notwendigerweise die der Schweizerischen Nationalbank.

1 Einleitung

Politische Stabilität, solide Haushalts- und Geldpolitik und die daraus resultierende beständige Wirtschaft machen den CHF zur perfekten Safe-Haven-Währung: In Krisenzeiten kehren Schweizer Anleger zu ihm zurück, und internationale Anleger suchen ihn als sicheren Hafen.

Diese Funktion des CHF als Safe-Haven-Währung stellt für die Schweizer Wirtschaft eine Herausforderung dar, denn der CHF neigt stets zur Aufwertung, wenn eine globale Krise droht. Dieses Muster war in den letzten Jahren besonders ausgeprägt. Vor dem Hintergrund der Aufwertung während der weltweiten Finanzkrise von 2008–2009 und der danach aufkommenden Bedenken hinsichtlich der Zahlungsfähigkeit einiger europäischer Staaten schoss der Kurs der Schweizer Währung Ende 2010 und in den ersten drei Quartalen 2011 in die Höhe.

Die resultierende Überbewertung und der damit verbundene Deflationsdruck veranlassten die SNB – da die Zinsen nahe bei null lagen und andere Massnahmen damit nicht zur Verfügung standen – am 6. September 2011 zur Einführung eines Mindestkurses von CHF 1.20 zum Euro, an dem sie bis zum 15. Januar 2015 festhielt.

Zur Verteidigung des Mindestkurses musste die SNB jedes Mal intervenieren, wenn die Nachfrage nach CHF das Angebot zum Mindestkurs überstieg. Das Volumen der Interventionen belief sich Ende 2011 auf CHF 17,8 Mrd. und im Jahr 2012 auf CHF 188 Mrd.²

In welchem Ausmass waren die Interventionen der SNB nach der Einführung des Mindestkurses durch die Flucht internationaler Anleger in eine sichere Währung bedingt, über welche Kanäle wurde diese internationale Nachfrage gedeckt und welche finanziellen Risiken entstehen durch den schnellen Mittelzufluss?

Zur Beantwortung dieser drei Fragen quantifiziert diese Studie den Fluss von internationalem Kapital in den CHF für den Zeitraum um die Einführung des Mindestkurses

2 Siehe Schweizerische Nationalbank (2012 und 2013b). Ohne den Mindestkurs ist ein Nettokapitalzufluss in die Schweiz von Ausländern keineswegs eine notwendige Voraussetzung für eine Aufwertung des CHF als Safe-Haven-Währung. Da der Wechselkurs ein flexibler Preis ist, der volatil sein kann, auch wenn sich die Portfolioströme nur leicht verändern, verursacht der Safe-Haven-Status einer Währung mit flexiblem Wechselkurs eine Aufwertung, aber nur geringe Nettokapitalflüsse. Sobald die Zentralbank jedoch einen verbindlichen Mindestkurs einführt, entstehen mengenbedingt weitere Safe-Haven-Effekte, die zu Kapitalströmen führen. Reynard (2008), Ranaldo und Söderlind (2010) sowie Grisse und Nitschka (2013) quantifizieren die Faktoren, die den Wert des CHF während internationaler Krisen beeinflussen.

bis zum nachfolgenden Höhepunkt der europäischen Schuldenkrise.

Insgesamt ergibt die Analyse, dass Parteien ohne Wohnsitz in der Schweiz («Ausländer») von August 2011 bis Februar 2013 ihre CHF-Nettopositionen über Geschäftsbanken um CHF 132 Mrd. erhöht haben. Am stärksten war dieser Anstieg rund um die Wahl in Griechenland Mitte 2012: In den drei Monaten nach dem April 2012 erhöhten sich die CHF-Positionen von Ausländern um rund CHF 69 Mrd.

Ausser durch Geschäfte mit Banken können Ausländer CHF-Positionen auch durch den Kauf von Schweizer Aktien, Anleihen oder anderen Vermögenswerten in der Schweiz erlangen. Von der SNB gesammelte Informationen über das Eigentum von Ausländern an solchen Vermögenswerten zeigen, dass Ausländer ihr CHF-Exposure im untersuchten Zeitraum um weitere CHF 42 Mrd. steigerten, indem sie ihre Bestände an in CHF denominierten Anleihen und ihre Besitzanteile an Schweizer Unternehmen erhöhten.

Das erste Ergebnis dieser Studie lautet somit, dass in dem kurzen Zeitraum von August 2011 bis Februar 2013 internationale Anleger wichtige Gegenparteien der SNB-Interventionen waren.

Diese Bedeutung von Ausländern im untersuchten Zeitraum steht in klarem Gegensatz zu den Mustern der Kapitalströme, die in der Zeit nach 2007 und bis Ende 2011 vorherrschten. In diesem Zeitraum wurden private Kapitalzu- und -abflüsse von Inländern (in der Schweiz ansässigen Parteien) dominiert (siehe Yesin (2015)). Insbesondere die Repatriierung ausländischer Vermögenswerte durch Inländer führte zu Nettokapitalzuflüssen in die Schweiz.

Das zweite Ergebnis der Studie ist, dass in ausländischem Eigentum stehende Banken eine bedeutende Rolle beim Aufbau der CHF-Positionen von Ausländern spielten. Die meisten dieser Positionen wurden über Banken kumuliert, die sich physisch in der Schweiz befinden, aber ausländischen Eigentümern gehören.

Insbesondere wurden Positionen von Ausländern in Höhe von CHF 78 Mrd. über die Schweizer Niederlassungen von international tätigen Banken mit Sitz im Ausland kumuliert. Dies ist ein extrem hoher Betrag, wenn man bedenkt, dass sich Anfang 2010 das Bilanzvolumen dieser Niederlassungen zusammengenommen auf lediglich CHF 21 Mrd. belief. Bis Ende Februar 2013 stieg diese Summe auf CHF 103 Mrd. Safe-Haven-Flüsse führten also dazu, dass sich die Bilanzen dieser Niederlassungen beinahe verfünffachten.³

3 Banken mit Sitz im Ausland operieren in der Schweiz, und Schweizer Unternehmen tätigen auch Bankgeschäfte mit Banken, die ihren Sitz ausserhalb der Schweiz haben. Da Schweizer Unternehmen während der europäischen Schuldenkrise dazu neigten, CHF-Positionen auf ihren Bankkonten im Ausland zu kumulieren, reduzierte dieser Kanal die gesamte CHF-Nettoposition von Ausländern in der Schweiz.

Das dritte Ergebnis der Studie lautet, dass trotz der hohen Beträge die Stabilität des Schweizer Bankensystems nicht bedroht wäre, wenn es in der Zukunft einmal zu einer scharfen Umkehr dieser Safe-Haven-Flüsse kommen sollte.

Die entscheidende Erkenntnis hinsichtlich der Finanzstabilität ist, dass die Höhe von Positionen, die über Niederlassungen ausländischer Banken entstanden sind, nicht unmittelbar zu Sorgen Anlass gibt. Die betreffenden Mittel wurden nicht verwendet, um die inländischen Kreditaktivitäten der Niederlassungen auszuweiten, was zu einer Veränderung von Restlaufzeiten oder zur Entstehung anderer Exposures geführt hätte. Vielmehr wurden die Mittel fast ausschliesslich auf Girokonten bei der SNB angelegt. Da auf diese Girokonten ein kurzfristiger Zugriff möglich ist, können die finanziellen Verflechtungen schnell gelöst werden, und eine Umkehr dieser Safe-Haven-Flüsse würde die Finanzstabilität nicht nennenswert bedrohen. Der direkte Effekt einer Umkehr der Safe-Haven-Flüsse dürfte daher gering sein.⁴

Die Studie gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2 zeigt die Kanäle auf, über die internationale Anleger ein CHF-Exposure erlangen können, und untersucht, wie sich solche Exposures in Schweizer oder internationalen Statistiken niederschlagen. Abschnitt 3 quantifiziert die Bedeutung der einzelnen Kanäle, und Abschnitt 4 vergleicht die gesamten ungedeckten Beträge mit der Entwicklung der Devisenreserven der SNB. Abschnitt 5 fasst die Erkenntnisse der Studie zusammen.

⁴ Allerdings könnte die Umkehr der Safe-Haven-Flüsse mit einer Normalisierung der Zinsen einhergehen, die sich indirekt auf die Finanzstabilität auswirken würde.

2 Feststellung der CHF- Positionen von Ausländern in den Daten

Trotz einer Vielzahl von Einzelberichten über den Kapitalfluss in den CHF (siehe z. B. Bollen (2011) oder Mattich (2011)) ist es schwer, die zugrunde liegenden Beträge zu quantifizieren. Das Grundproblem besteht darin, dass ausländische Anleger keiner Behörde melden, wie hoch ihre Gesamtposition in CHF ist und wie sie diese erworben haben.

