

Geringere Kapitalströme in die und aus der Schweiz als bisher angenommen

Die Attraktivität der Schweiz als sicherer Hafen für ausländische Gelder in Krisenzeiten ist ein viel zitiertes Thema der Finanzpresse und verschiedener internationaler Organisationen. Diese Wahrnehmung stimmt so jedoch nicht. *Pınar Yeşin*

Abstract Die weltweite Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 hatte massive Schwankungen der internationalen Kapitalflüsse zur Folge. Mithilfe eines einfachen statistischen Ansatzes identifiziert die vorliegende Studie extreme Schwankungen der Mittelzuflüsse und -abflüsse in die und aus der Schweiz – einer kleinen, offenen Wirtschaft, die über einen Finanzplatz und eine als sicherer Hafen geltende Währung verfügt. Die Analyse kommt zum Schluss, dass sich die Kapitalzuflüsse und -abflüsse nach der Krise aussergewöhnlich stark abschwächten und weniger volatil ausfielen. Im Gegensatz hierzu zeigten sich die Nettomittelflüsse deutlich volatil und wiesen häufig extreme Schwankungen auf. Die extremen Schwankungen der Nettomittelflüsse werden jedoch nicht durch hohe Kapitalzuflüsse ausgelöst. Ursache scheinen vielmehr geringere Kapitalabflüsse, welche weniger stark mit den Zuflüssen korrelieren, zu sein. Daher würden Kapitalverkehrskontrollen neuer ausländischer Investitionen in der Schweiz die gewünschte Wirkung – die Eindämmung der Schwankungen der Nettomittelflüsse – verfehlen. Die künftige Forschung sollte sich mit den Kanälen/Verflechtungen befassen, über welche sich volatile Nettomittelflüsse in der Schweizer Wirtschaft niederschlagen.

Internationale Kapitalflüsse sorgen einerseits für eine weltweite finanzielle Integration und können sich daher positiv auf das Wirtschaftswachstum und die Risikostreuung auswirken. Andererseits können sie aber auch dazu führen, dass bestimmte Schwachstellen wie ausgeprägte Konjunkturzyklen, finanzielle und makroökonomische Instabilität sowie Banken-, Staatsschulden- oder Währungskrisen noch mehr ins Gewicht fallen. Die Fachliteratur zeigt in der Tat: Grosse Schwankungen der internationalen Kapitalflüsse können sich massiv in der inländischen Konjunktur niederschlagen. Die geldpolitischen Entscheidungsträger sind daher grundsätzlich auf Beobachtungen der Kapitalflusstrends angewiesen.

Die weltweite Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 hatte massive Schwankungen der internationalen Kapitalflüsse zur Folge. Die Summe der Bruttokapitalabflüsse aus 172 Ländern ging von nahezu 21% des globalen BIP im Jahr 2007 auf

blasse 2% im nächsten Jahr zurück. Es handelte sich dabei nicht um die ersten rezessionsbegleitenden Schwankungen von Mittelflüssen. Während der weltweiten Finanzkrise fielen sie allerdings volatil aus als je zuvor.¹

Als die Krise einsetzte, thematisierten die Finanzpresse und verschiedene internationale Organisationen mehr als einmal die Zuflüsse in als sichere Häfen geltende Finanzplätze.² Häufig wurde hierbei das Argument angeführt, dass derartige Zuflüsse in die Schweiz Schwankungen in bestimmten makroökonomischen und finanziellen Indikatoren auslösten und insbesondere die Aufwertung des Frankens zu verantworten hätten. Bis anhin wurden weder die Vermutung von Zuflüssen in sogenannten sichere Häfen in weltweit turbulenten

Zeiten noch die empirischen Verbindungen zwischen Kapitalflüssen und Wechselkursen rigoros analysiert. Eine kürzlich erschienene Studie der Autorin dieses Beitrags hat einen ersten Schritt in diese Richtung gemacht: Sie nutzt Zahlungsbilanzstatistiken, um die Schwankungen der Kapitalflüsse in die Schweiz und aus der Schweiz vor und nach der Finanzkrise zu ermitteln.³

Mithilfe eines einfachen statistischen Ansatzes wurden dabei Kapitalzuflüsse und -abflüsse in die Schweiz – beziehungsweise aus der Schweiz – zwischen dem 1. Quartal 2000 und dem 2. Quartal 2014 identifiziert. Die Analyse identifiziert insbesondere Zeiträume, in denen die Kapitalzuflüsse in die Schweiz aussergewöhnlich hohe bzw. niedrige Werte aufwiesen (Ausreisser nach oben oder Spitzenwerte bzw. Einbrüche), sowie Zeiträume, in denen die Kapitalabflüsse aus der Schweiz ungewöhnlich hoch oder ungewöhnlich gering ausfielen (Flucht bzw. Kürzung der abfliessenden Mittel). Aus Gründen der Vollständigkeit weist die Studie auch Zeiträume aus, in denen die Nettomittelflüsse Extremwerte verzeichneten (mehr Details in *Kasten 1*).