Dieser Abschnitt beschäftigt sich daher mit der Frage, wie Schweizer Datenbestände mit Informationen über die CHF-Position von Ausländern so kombiniert werden können, dass sich das Gesamtexposure quantifizieren lässt.

2.1 DEFINITION DER CHF-POSITIONEN VON AUSLÄNDERN, WOHNSTZ VERSUS EIGENTUM UND UNTERSUCHUNGSZEITRAUM

Diese Studie quantifiziert den Betrag, um den internationale Anleger – d. h. Anleger mit Wohnsitz ausserhalb der Schweiz – ihr Exposure in CHF während der europäischen Schuldenkrise erhöht haben. Die Unterscheidung zwischen «inländisch» und «ausländisch» richtet sich nach dem Grundsatz des wirtschaftlichen Wohnsitzes im Sinne des System of National Accounts (siehe United Nations (2008)): Ein Schweizer Staatsbürger mit Wohnsitz in London zählt in der Analyse als Ausländer, ein britischer Staatsbürger, der in Zürich lebt, hingegen als Inländer.⁵

Die Studie analysiert monatliche Daten für den Zeitraum von Anfang August 2011 bis Ende Februar 2013. Damit beinhaltet der untersuchte Zeitraum auch einen ganzen Monat vor der Einführung des Mindestkurses am 6. September 2011.

Dieses Startdatum wurde gewählt, weil die SNB schon vor der Einführung des Mindestkurses andere Massnahmen ergriffen hatte, um die rasant steigende Nachfrage nach

CHF aufzufangen.⁶ Erst als sich diese alternativen Massnahmen allein als nicht ausreichend erwiesen, um dem Fluchtdruck zu begegnen, der zur Aufwertung des CHF führte, beschloss das Direktorium der SNB, am 6. September den Mindestkurs einzuführen.

Der in dieser Studie untersuchte Zeitraum reicht bis Ende Februar 2013, weil die Bedenken hinsichtlich der Stabilität des Euroraums und, in der Folge, die internationale Nachfrage nach CHF bis dahin erheblich nachgelassen hatten. Nach der Äusserung Mario Draghis vom 26. Juli 2012 (siehe Draghi (2012)), die Europäische Zentralbank werde «alles Nötige tun, um den Euro zu erhalten», gingen die Renditen von Staatsanleihen in den Krisenländern des Euroraums markant zurück. Dies geschah jedoch nicht auf einen Schlag, sondern schrittweise. In Griechenland, Portugal und Spanien sanken die Renditen bis Januar 2013 weiter, in Irland und Italien sogar bis Februar 2013. Auch diese Zeit sinkender, aber immer noch erhöhter Renditen von Staatsanleihen könnte internationale Safe-Haven-Flüsse in den CHF verursacht haben. Die Analyse dieser Studie reicht daher bis Februar 2013.⁷

2.2 MÖGLICHE KANÄLE UND DEREN ERKENNUNG IN OFFIZIELLEN DATEN

CHF-Positionen von Ausländern sind schwer zu erkennen, weil ausländische Behörden keine Informationen über die CHF-Positionen der dortigen Inländer veröffentlichen. Ausserdem sind zwar Daten über internationale Kapitalflüsse problemlos verfügbar, Angaben zur jeweiligen Währung dieser Kapitalflüsse dagegen nicht.

Zur Umgehung dieses Problems erschliesst die Untersuchung die CHF-Positionen von Ausländern aus Statistiken, in denen die jeweiligen Schweizer Gegenparteien erfasst sind. Wenn beispielsweise ein Privatkunde in Spanien ein CHF-Konto bei einer Schweizer Bank eröffnet, erfasst diese Bank den Saldo dieses Kontos in ihrer Bilanz als CHF-Verpflichtung gegenüber einer ausländischen Partei. Somit lässt sich die CHF-Position ausländischer Anleger aus den Bilanzangaben von Schweizer Banken erschliessen.⁸

⁶ Am 3. August 2011 strebte die SNB einen offiziellen Zielzinssatz «so nahe bei null wie möglich» an (siehe Schweizerische Nationalbank (2011a)) und weitete die Giroguthaben von CHF 30 Mrd. auf CHF 80 Mrd. aus. Am 10. August weitete die SNB die Giroguthaben weiter auf CHF 120 Mrd. aus und kündigte zudem an, dass sie Devisenswaps vornehmen werde, um die Zunahme der CHF-Liquidität zu beschleunigen (siehe Schweizerische Nationalbank (2011b)). Am 17. August weitete die SNB die Giroguthaben abermals auf CHF 200 Mrd. aus und erklärte, sie werde weiterhin Devisenswaps einsetzen (siehe Schweizerische Nationalbank (2011c)). Da die Devisenswaps die Bilanzen der SNB wie auch ihrer Gegenparteien verändern, beginnt die Analyse in dieser Studie mit dem 1. August 2011.

⁷ Nachfolgende Ereignisse haben Ende 2014 und Anfang 2015 gezeigt, dass die Wahrnehmung des CHF als Safe-Haven-Währung weiterhin besteht. Da sich jedoch der Charakter der Schuldenkrise im Euroraum seit Anfang 2013 verändert hat und Ende 2014 und Anfang 2015 auch geopolitische Bedenken die internationale Nachfrage nach CHF beeinflusst haben könnten, erfordert dieser Zeitraum eine gesonderte Analyse, die der künftigen Forschung überlassen wird.

⁸ Diese Erkenntnisse sind für jeden Beobachter mit Kenntnissen vom Konzept der doppelten Buchführung offensichtlich. Jeder Kontostand, der für eine Partei ein Aktivposten ist, stellt für eine andere einen Passivposten dar, und die Höhe des Kontostandes lässt sich aus beiden Bilanzen erschliessen.

⁵ Bei dieser Definition der «CHF-Position von Ausländern» entspricht jeder CHF-Kauf eines Ausländers einem Zufluss von CHF aus dem Ausland, d. h. einem internationalen Kapitalfluss. Diese Definition macht diese Studie mit internationalen Kapitalflussdaten vergleichbar. Ausserdem entspricht sie der Definition länderübergreifender Exposures in den standortbezogenen Bankstatistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).

Wie können Ausländer ihre CHF-Positionen gegenüber inländischen Gegenparteien erhöhen? Wenn Ausländer ihre CHF-Bestände auf Bankkonten anheben möchten, wenden sie sich, wie Grafik 1 zeigt, entweder direkt an eine in der Schweiz registrierte Bank oder aber an eine im Ausland registrierte Bank. Wenn Letztere kein Girokonto bei der SNB hat, gibt sie das CHF-Exposure an eine andere Bank weiter, die ein solches Girokonto hat. Aufgrund dieses Vorgangs enden fast alle CHF-Positionen von Ausländern letztlich entweder als Giroguthaben einer Bank mit Sitz im Ausland bei der SNB oder als CHF-Verpflichtung einer in der Schweiz registrierten Bank gegenüber einer Gegenpartei mit Sitz im Ausland.

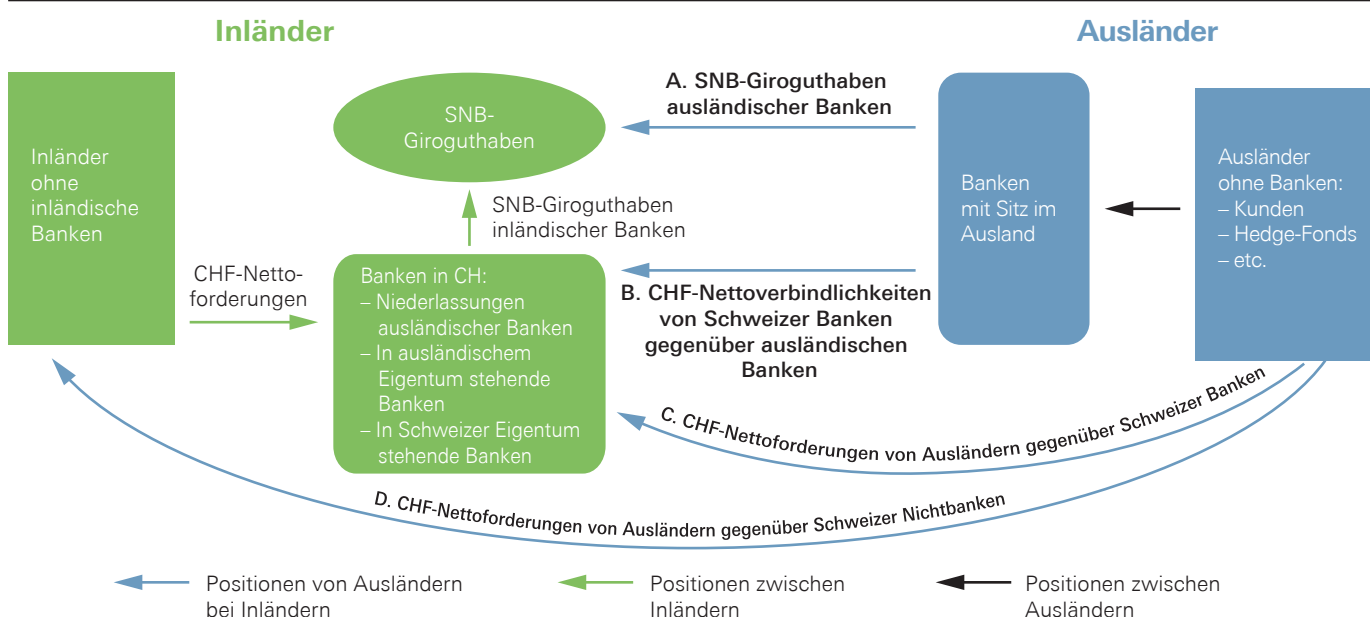
Da Ausländer CHF-Geschäfte meist über Banken durchführen, schlagen sich Erhöhungen der CHF-Positionen von Ausländern in CHF-Verpflichtungen gegenüber ausländischen Gegenparteien nieder (entweder in den Schweizer Bankenstatistiken oder in der Bilanz der SNB). Aufbauend auf Altermatt und Baeriswyl (2015) untersuchen die Abschnitte 3.1 und 3.2 dieser Studie die Schweizer Bankenstatistiken und die Bilanz der SNB, um die CHF-Positionen von Ausländern zu quantifizieren.