³ Yeşin (2015).

Hinweis

Die im Artikel geäusserten Gedanken entsprechen ausschliesslich der Meinung der Autorin und stimmen nicht notwendigerweise mit den Ansichten der Schweizerischen Nationalbank überein. Der Beitrag basiert auf einer zuvor auf Voxeu.org in englischer Sprache veröffentlichten Kolumne.

¹ Milesi-Ferretti und Tille (2011).

² Vgl. Neil Dennis, *Reality of Currency Wars Is Complex*, *Financial Times*, 26. September 2011 und Haig Simonian, *OECD Cautions on Swiss Euro Cap*, *Financial Times*, 24. Januar 2012.

Abb. 1: Private Kapitalzufüsse in die Schweiz (in % des BIP)

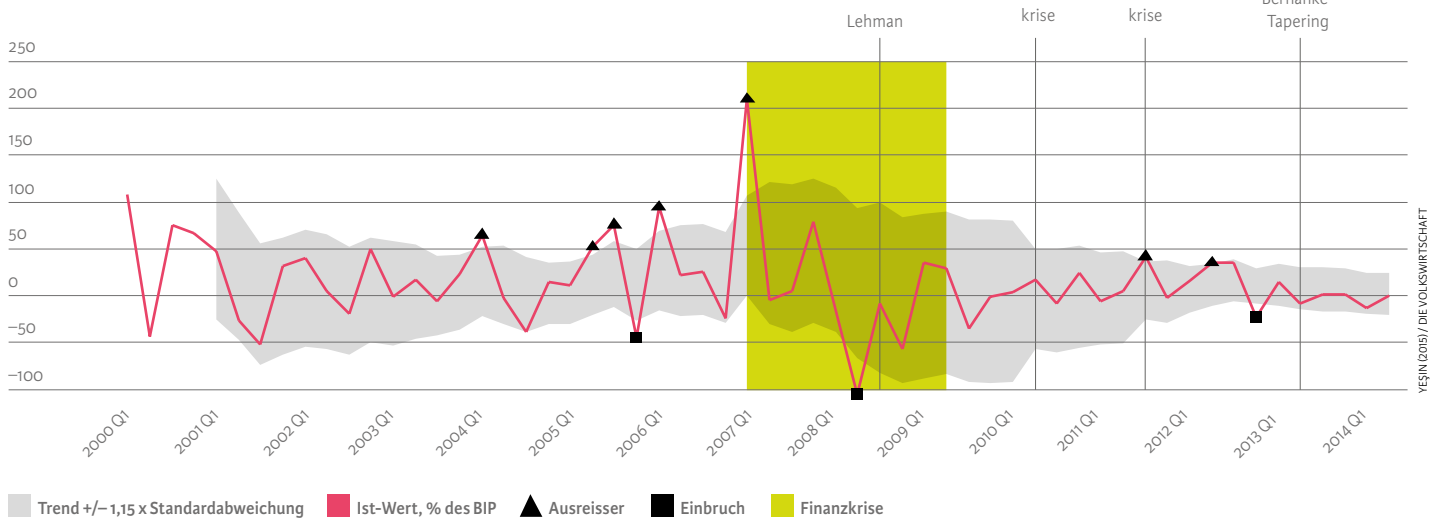


Abb. 2: Private Kapitalabflüsse aus der Schweiz (in % des BIP)