Die Datenabdeckung der Bankenstatistiken und der SNB-Bilanzstatistik ist nicht vollständig (siehe Grafik 1, Kanal D). Neben dem Problem, dass nur bilanzielle Positionen ausgewiesen werden, so dass Positionen in Derivaten unberücksichtigt bleiben, besteht eine bedeutende Einschränkung der Daten darin, dass in der Schweiz viele multinationale Konzerne ihren Sitz haben, die Bankgeschäfte mit Nichtschweizer Banken (Banken mit Sitz ausserhalb der Schweiz) tätigen. Solche Geschäfte werden in der Schweizer Bankenstatistik nicht erfasst, weil an ihnen nur ausländische Banken beteiligt sind. In den Statistiken der Länder, in denen die betreffenden Banken ihren Sitz haben, sind sie dagegen erfasst. Diese Statistiken werden von den internationalen Bankenstatistiken der BIZ gesammelt, die auch Angaben dazu enthalten, ob Mittel in CHF denominated sind. Diese Daten werden in Abschnitt 3.2.2 analysiert.

Daten zu CHF-Positionen gegenüber Schweizer Nichtbanken sind ebenfalls nicht in den Bankenstatistiken erfasst (siehe auch Grafik 1, Kanal D). Wenn beispielsweise ein ausländischer Kunde ein CHF-Konto bei einem Schweizer Treuhänder eröffnet, erscheint diese Transaktion nicht in den Bankenstatistiken (allerdings gibt es eine gesonderte Statistik für derartige Transaktionen). Auch wenn Ausländer in CHF denominated Wertschriften (z. B. Schweizer Staats- oder Unternehmensanleihen) erwerben, ist der Anstieg der CHF-Positionen von Ausländern nicht in den Bankenstatistiken sichtbar. Abschnitt 3.3 quantifiziert die Bedeutung solcher alternativen Kanäle.

Grafik 1

VERSCHIEDENE ARTEN, WIE AUSLÄNDER EINE CHF-POSITION AUFBAUEN KÖNNEN



Quelle: SNB

3 Feststellung der CHF- Nachfrage von Ausländern

Dieser Abschnitt untersucht anhand statistischer Daten aus mehreren Quellen die verschiedenen Möglichkeiten, wie Ausländer zu einem CHF-Exposure gelangen können. Exposures aus Geschäften, die über Banken mit Sitz in der Schweiz laufen, sind in den Schweizer Bankenstatistiken enthalten, während Exposures aus Geschäften, die über Banken mit Sitz ausserhalb der Schweiz erfolgen, in den internationalen Bankenstatistiken der BIZ und der Bilanz der SNB erscheinen. Informationen zu Exposures, die ohne Beteiligung von Banken zustande kommen, sind in den Daten zum Eigentum an Schweizer Aktien und Anleihen enthalten.

3.1 POSITIONEN VON AUSLÄNDERN ÜBER BANKEN IN DER SCHWEIZ

Alle Banken mit physischer Präsenz in der Schweiz werden von den Schweizer Behörden überwacht und liefern Informationen über ihre bilanziellen Exposures an die

SNB. Daher lässt sich ihr Geschäft mit Ausländern anhand der Schweizer Bankenstatistiken quantifizieren.⁹

Ausländer erhöhten ihre CHF-Positionen im untersuchten Zeitraum durch Geschäfte mit drei verschiedenen Kategorien von Banken: Niederlassungen ausländischer Banken, in ausländischem Eigentum stehenden Banken und in Schweizer Eigentum stehenden Banken.

Alle drei Kategorien von Banken sind aus Schweizer Sicht inländische Banken, weil sie sich physisch in der Schweiz befinden. Sowohl die Niederlassungen ausländischer Banken als auch die in ausländischem Eigentum stehenden Banken gehören jedoch Parteien, die sich im Ausland befinden.

Grafik 2 enthält die Definitionen dieser drei Kategorien von Banken und erläutert die Bedeutung der einzelnen Kategorien für die Kumulierung von CHF-Positionen von Ausländern. Die bilanziellen CHF-Positionen von Ausländern gegenüber Schweizer Geschäftsbanken in der Schweiz erhöhten sich zwischen August 2011 und Februar 2013 um insgesamt CHF 128 Mrd.

⁹ Die Analyse in diesem Abschnitt stützt sich auf Allematt und Baeriswyl (2015), die die Gegenparteien der verschiedenen Liquiditätsoperationen der SNB seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 dokumentieren. Diese Studie baut auf deren grundlegenden Erkenntnissen auf, konzentriert sich aber allein auf die Auswirkungen des Mindestkurses und untersucht ausserdem die Rolle der verschiedenen Arten von Banken und deren ausländischen Kunden als Gegenpartei der SNB nach der Einführung des Mindestkurses.

Grafik 2

ÜBERBLICK ÜBER DEN ANSTIEG DER CHF-POSITIONEN VON AUSLÄNDERN VON 08.2011 BIS 02.2013

Standort der Bank	Bank-/Kontokategorie	Beschreibung / hypothetisches Beispiel	Zunahme in Mrd. CHF	Siehe Abschnitt
Banken in der Schweiz	Niederlassungen ausländischer Banken	Niederlassungen von Bankkonzernen mit Sitz im Ausland, z. B. J.P. Morgan Securities plc., London, Zweigniederlassung Zürich	78	3.1.1
	In ausländischem Eigentum stehende Banken	Banken mit Sitz in der Schweiz, die zu mehr als 50% in ausländischem Eigentum stehen, z. B. die Deutsche Bank (Suisse) SA, und die keine Niederlassung einer ausländischen Bank sind	11	3.1.2
	In Schweizer Eigentum stehende Banken	«Echte» Schweizer Banken wie UBS oder ZKB. Hierbei sind nur Bankstellen in der Schweiz berücksichtigt (z. B. nicht UBS Frankfurt)	39	3.1.3
Banken mit Sitz im Ausland (ohne Niederlassungen ausländischer Banken in der Schweiz)	SNB-Giroguthaben von Banken mit Sitz im Ausland	Banken mit Sitz im Ausland wie Barclays UK, die ein Girokonto bei der SNB haben	9	3.2.1
	Internationale Konten von Inländern bei Banken mit Sitz im Ausland	In CHF denominatedes Konto von Nestlé bei einer Bank mit Sitz in Grossbritannien	-5	3.2.2
Alle über das Bankensystem eingegangenen CHF-Positionen			132	

Quelle: SNB

Die wichtigste Bankkategorie für die Deckung der CHF-Nachfrage von Ausländern waren die Schweizer Niederlassungen von Banken mit Sitz im Ausland («Niederlassungen ausländischer Banken»). Insgesamt erhöhten sich die CHF-Positionen von Ausländern über diese Niederlassungen um CHF 78 Mrd. Die zweite Kategorie umfasst in der Schweiz registrierte Banken, die keine Niederlassungen ausländischer Banken sind, aber mehrheitlich im Eigentum ausländischer Unternehmen stehen («in ausländischem Eigentum stehende Banken»). Die bilanziellen CHF-Positionen von Ausländern, die über in ausländischem Eigentum stehende Banken aufgebaut wurden, erhöhten sich im untersuchten Zeitraum um CHF 11 Mrd. Die dritte Kategorie besteht aus «echten» Schweizer Banken, also aus Banken, die in Schweizer Eigentum stehen und sich auch in der Schweiz befinden («in Schweizer Eigentum stehende Banken»). Die bilanziellen CHF-Positionen von Ausländern erhöhten sich über diese Kategorie im untersuchten Zeitraum um CHF 39 Mrd.

Die Bankenstatistiken enthalten keine ausserbilanziellen CHF-Positionen, die Ausländer durch den Einsatz von Derivaten erworben haben. Die Analyse unternimmt daher den Versuch, die wahrscheinliche Höhe der ausserbilanziellen CHF-Positionen anhand der Bilanzen der verschiedenen Arten von Banken abzuschätzen. Hierbei ist es wichtig, die Anreize für den Aufbau ausserbilanzieller CHF-Exposures zu verstehen, denn offizielle Statistiken zu solchen Exposures gibt es nicht.

Dieser Analyse zufolge ist es unwahrscheinlich, dass Niederlassungen ausländischer Banken oder in Schweizer Eigentum stehende Banken über Derivate grössere ausserbilanzielle CHF-Positionen eingegangen sind. Der Grund ist, dass ihre bilanziellen CHF-Exposures fast perfekt abgesichert waren. Banken versuchen, ihr Gesamtwährungsrisiko zu minimieren. Da die untersuchten Banken durch den Ausgleich in- und ausländischer CHF-Positionen in ihren Bilanzen abgesichert sind, ist es für sie sinnlos, grosse ausserbilanzielle CHF-Positionen einzugehen.

3.1.1 Schweizer Niederlassungen ausländischer Banken

Niederlassungen ausländischer Banken sind typischerweise die Schweizer Niederlassungen von Banken mit Sitz im Ausland, wie z. B. J.P. Morgan Securities plc., London, Zweigniederlassung Zürich. Solche Niederlassungen ausländischer Banken sind in der Schweiz registriert und daher in den Schweizer Bankenstatistiken enthalten. Den Richtlinien zu den Bankenstatistiken der SNB zufolge handelt es sich bei Niederlassungen ausländischer Banken meist um Niederlassungen von internationalen Bankkonzernen mit Sitz im Ausland.¹⁰

Diese internationalen Bankkonzerne mit Sitz im Ausland können Gelder bei der SNB hinterlegen, wenn sie Niederlassungen in der Schweiz haben. Hierzu überweisen sie

die Gelder an ihre Schweizer Niederlassung, und diese hinterlegt die Gelder dann auf ihrem Girokonto bei der SNB. Die Niederlassung erfasst in ihrer Bilanz eine CHF-Forderung gegenüber einer inländischen Gegenpartei (der SNB) und eine entsprechende CHF-Verpflichtung gegenüber einer ausländischen Gegenpartei (ihrer Mutterbank).

Niederlassungen ausländischer Banken spielen eine wichtige Rolle für den Aufbau von CHF-Positionen durch Ausländer. Darstellung I in Grafik 3 dokumentiert die Bewegungen der CHF-Position, die Niederlassungen ausländischer Banken gegenüber Ausländern eingegangen sind, während Darstellung II die Bewegungen der CHF-Position dokumentiert, die Niederlassungen ausländischer Banken gegenüber Inländern eingegangen sind (zu den inländischen Gegenparteien gehört auch die SNB).

Darstellung I zeigt Bewegungen der in CHF denominierten Forderungen (Vermögenswerte) und Verpflichtungen, die Niederlassungen ausländischer Banken gegenüber Ausländern haben. Ein Beispiel für einen ausländischen CHF-Vermögenswert ist ein CHF-Kredit an ein Unternehmen in Polen. Solche Carry-Trade-Kredite waren vor der Finanzkrise nicht unüblich (siehe Auer et al. (2009)). Da es sich hierbei um langfristige Verträge handelt, bestehen die zugehörigen Positionen noch immer (siehe Auer et al. (2012)). Ein Beispiel für eine ausländische CHF-Verpflichtung ist eine CHF-Einlage durch die Mutterbank mit Sitz im Ausland.

Die ausländische CHF-Nettoposition dieser Banken, die den «ausländischen CHF-Forderungen abzüglich ausländischer CHF-Verpflichtungen» (durchgezogene blaue Linie) entspricht, verringerte sich nach August 2011 um CHF 78 Mrd. Dies lag daran, dass die ausländischen CHF-Forderungen (gepunktete blaue Linie) mehr oder weniger unverändert blieben, während die ausländischen CHF-Verpflichtungen (gestrichelte blaue Linie) anstiegen. Da sich die CHF-Verpflichtungen von Niederlassungen ausländischer Banken gegenüber Ausländern um CHF 78 Mrd. erhöhten, nahmen die CHF-Positionen von Ausländern um denselben Betrag zu.

Die Niederlassungen ausländischer Banken bauten CHF-Verpflichtungen gegenüber ausländischen Gegenparteien auf, gingen aber selbst keinerlei Risiko ein, da es zu einer spiegelbildlichen Zunahme der CHF-Nettoforderungen gegenüber Inländern kam. Darstellung II in Grafik 3 zeigt Bewegungen der CHF-Forderungen (gepunktete grüne Linie) und CHF-Verpflichtungen (gestrichelte grüne Linie) von Niederlassungen ausländischer Banken gegenüber Inländern. Während sich die inländischen CHF-Verpflichtungen kaum veränderten, stiegen die inländischen CHF-Forderungen an, ebenso wie die inländische CHF-Position (durchgezogene grüne Linie für «inländische CHF-Forderungen – inländische CHF-Verpflichtungen»).

Insgesamt blieb das CHF-Exposure von Niederlassungen ausländischer Banken nahe bei null. Darstellung III in Grafik 3 (unten rechts) zeigt Bewegungen der ausländi-

¹⁰ Anzumerken ist hierbei, dass Niederlassungen ausländischer Banken aus Sicht der Schweiz inländische Banken sind, weil sie sich in der Schweiz befinden.

schen CHF-Nettoposition (blaue Linie aus Darstellung I), der inländischen CHF-Nettoposition (grüne Linie aus Darstellung II) und der CHF-Nettogesamtposition (rote Linie, entspricht der Summe aus inländischer Nettoposition und ausländischer Nettoposition) von Niederlassungen ausländischer Banken.

Niederlassungen ausländischer Banken übernahmen kein CHF-Nettoexposure im eigenen Namen, wie Darstellung III in Grafik 3 zeigt. Sie dienten vielmehr als Zwischenstationen, die inländische CHF-Exposures im Wert von insgesamt CHF 78 Mrd. übernahmen und sie vollständig bei ihren ausländischen Gegenparteien abluden (oder möglicherweise auch direkt als Clearingbanken fungierten).

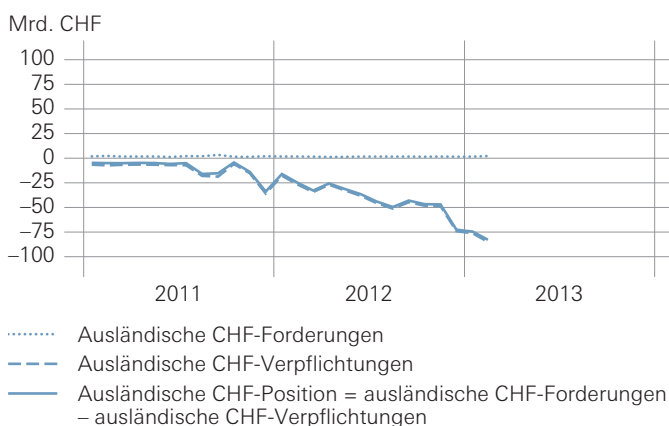
Es ist unwahrscheinlich, dass Niederlassungen ausländischer Banken über Derivate grössere ausserbilanzielle CHF-Nettopositionen eingegangen sind, da ihre bilanziellen CHF-Exposures fast perfekt abgesichert waren. Niederlassungen ausländischer Banken glichen ihre abneh-

mende ausländische CHF-Nettoposition exakt durch eine zunehmende inländische CHF-Nettoposition aus. Banken versuchen, ihr Gesamtwährungsrisiko zu minimieren. Da Niederlassungen ausländischer Banken durch den Ausgleich in- und ausländischer CHF-Positionen in ihren Bilanzen bereits abgesichert sind, macht es für sie keinen Sinn, grosse ausserbilanzielle CHF-Positionen einzugehen.

Am Ende des untersuchten Zeitraums bestand die Geschäftstätigkeit der Niederlassungen ausländischer Banken fast ausschliesslich darin, CHF-Liquidität an ausländische Gegenparteien weiterzuleiten (Darstellung IV, Grafik 3). Einerseits waren die inländischen CHF-Forderungen dieser Banken fast ausschliesslich Giroguthaben bei der SNB. Darstellung IV in Grafik 3 zeigt Bewegungen inländischer CHF-Forderungen (grüne Linie aus Grafik 3) im Vergleich zu den Bewegungen der Giroguthaben dieser Banken bei der SNB (violette Linie). Ab August 2011 ergibt sich eine fast perfekte Übereinstimmung.