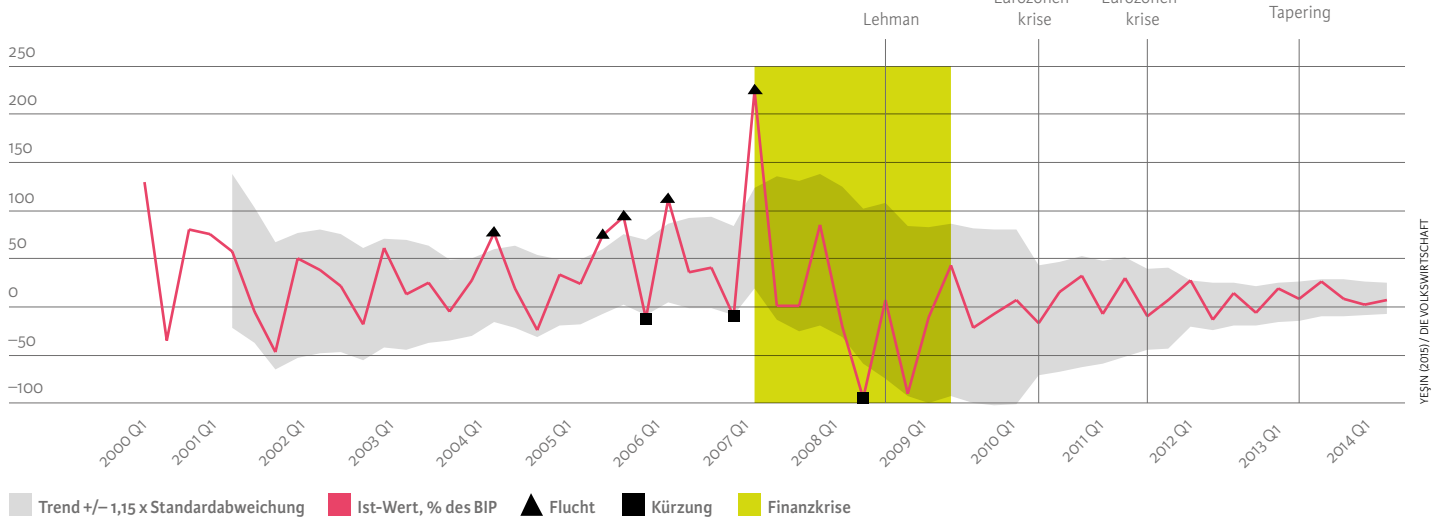
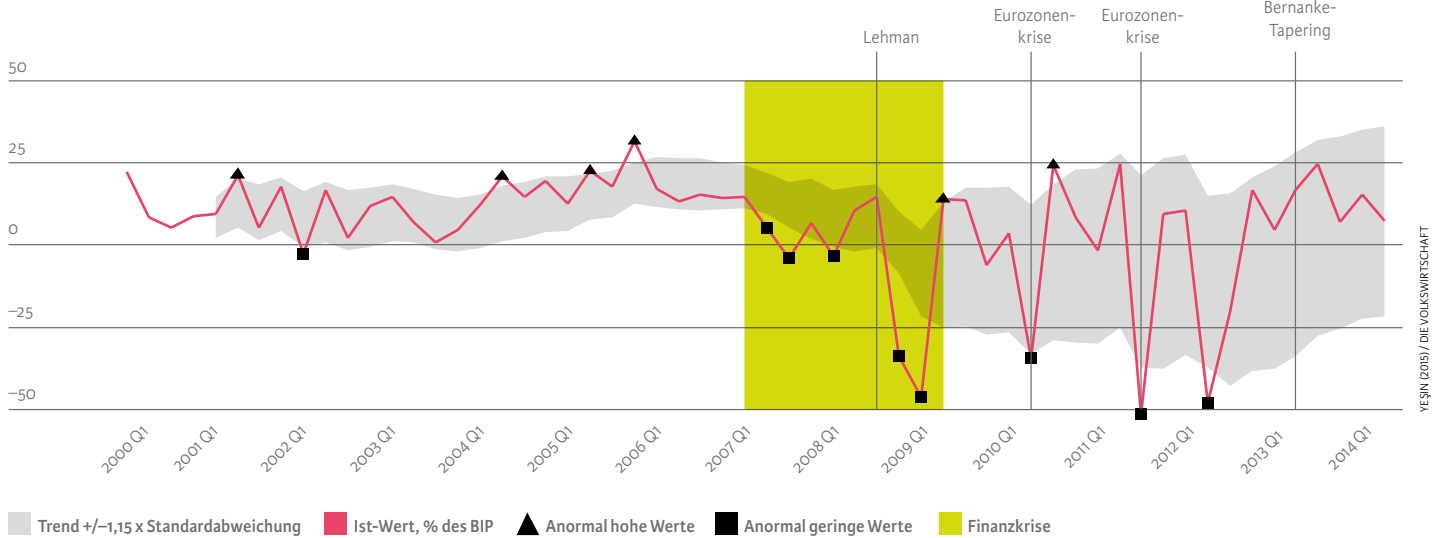