Grafik 3 Darstellung I

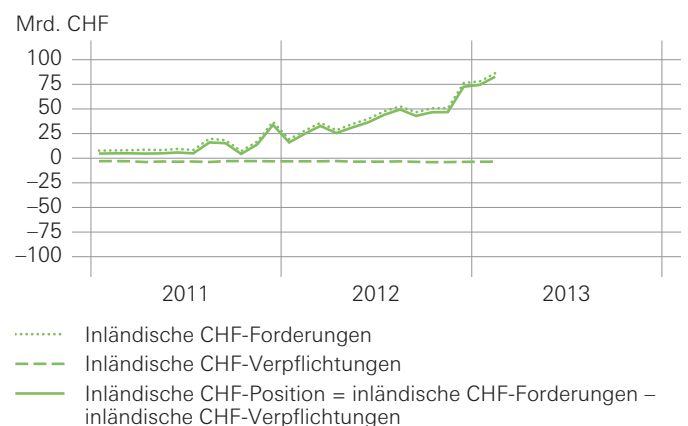
AUSLÄNDISCHE CHF-FORDERUNGEN UND VERPFLICHTUNGEN VON NIEDERLASSUNGEN AUSLÄNDISCHER BANKEN



Quelle: SNB

Grafik 3 Darstellung II

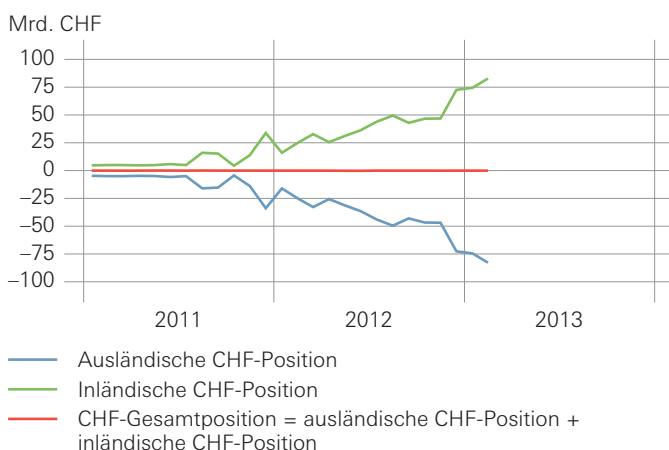
INLÄNDISCHE CHF-FORDERUNGEN UND VERPFLICHTUNGEN VON NIEDERLASSUNGEN AUSLÄNDISCHER BANKEN



Quelle: SNB

Grafik 3 Darstellung III

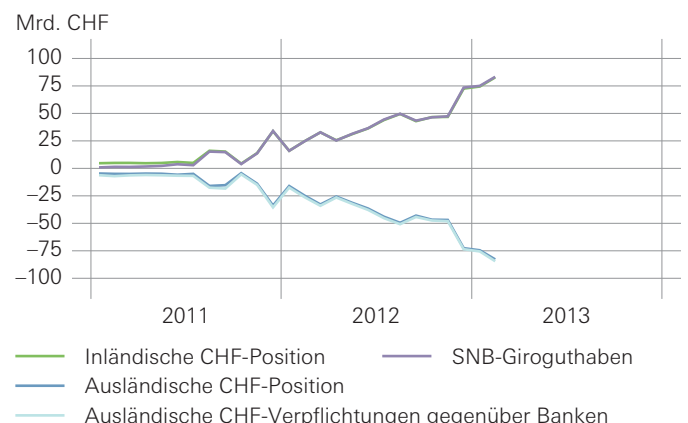
CHF-GESAMTPosition VON NIEDERLASSUNGEN AUSLÄNDISCHER BANKEN



Quelle: SNB

Grafik 3 Darstellung IV

WICHTIGSTE CHF-FORDERUNGEN UND CHF-VERPFLICHTUNGEN VON NIEDERLASSUNGEN AUSLÄNDISCHER BANKEN



Quelle: SNB

Andererseits bestanden die ausländischen CHF-Verpflichtungen dieser Banken fast ausschliesslich aus CHF-Verpflichtungen gegenüber Banken mit Sitz im Ausland. Darstellung IV in Grafik 3 zeigt die Bewegungen ausländischer CHF-Verpflichtungen (türkise Linie) im Vergleich zu den Bewegungen ausländischer CHF-Verpflichtungen gegenüber Banken mit Sitz im Ausland (blaue Linie aus Darstellung I). Auch hier ergibt sich nach dem August 2011 eine fast perfekte Übereinstimmung. Die ausländischen CHF-Verpflichtungen gegenüber Banken können auch gegenüber ihren Muttergesellschaften bestehen. Die letztendlichen Gegenparteien könnten Privatkunden im Ausland sein, doch Informationen hierüber sind den Schweizer Bankenstatistiken nicht zu entnehmen.

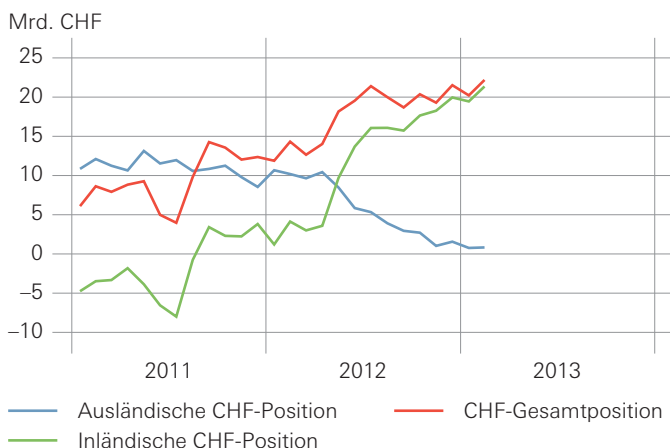
3.1.2 In ausländischem Eigentum stehende Banken in der Schweiz

Eine zweite Kategorie ist die der Banken, die von Ausländern kontrolliert werden, sich aber physisch in der Schweiz befinden und auch dort registriert sind. In den Bankenstatistiken wird diese Kategorie als «in ausländischem Eigentum stehende Banken» bezeichnet. Bei ihnen handelt es sich nicht um Niederlassungen ausländischer Banken, denn sie sind von ihren Muttergesellschaften rechtlich selbständige Einheiten. Dennoch stehen sie aber zu mehr als 50% im Eigentum ausländischer Parteien. Zu dieser Kategorie zählen vor allem Tochtergesellschaften von Banken mit Sitz im Ausland, wie z. B. die Deutsche Bank (Suisse) SA.

Ausländer erhöhten ihre CHF-Position in Bezug auf in ausländischem Eigentum stehende Banken um CHF 11 Mrd. Grafik 4 zeigt Bewegungen der CHF-Nettoposition von in ausländischem Eigentum stehenden Banken in Bezug auf Ausländer (blaue Linie), die CHF-Nettoposition in Bezug auf Inländer (grüne Linie) und die CHF-Nettogesamtposition (rote Linie, entspricht der Summe von blauer und grüner Linie).

Grafik 4

CHF-POSITION VON IN AUSLÄNDISCHEM EIGENTUM STEHENDEN BANKEN



Quelle: SNB

In ausländischem Eigentum stehende Banken kumulierten ein zusätzliches bilanzielles Exposure im Wert von CHF 18 Mrd. (siehe grüne Linie). Nach August 2011 erhöhten sie ihre inländischen CHF-Nettoforderungen um CHF 28 Mrd. (meist auf Girokonten bei der SNB), womit sie ihr gesamtes bilanzielles CHF-Nettoexposure um CHF 18 Mrd. steigerten (ohne Rundung entspricht dies der Differenz zwischen CHF 28 Mrd. und CHF 11 Mrd.). Da diese Banken Ausländern gehören, erhöhen diese CHF 18 Mrd. auch das CHF-Exposure von Ausländern (dieses Exposure wird in Abschnitt 3.3 berücksichtigt).

3.1.3 In Schweizer Eigentum stehende Banken in der Schweiz

«Echte» Schweizer Banken wie die UBS sind weder Niederlassungen ausländischer Banken, noch stehen sie zu mehr als 50% in ausländischem Eigentum.¹¹ Diese Banken senkten ihre ausländische CHF-Nettoposition zwischen August 2011 und Februar 2013 um CHF 39 Mrd. (siehe Grafik 5, insbesondere den Knick in der blauen Linie Anfang 2012). Dies entspricht einem direkten Anstieg der CHF-Positionen von Ausländern um CHF 39 Mrd.

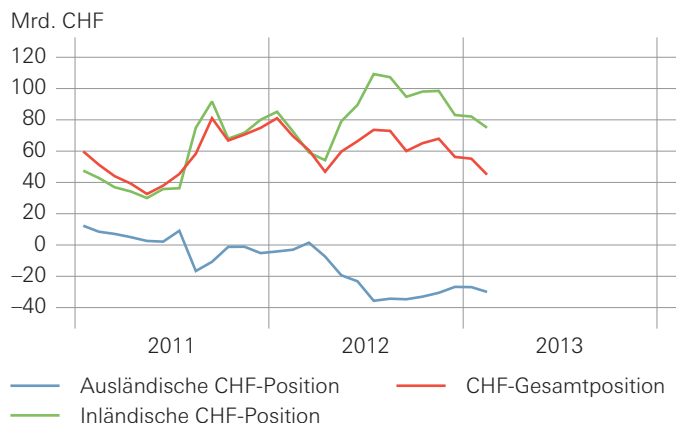
Diese Banken übernahmen kein CHF-Exposure im eigenen Namen. Die Zunahme der inländischen CHF-Position (grüne Linie) glich die Abnahme der ausländischen CHF-Position (blaue Linie) aus, so dass die CHF-Gesamtposition von in Schweizer Eigentum stehenden Banken in der Schweiz am Ende des untersuchten Zeitraums mehr oder weniger ebenso hoch war wie vor der Einführung des Mindestkurses. Da sich ihr bilanzielles CHF-Gesamtexposure nach August 2013 kaum noch veränderte, ist es unwahr-

¹¹ In dieser Studie sind nur in der Schweiz befindliche Niederlassungen berücksichtigt, damit diese Statistiken den Statistiken zu internationalen Kapitalflüssen entsprechen (d. h. diese Studie untersucht nur Banken in der Kategorie «Erhebungsstufe inländische Bankstellen» in den Bankenstatistiken der SNB, was der Definition von Exposures entspricht, wie sie in den standortbezogenen Bankenstatistiken der BIZ erfasst sind).

Grafik 5

CHF-POSITION VON IN SCHWEIZER EIGENTUM STEHENDEN BANKEN

Umfasst nur Niederlassungen in der Schweiz



Quelle: SNB

scheinlich, dass in Schweizer Eigentum stehende Banken ein grosses ausserbilanzielles CHF-Exposure aufgebaut haben.

3.2 CHF-POSITIONEN BEI BANKEN MIT SITZ AUSSERHALB DER SCHWEIZ

Banken mit Sitz in anderen Ländern und ohne physische Präsenz in der Schweiz können ebenfalls CHF besitzen oder schulden. Diese Banken sind nicht in den Schweizer Bankenstatistiken enthalten. Wenn sie jedoch CHF auf einem Girokonto bei der SNB haben, fliesst dieses Exposure in die Bilanz der SNB ein. Wenn die Banken dagegen ein CHF-Exposure bei einer Schweizer Nichtbank-Gegenpartei haben, melden sie es ihrer nationalen Behörde, die diese Daten dann wiederum an die BIZ liefert, so dass sie in die Bankenstatistiken der BIZ einfließen. In den unteren Zeilen von Grafik 2 sind die beiden Arten von Geschäften genannt, an denen relevante CHF-Exposures beteiligt sind.

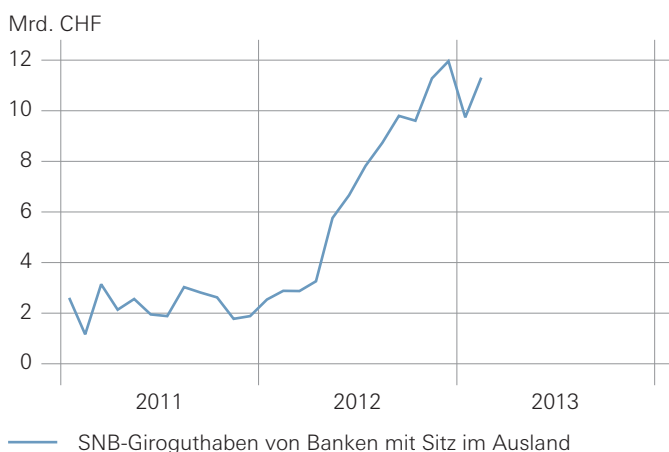
3.2.1 SNB-Giroguthaben von Banken mit Sitz im Ausland

Die SNB nimmt unter den Zentralbanken eine Sonderstellung ein, weil sie Banken mit Sitz im Ausland die Teilnahme an ihrem Reposystem erlaubt.¹² Daher können auch Banken ohne Sitz in der Schweiz ein Girokonto bei der SNB haben, selbst wenn sie keine Niederlassung in der Schweiz unterhalten. Grafik 6 zeigt die Bewegungen von Giroguthaben bei der SNB für Banken, die ihren Sitz im Ausland haben und daher nicht in der Schweiz registriert sind. Diese Banken sind nicht in den Schweizer Bankenstatistiken enthalten. Informationen zu ihren SNB-Giroguthaben finden sich jedoch in der Bilanz der SNB.

12 Für eine Beschreibung siehe z. B. Auer und Kraenzlin (2011) und Auer et al. (2012).

Grafik 6

SNB-GIROGUTHABEN VON BANKEN MIT SITZ IM AUSLAND



Quelle: SNB

Die Zunahme dieser Guthaben war relativ gesehen zwar ausgeprägt, doch die Gesamtzunahme war gering. Von August 2011 bis Februar 2013 erhöhten sich die Giroguthaben von Banken mit Sitz im Ausland bei der SNB um CHF 9 Mrd. Durch die Nutzung von SNB-Girokonten durch Banken mit Sitz im Ausland wuchsen die CHF-Positionen von Ausländern somit um CHF 9 Mrd. Ein ausgleichender Faktor war, dass Schweizer Haushalte und Unternehmen in CHF denominateden Konten bei diesen Banken mit Sitz im Ausland haben konnten.

3.2.2 In CHF denominierte Konten des inländischen Nichtbanken-Privatsektors bei Banken mit Sitz im Ausland

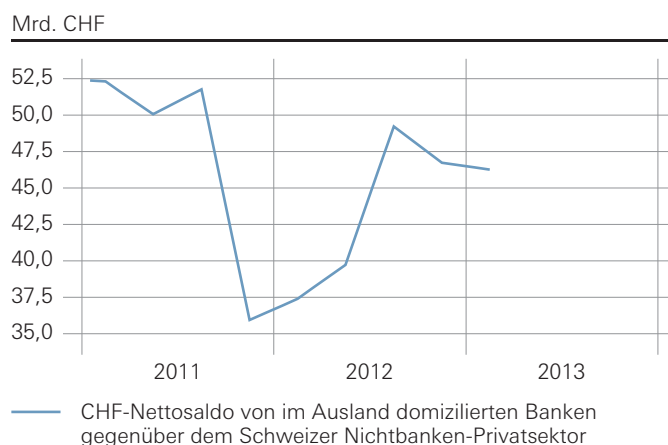
Es gibt eine weitere Möglichkeit, wie Inländer und Ausländer über Banken interagieren können. International tätige Schweizer Unternehmen haben in der Regel auch Konten bei Nichtschweizer Banken, und einige dieser Konten sind in CHF denominated.

Von August 2011 bis Februar 2013 fielen die Nettoforderungen von Banken mit Sitz ausserhalb der Schweiz gegenüber Schweizer Nichtbanken um CHF 5 Mrd., was bedeutet, dass die Nettoposition von Ausländern in der obigen Analyse um diesen Betrag überzeichnet ist. Solche CHF-Positionen von Banken mit Sitz ausserhalb der Schweiz gegenüber Schweizer Unternehmen und Privatkunden sind in den standortbezogenen Bankenstatistiken der BIZ erkennbar (unter «External positions of reporting banks vis-à-vis individual countries – vis-à-vis the non-bank private sector»). Grafik 7 zeigt die Entwicklung dieser Exposures.

Abschnitte 3.1.1, 3.1.2 und 3.2.1 zeigen, dass sich CHF-Positionen von Ausländern um CHF 78 Mrd. über ausländische Niederlassungen, um CHF 11 Mrd. über in ausländischem Eigentum stehende Banken und um weitere CHF 9 Mrd. über den Einsatz von Girokonten durch Ban-

Grafik 7

CHF-POSITION VON IM AUSLAND DOMIZILIERTEN BANKEN GEGENÜBER DEM SCHWEIZER NICHTBANKEN-PRIVATSEKTOR



Quelle: SNB

ken mit Sitz im Ausland erhöht haben. Die resultierende Gesamtzunahme der CHF-Positionen von Ausländern über in ausländischem Eigentum stehende Banken muss jedoch um die in Grafik 7 gezeigten CHF 5 Mrd. nach unten korrigiert werden, weil diese in ausländischem Eigentum stehenden Banken manchmal im Namen ihrer Schweizer Gegenparteien handelten.

Diese Berechnung zeigt, wie komplex es ist festzulegen, welche Positionen in einer Welt mit internationalen Banken und international tätigen Nichtbankunternehmen letztlich ausländisch sind.