Abb. 3: Nettomittelflüsse (privates Kapital) in die und aus der Schweiz (in % des BIP)



Kein sprunghafter Anstieg privater Kapitalzuflüsse in die Schweiz

Abbildung 1 zeigt die Zuflüsse an privatem Kapital in die Schweiz mit ihren Ausreissern nach oben und unten. In der Zeit vor der Krise wurden beispielsweise vier Ausreisser nach oben (1. Quartal 2004, 2. Quartal 2005, 3. Quartal 2005 und 1. Quartal 2006) und ein Einbruch (4. Quartal 2005) verzeichnet. Im Verlauf der anschliessenden Finanzkrise erreichten die Zuflüsse von privatem Kapital im ersten Quartal 2007 erneut einen Spitzenwert. Im zweiten Quartal 2008 erfolgte ein Einbruch.

Nach der Finanzkrise wurde dagegen noch ein einziger Ausreisser nach oben im dritten Quartal 2011 registriert, ebenso ein einziger Einbruch im vierten Quartal 2012. Im Vorfeld der Finanzkrise wurden somit relativ häufig Ausreisser nach oben verzeichnet, seit dem zweiten Quartal 2008 aber liegt ihre Verteilung im Grossen und Ganzen im normalen Bereich. Nur während eines einzigen Schlüsselereignisses – der zweiten Staatsschuldenkrise der Eurozone im dritten Quartal 2011 – rissen die privaten Kapitalzuflüsse nach oben aus (siehe *Kasten 2*).

Verglichen mit den vor der Krise verzeichneten Ausreissern sind diese Zuflüsse jedoch von relativ geringem Umfang. Anhand der Zahlungsbilanzdaten lässt sich die Vermutung nicht erhärten, dass seit der Krise vermehrt Mittel in den sicheren Hafen Schweiz geflossen sind. Das Gegenteil ist der Fall: Durchschnittlich fliesst seit der Krise weniger Kapital in die



Der ägyptische Investor Samih Sawiris in Andermatt. Entgegen den Erwartungen: Seit der Finanzkrise fliesst durchschnittlich weniger Kapital in die Schweiz.

Schweiz, zudem sind diese Zuflüsse weniger volatil.

Seit der Krise versiegen die Abflüsse

Abbildung 2 zeigt die Abflüsse von privatem Kapital aus der Schweiz mit ihren Fluchten und Kürzungen. In der Zeit vor der Finanzkrise wurden beispielsweise vier Fälle von

Kapitalflucht (1. Quartal 2004, 2. Quartal 2005, 3. Quartal 2005 und 1. Quartal 2006) verzeichnet, in zwei Fällen kam es zu Kürzungen (4. Quartal 2005 und 4. Quartal 2006). Im Verlauf der Krise kamen die Abflüsse von privatem Kapital im ersten Quartal 2007 erneut einer Flucht gleich. Im zweiten Quartal 2008 erfolgte eine Kürzung.

Seit der Krise wurde allerdings nur ein Extremwert in Form einer Flucht (im

Kasten 1: Definitionen und Methode

Die vorliegende Studie differenziert zwischen Mittelflüssen, die von Anlegern mit Wohnsitz im Ausland ausgehen (Bruttokapitalzuflüsse), und Mittelflüssen, die von Anlegern mit Wohnsitz im Inland ausgehen (Bruttokapitalabflüsse). Positive Werte der Bruttokapitalzuflüsse zeigen einen Anstieg der Verbindlichkeiten der Schweiz gegenüber dem Ausland an, während positive Werte der Bruttokapitalabflüsse eine Zunahme der Aktiven der Schweiz im Ausland anzeigen.

Nettomittelflüsse dagegen stellen definitionsgemäss die Differenz zwischen den Bruttomittelabflüssen und -zuflüssen dar. Positive Werte zeigen einen Nettomittelabfluss aus der Schweiz an, negative Werte einen Nettomittelzufluss in die Schweiz.

Ferner umfasst der Begriff Bruttomittelzuflüsse Kapitalflüsse, die

von Privatpersonen oder von der öffentlichen Hand stammen. Die Kapitalflüsse der öffentlichen Hand stammen aus dem öffentlichen Sektor oder fließen in diesen ein, während die Differenz zwischen diesen Mittelflüssen und den Bruttomittelflüssen als private Kapitalflüsse bezeichnet wird. Insbesondere fällt der Aufbau von Zentralbankreserven nicht unter die privaten Kapitalflüsse.