3.3 WEITERE CHF-POSITIONEN VON AUSLÄNDERN, DIE NICHT IN DEN BILANZEN VON BANKEN SICHTBAR SIND

Nicht alle Erhöhungen der CHF-Positionen von Ausländern sind in den Bilanzen von Banken sichtbar. Wenn beispielsweise ein Ausländer EUR bei der SNB in CHF umtauscht, diese CHF dann aber zum Kauf einer Ferienwohnung verwendet, die vorher einem Inländer gehörte, ist diese Erhöhung der CHF-Position von Ausländern nicht in der Bilanz einer Bank sichtbar.

Wenn Ausländer Schweizer Vermögenswerte kaufen, führt dies dazu, dass Inländer mehr CHF auf Bankkonten haben. In einer Analyse, die sich auf Bankenstatistiken beschränkt, würden solche Geschäfte daher zu dem Fehlschluss führen, dass die Gegenparteien der SNB-Intervention Inländer sind.

Statistiken zum Eigentum von Ausländern an Schweizer Aktien und Anleihen finden sich im ausführlichen jährlichen Bericht der SNB zu den Schweizer Banken (siehe z. B. Schweizerische Nationalbank (2013a)). Dieser Datenbestand enthält Informationen zu den Wertschriftenbeständen in Bankdepots, aufgeschlüsselt nach Domizil des Depotinhabers, wobei auch angegeben ist, was für Arten von Wertschriften Ausländern gehören.

Die Analyse von Daten zum Eigentum von Ausländern an Schweizer Vermögenswerten dokumentiert, dass das von Ausländern auf diese Arten kumulierte CHF-Exposure um CHF 42 Mrd. anstieg. Von August 2011 bis Februar 2013 erhöhten Ausländer ihre Bestände an von Nichtbanken vergebenen CHF-Schuldtiteln um CHF 4 Mrd. und investierten rund CHF 20 Mrd. im Schweizer Aktienmarkt. Überdies erhöhten sie ihr effektives CHF-Exposure um weitere CHF 18 Mrd. über in der Schweiz ansässige Banken, die sich in ausländischem Besitz befinden.

Ausländer erhöhten ihre Bestände an von Schweizer Nichtbanken vergebenen und in CHF denominierten Schuldtiteln um CHF 4 Mrd. Von dieser Summe kauften Ausländer Schweizer Schuldtitel der öffentlichen Hand im Wert von rund CHF 2 Mrd. und erhöhten ihr Eigentum an anderen von Inländern vergebenen und in CHF denominierten Schuldprodukten um CHF 2 Mrd. Die CHF-Position von Ausländern über Schweizer Treuhänder veränderte sich dagegen kaum.

Ausländer kauften Schweizer Aktien im Wert von etwa CHF 20 Mrd. Der ausführliche jährliche Bericht der SNB zu den Schweizer Banken (siehe Schweizerische Nationalbank (2013a)) enthält Angaben zu den Wertschriftenbeständen in Bankdepots, aufgeschlüsselt nach Domizil des Depotinhabers. Der Gesamtwert der schweizerischen Aktien in den Portfolios von Ausländern stieg von CHF 485 Mrd. im August 2011 auf CHF 650 Mrd. im Februar 2013. Der grösste Teil dieser Zunahme geht jedoch auf Bewertungsgewinne und nicht auf Neukäufe zurück, denn der marktweite Schweizer Aktienindex (der Expanded SMI) stieg in diesem Zeitraum um 40%. Durch Berücksichtigung solcher Bewertungseffekte ist es möglich, die Nettokäufe von Aktien durch Ausländer zu schätzen. Von August 2011 bis Februar 2013 stieg der Eigentumsanteil von Ausländern am Schweizer Aktienmarkt schrittweise von 58,5% auf 60,8%. Berücksichtigt man, wie genau dieser Anstieg des ausländischen Eigentumsanteils zustande kam und wie hoch jeweils die Aktienkurse waren, gelangt man zu dem Schluss, dass Ausländer Neugelder in Höhe von CHF 20 Mrd. im Schweizer Aktienmarkt investiert haben.

Ausserdem wurden weitere CHF 18 Mrd. im Inland durch in ausländischem Eigentum stehende Banken in der Schweiz kumuliert. Wie in Abschnitt 3.1.2 gezeigt, kumulierten Banken, die sich in der Schweiz befinden, aber ausländischen Eigentümern gehören, ein CHF-Exposure in Höhe von CHF 18 Mrd. Da diese CHF 18 Mrd. Ausländern gehören, erhöhen sie deren CHF-Exposure und zählen daher als Vermögenswerte im Eigentum von Ausländern.

Zwei weitere plausible zusätzliche Quellen für CHF-Positionen von Ausländern sind Erhöhungen der CHF-Barbestände von Ausländern (zu denen es keine Daten gibt) und Investitionen in Schweizer Immobilien.

Das Datenmaterial zu Immobilienkäufen von Ausländern ist spärlich, doch dem Vernehmen nach wurde ein gewisser Teil der erhöhten Nachfrage nach CHF auf diesem Weg gedeckt. Allerdings ist zu beachten, dass Ausländer, wenn sie Schweizer Immobilien zu Anlagezwecken halten, dazu meist in börsenkotierte Immobilienunternehmen investieren. Informationen hierzu sind daher in den nach Domizil des Depotinhabers aufgeschlüsselten Daten zu den Wertschriftenbeständen in Bankdepots enthalten (und die entsprechenden Investitionen sind somit bereits in der obengenannten Zahl von CHF 20 Mrd. für den Kauf von Schweizer Aktien enthalten).

In Bezug auf direkte Immobilienkäufe gelangt Credit Suisse (2014) zu dem Schluss, dass sich Käufe und Verkäufe von Ferienwohnungen durch Ausländer 2011 und 2012 die Waage gehalten haben. Dieselbe Studie bestätigt, basierend auf Wüest und Partner (2014), dass rund 10% der Verkäufe gewerblicher Immobilien auf Ausländer entfielen.

4

Gesamte CHF-Positionen von Ausländern und Vergleich mit den Devisenreserven der SNB

In welcher Relation stehen die CHF-Positionen von Ausländern zu Bewegungen der Devisenreserven der SNB? Insgesamt erhöhte sich das Exposure von Ausländern um CHF 174 Mrd., wovon CHF 132 Mrd. in den Bilanzen von Banken erfasst sind, während die übrigen CHF 42 Mrd. über den Kauf von Schweizer Wertschriften oder über das Eigentum an Schweizer Unternehmen kumuliert wurden.

Grafik 8 zeigt die kumulierten Veränderungen der CHF-Positionen von In- und Ausländern seit dem 1. August 2011 und vergleicht diese Veränderungen mit den kumulierten Veränderungen der Devisenreserven der SNB im selben Zeitraum. Die blaue Linie in Grafik 8 steht für die bilanzielle CHF-Nettogesamtposition von Ausländern gegenüber dem privaten Schweizer Bankensystem, die sich um CHF 128 Mrd. erhöhte (CHF 78 Mrd. über Niederlassungen ausländischer Banken, CHF 11 Mrd. über in ausländischem Eigentum stehende Banken und CHF 39 Mrd. über in Schweizer Eigentum stehende Banken).

Der gesamte bilanzielle Anstieg der CHF-Positionen von Ausländern seit August 2011 beläuft sich auf CHF 137 Mrd., da weitere CHF 9 Mrd. von Banken mit Sitz im Ausland direkt auf Girokonten bei der SNB hinterlegt wurden. Von diesen CHF 137 Mrd. sind die in Abschnitt 3.2.2 ermittel-

ten CHF 5 Mrd. abziehen, was zu einem kumulierten Gesamtexposure von CHF 132 Mrd. über den untersuchten Zeithorizont führt (siehe auch Grafik 2 für einen Überblick).

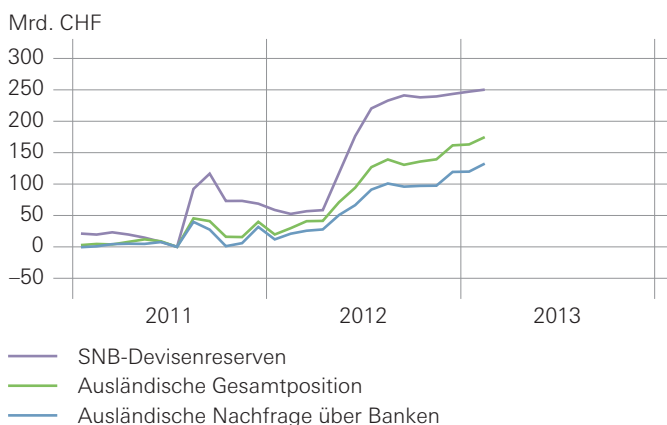
Die grüne Linie zeigt ausserdem die weiteren Nettoinvestitionen von Ausländern in Höhe von CHF 42 Mrd. über den Kauf von Schweizer Vermögenswerten oder über die Kumulierung von CHF-Positionen durch in ausländischem Eigentum stehende Banken (siehe Abschnitt 3.3).