Vier extreme Schwankungstypen

Bei den Bruttokapitalflüssen lassen sich vier verschiedene extreme Schwankungstypen definieren:

- Ein *Ausreisser* nach oben entspricht einem sprunghaften Anstieg der Bruttokapitalzuflüsse («surge»).
- Ein *Einbruch* entspricht einem abrupten Versiegen der Bruttokapitalzuflüsse («stop»).

– Eine *Flucht* entspricht einem sprunghaften Anstieg der Bruttokapitalabflüsse («flight»).

– Eine *Kürzung* entspricht einem abrupten Versiegen der Bruttokapitalabflüsse («retrenchment»).

Mit anderen Worten: Hinter den Ausreissern nach oben und den Einbrüchen stehen Anleger mit Wohnsitz im Ausland, während die einheimischen Anleger die Kapitalfluchten und -kürzungen bestimmen. Die (im Original englische) Terminologie beruht auf Forbes und Warnock (2012).

«Sprunghafte» Zunahmen oder Abnahmen von Mittelflüssen lassen sich mithilfe eines einfachen statistischen Ansatzes definieren, wie etwa Cardarelli et al. (2010), Powell und Tavella (2012) und Ghosh et al. (2014) gezeigt haben. Der Ansatz umfasst zwei Schritte: Zunächst werden anhand historischer Da-

ten geglättete Werte für die Mittelflüsse berechnet. Danach wird die «normale» Bandbreite für jeden Zeitraum wie folgt definiert: geglätteter Wert plus/minus einen auf der historischen Volatilität beruhenden Grenzwert. Beobachtete Mittelflüsse, die ausserhalb dieser «normalen» Bandbreite liegen, werden anschliessend als extreme Schwankungen eingestuft, d. h. als Ausreisser nach oben, Einbrüche, Fluchten oder Kürzungen.

In Yeşin (2015) kommt ein rekursiver Hodrick-Prescott-Filter zur Berechnung der geglätteten Werte zur Anwendung. Anschliessend wird anhand des Trends die «normale» Bandbreite pro Quartal ermittelt +/- dem 1,15-Fachen der Standardabweichung während der vorangegangenen zwölf Quartale.

Kasten 2: Die globale Finanzkrise 2007 und 2008 und einschneidende Ereignisse an den Finanzmärkten

Um die statistische Analyse im Kontext zu betrachten, wurde sie in drei Phasen gegliedert: Hierbei handelt es sich um den Zeitraum vor der Finanzkrise (1. Quartal 2000 bis 4. Quartal 2006), den Zeitraum der Finanzkrise (1. Quartal 2007 bis 2. Quartal 2009) und den Zeitraum nach der Finanzkrise (3. Quartal 2009 bis 2. Quartal 2014). Die Wahl der Anfangs- und Enddaten

der Finanzkrise beruht auf der Krisen-Zeitleiste der Federal Reserve Bank of St. Louis.

Senkrechte Linien in den Grafiken bezeichnen bedeutende Ereignisse, welche die Unsicherheit und Volatilität an den globalen Finanzmärkten signifikant in die Höhe trieben. Hierbei handelt es sich um den Zusammenbruch von Lehman Brothers im dritten Quartal 2008 [Lehman], die

erste Staatsschuldenkrise in der Eurozone im zweiten Quartal 2010 [erste Eurozonenkrise] das erweiterte Rettungspaket für Griechenland zusammen mit der Krise bei der Schuldendecke in den USA im dritten Quartal 2011 [zweite Eurozonenkrise] und die Rede des damaligen Fed-Vorsitzenden Ben Bernanke zum Thema Tapering im zweiten Quartal 2013 [Bernanke-Tapering].

3. Quartal 2013) beobachtet. Im Vorfeld der Finanzkrise wurden somit relativ häufig private Kapitalfluchten verzeichnet, seit dem zweiten Quartal 2008 aber liegt ihre Verteilung im Grossen und Ganzen im normalen Bereich.

Keines der bedeutenden Ereignisse fiel mit einer Kürzung oder einer Kapitalflucht zusammen. Einzig das durch den damaligen Fed-Vorsitzenden Bernanke eingeleitete Tapering kann als Vorläufer einer Kapitalflucht aus der Schweiz im dritten Quartal 2013 eingestuft werden. Im Vergleich zu anderen Kapitalfluchten vor der Finanzkrise fiel diese jedoch eher gering aus. Analog zu den Kapitalzuflüssen sind die Kapitalabflüsse aus der Schweiz seit der Krise geringer, zudem sind diese Abflüsse bedeutend weniger volatil.