Insgesamt wurde daher im untersuchten Zeitraum ein grosser Teil der Deviseninterventionen der SNB von Ausländern absorbiert. Die Devisenreserven der SNB erhöhten sich zwischen August 2011 und Ende Februar 2013 um CHF 250 Mrd. Aufgrund von Bewertungseffekten und wegen der von der SNB im Jahr 2011 abgeschlossenen Devisenwapabkommen entspricht dieser Betrag von CHF 250 Mrd. den Deviseninterventionen der SNB allerdings nur sehr ungenau. Die SNB intervenierte an den Devisenmärkten mit dem Kauf von Devisenreserven, deren Wert sich 2011 auf CHF 17,8 Mrd. und 2012 auf CHF 188 Mrd. belief. Da die SNB den genauen Zeitpunkt dieser Interventionen nicht veröffentlicht, zeigt Grafik 8 die Entwicklung der Devisenbestände der SNB stellvertretend für die zugrunde liegenden Interventionen.¹³

Zudem muss daran erinnert werden, dass die Ergebnisse dieser Studie nur einen spezifischen Zeitraum betreffen und keineswegs darauf hindeuten, dass der Aufwertungsdruck, den der CHF in den letzten Jahren verzeichnete, ausschliesslich auf den internationalen Kapitalfluss in eine sichere Währung zurückzuführen sei. Bei einer längerfristigen Betrachtung war ein mindestens ebenso wichtiger Faktor die sinkende Risikobereitschaft der Inländer, die sie veranlasste, das Investieren im Ausland einzustellen und in einigen Fällen sogar ihre Mittel in die Schweiz zurückzuführen.¹⁴

Grafik 8

KUMULATIVE VERÄNDERUNGEN DER CHF-POSITIONEN UND DER SNB-DEVISENRESERVEN SEIT JULI 2011



Quelle: SNB

¹³ Zu beachten ist, dass die Entwicklung der Devisenreserven der SNB die Entwicklung der TARGET2-Ungleichgewichte im Euroraum widerspiegelt, die auf einen ähnlichen Kapitalfluss in als sicher erachtete Länder des Euroraums zurückzuführen war (siehe Auer (2014)).

¹⁴ Siehe Yesin (2015) und auch Auer und Tille (2015), die dokumentieren, wie sich die Schweizer Kapitalbilanz seit den frühen 2000er-Jahren durch die Kapitalströme in das Schweizer Bankensystem entwickelt hat.

Diese Studie analysiert die Nachfrage nach CHF von ausserhalb der Schweiz auf dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise im Euroraum. Ihre drei wichtigsten Ergebnisse lauten: (i) Ausländer waren im untersuchten Zeitraum eine bedeutende Gegenpartei der Interventionen der SNB; (ii) obwohl Guthaben bei in Schweizer Eigentum stehenden Banken ebenfalls stark anstiegen, wurden substantielle CHF-Positionen von Ausländern über Banken kumuliert, die sich physisch in der Schweiz, jedoch in ausländischem Besitz befinden; und (iii) die Zuflüsse, die Niederlassungen ausländischer Banken erhielten, wurden direkt auf Girokonten bei der SNB hinterlegt.

Eine wichtige Implikation dieser Ergebnisse betrifft die Wechselwirkung zwischen internationalen Safe-Haven-Flüssen und der Finanzstabilität in der Schweiz oder, genauer, die Frage, ob eine plötzliche Umkehr der Safe-Haven-Flüsse zu finanzieller Instabilität in der Schweiz führen und daher geldpolitische Massnahmen erfordern würde.

Beachtung verdient insbesondere der Zufluss von CHF 78 Mrd. aus dem Ausland in Niederlassungen ausländischer Banken. Schliesslich hat dieser Zufluss dazu geführt, dass sich die Bilanzvolumen dieser Niederlassungen fast verfünffacht haben: Anfang 2010 beliefen sie sich auf insgesamt lediglich CHF 21 Mrd., stiegen dann aber bis Ende Februar 2013 auf CHF 103 Mrd.

Dies sind atemberaubende Summen, doch die Ergebnisse der Studie deuten darauf hin, dass sich das damit verbundene Risiko für die Finanzstabilität wohl in Grenzen hält. Dies liegt daran, dass ausländische Niederlassungen alle ihnen zufließenden Gelder direkt auf ihren Girokonten bei der SNB hinterlegten. Sie weiteten ihre Kreditaktivität im Inland nicht aus, so dass sie keine Restlaufzeiten veränderten oder andere Exposures schufen. Da diese Gelder auf Girokonten bei der SNB hinterlegt sind, kann bei einer Umkehr der Safe-Haven-Flüsse sofort darauf zugegriffen werden.¹⁵

¹⁵ Diese Diskussion betrifft nur die direkten Effekte einer Umkehr von Safe-Haven-Flüssen. Ein weiterer, indirekter Effekt ist, dass der CHF bei rückläufigen Safe-Haven-Flüssen stark an Wert verlieren würde, so dass möglicherweise höhere Zinsen nötig wären, um die Preisstabilität zu gewährleisten. Der *Bericht zur Finanzstabilität 2014* der SNB (siehe Schweizerische Nationalbank (2014)) erörtert die Auswirkungen einer solchen Zinsanhebung auf die Finanzstabilität und gelangt zu dem Schluss, dass sie für im Inland tätige Banken zu erheblichen Verlusten führen könnte.

BIBLIOGRAPHIE

- Altermatt, Lukas und Romain Baeriswyl. 2015. *Einfluss der Ausweitung der Notenbankgeldmenge auf die Bilanzen inländischer Banken*. SNB-Quartalsheft 1/2015.
- Auer, Raphael A. 2014. *What Drives Target2 Balances? Evidence From a Panel Analysis*. Economic Policy 29(77): 139–197. Januar.
- Auer, Raphael A., Martin Brown, Andreas Fischer und Marcel Peter. 2009. *Will the crisis wipe out small carry traders in Central and Eastern Europe?* Voxeu.org, 29. Januar.
- Auer, Raphael A., Sébastien Kraenzlin und David Liebeg. 2012. *How Do Austrian Banks Fund Their CHF Exposure?* Austrian National Bank, Financial Stability Report 24, 54–61. Dezember.
- Auer, Raphael A. und Sébastien Kraenzlin. 2011. *International liquidity provision during the financial crisis: a view from Switzerland*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review 93: 409–418. November/Dezember.
- Auer, Raphael A. und Cédric Tille. 2015. *Capital Flows into the Banking System and the Swiss Financial Account*. Mimeo, Universität Genf, Mai.
- Bank for International Settlements. 2011. *What the BIS banking statistics say (and what they do not) about banking systems' exposures to particular countries and sectors*. BIS Quarterly Review: 16–17.
- Bollen, Brian. 2011. CHF outperforms all others as safe refuge. *Financial Times*, 1. Juni.
- Credit Suisse. 2014. *«Lex Koller: Ausländischer Einfluss wird massiv überschätzt»*. Credit Suisse Economic Research. 27. Mai.
- Draghi, Mario. 2012. Remarks at the Global Investment Conference. 26. Juli.
- Grisse, Christian und Thomas Nitschka. 2013. *On financial risk and the safe haven characteristics of Swiss franc exchange rates*. Working Paper No. 2013-04, Swiss National Bank.
- Mattich, Alen. 2011. Why Switzerland is leading the Haven beauty Contest. *The Wall Street Journal*, 29. Juli.
- Rinaldo, Angelo und Paul Söderlind. 2010. *Safe Haven Currencies*. Review of Finance, 14 (3): 385–407.
- Reynard, Samuel. 2008. *What Drives the Swiss Franc?* Working Paper No. 2008-14, Swiss National Bank.
- Schweizerische Nationalbank. 2011a. *Die Nationalbank trifft Massnahmen gegen den starken Franken*. Medienmitteilung, 3. August.
- Schweizerische Nationalbank. 2011b. *Nationalbank weitet Massnahmen gegen den starken Franken aus*. Medienmitteilung, 10. August.
- Schweizerische Nationalbank. 2011c. *Nationalbank intensiviert Massnahmen gegen die Frankenstärke*. Medienmitteilung, 17. August.
- Schweizerische Nationalbank. 2012. *104. Geschäftsbericht*.
- Schweizerische Nationalbank. 2013a. *Die Banken in der Schweiz*.
- Schweizerische Nationalbank. 2013b. *105. Geschäftsbericht*.
- Schweizerische Nationalbank. 2014. *Bericht zur Finanzstabilität*.
- United Nations. 2008. *System of National Accounts*. Department of Economic and Social Affairs.
- Wüest und Partner. 2014. *Immo-Monitoring*. Ausgabe 2014/1.
- Yesin, Pinar. 2015. *Capital flow waves to and from Switzerland before and after the financial crisis*. Swiss Journal of Economics and Statistics 151 (1): 27–75.