Nettomittelflüsse sind seit der Krise äusserst volatil

Während die Zu- und Abflüsse von privatem Kapital seit der Finanzkrise im Schnitt zurückgegangen sind und seither auch weniger volatil ausfallen, zeigt sich bei den Nettomittelflüssen des privaten Kapitals ein völlig anderes Muster. *Abbildung 3* illustriert die Nettomittelflüsse einschliesslich anormaler Ausreisser nach oben und unten. Im

gesamten Beobachtungszeitraum finden sich zahlreiche derartige Ausreisser. Bemerkenswerterweise fallen die durchschnittlichen Nettomittelflüsse seit der Krise geringer und zudem äusserst volatil aus. Zwei der bedeutendsten Ereignisse, die erste und die zweite Schuldenkrise in der Eurozone, fielen zeitlich mit anormal geringen Nettomittelflüssen zusammen. Ferner wurden nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im 4. Quartal 2008 und im 1. Quartal 2009 zwei anormal geringe Werte erreicht.

Bemerkenswerterweise lassen sich die anormal geringen Nettomittelzuflüsse nicht auf ausgeprägt hohe Zuflüsse von privatem Kapital zurückführen. Tatsächlich dürften der Rückgang der Kapitalabflüsse sowie ihre geringere Korrelation mit den Kapitalzuflüssen diese Entwicklung massgeblich bestimmen.

Kapitalverkehrskontrolle ist der falsche Ansatz

Die Studie zeigt: Die Finanzkrise hat sich in den Kapitalzuflüssen und -abflüssen in die und aus der Schweiz deutlich niedergeschlagen. Die Studie widerlegt aber die gängige Annahme, dass die Schweiz als sicherer Hafen verstärkt Mittel angezogen habe. Dennoch verhalten sich die Nettomit-

telflüsse inzwischen äusserst volatil. Diese Ergebnisse werfen mehrere Fragen auf:

- Mit welchen geldpolitischen Instrumenten kann der Volatilität der Nettomittelflüsse begegnet werden? Die Studienerkenntnisse lassen vermuten, dass Kapitalverkehrskontrollen neuer ausländischer Investitionen in der Schweiz dieses Ziel verfehlen dürften.
- Welches sind die Verbindungen zwischen Mittelflüssen und den finanziellen bzw. makroökonomischen Indikatoren in der Schweiz? Lässt sich insbesondere eine empirische Beziehung zwischen den Mittelflüssen und dem Frankenkurs nachweisen? In der Literatur finden sich Koinzidenzen zwischen einem Anstieg der Nettomittelflüsse und einer Aufwertung der Währung von Schwellenländern mit Zahlungsbilanzdefiziten. Es lassen sich in der Literatur aber auch andere massgebliche Wechselkursfaktoren nachweisen, die eventuell eine grössere Rolle als die Mittelflüsse an sich spielen.
- Folgen die Mittelflüsse in andere Finanzplätze (und/oder Länder) mit «krisenfesten» Währungen nach der globalen Finanzkrise vergleichbaren Mustern?

Zur Beantwortung dieser Fragen sind weitere Forschungen erforderlich.



Pinar Yeşin

Ph.D. in Economics, Senior Economist, Schweizerische Nationalbank, Internationaler Handel und Kapitalverkehr; Wirtschaftsdozentin an der Universität Zürich.

Literatur

Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag und Kose, M. Ayhan (2010). Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses, *Economic Systems*, 34(4), 333–356.

Forbes, Kristin J. und Warnock, Francis E. (2012). Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment, *Journal of International Economics*, 88(2), 235–251.

Ghosh, Atish R., Mahvash S. Quereshi, Jun Il Kim und Zaldueño, Juan (2014). Surges, *Journal of International Economics*, 92(2), 266–285.

Milesi-Ferretti, Gian Maria und Tille, Cedric (2011). The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis, *Economic Policy*, 26(66), 285–342.

Powell, Andrew und Tavella, Pilar (2012). Capital Inflow Surges in Emerging Economies: How Worried Should LAC Be?, IDB Working Paper Series, No. IDB-WP-326, Inter-American Development Bank.

Yeşin, Pinar (2015). Capital Flow Waves to and from Switzerland Before and After the Financial Crisis, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 151(1), 27–75.