

Offene Volkswirtschaft braucht klare Wechselkurssteuerung : zur Währungs- und Zinspolitik der Schweizerischen Nationalbank

Autor(en): **Lampart, Daniel**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Widerspruch : Beiträge zu sozialistischer Politik**

Band (Jahr): **34 (2015)**

Heft 66

PDF erstellt am: **22.07.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-651742>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Daniel Lampart

Offene Volkswirtschaft braucht klare Wechselkurssteuerung

Zur Währungs- und Zinspolitik der Schweizerischen Nationalbank

Mit der Aufgabe des Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) am 15. Januar 2015 ist der Frankenkurs ausser Kontrolle geraten. Er hat seinen Wert gegenüber allen relevanten Währungen stark erhöht. Für die Realwirtschaft ist der Franken viel zu stark. Die Arbeitslosigkeit ist bereits im Steigen begriffen.

Der faire, d.h. gesamtwirtschaftlich ausbalancierte Franken-Euro-Kurs dürfte gemäss Schätzungen bei über 1.30 Franken liegen. Der aktuelle Kurs (Juni 2015) liegt aber bei knapp 1.05 Franken. Aufgrund der Überbewertung müsste sich der Franken theoretisch markant abwerten. Doch die Erfahrung zeigt, dass sich die Devisenkurse über längere Zeit von ihren realwirtschaftlich fairen Kursen entfernen können. Das zeigt auch die Entwicklung seit dem 15. Januar 2015. Der Franken hat sich sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem Dollar kaum verändert, bleibt also stark überbewertet.

Um die Schweizer Wirtschaft vor starken Wechselkursschwankungen zu schützen, hat die SNB in der Vergangenheit immer wieder Wechselkursuntergrenzen verteidigt – zunächst gegenüber der Deutschen Mark, später gegenüber dem Euro. Damit befand sie sich in bester internationaler Gesellschaft. Kleine, offene Volkswirtschaften schützen sich in der Regel gegen Wechselkursschocks, indem sie Währungsräumen beitreten, insbesondere dem Euro, oder ihre Währungen an andere, grosse Währungen anbinden, wie etwa Dänemark oder Singapur dies tun.

Um weitere grosse realwirtschaftliche Schäden zu verhindern, muss sich die SNB wieder auf diese Tradition der intelligenten Wechselkurssteuerung besinnen und ein Wechselkursziel oder eine Kursuntergrenze festlegen. Die Behauptung, dass das nicht umsetzbar sei, stimmt nicht. Denn die SNB hätte den Mindestkurs auch im Januar 2015 halten können. Wahrscheinlich wäre dies sogar ohne umfangreiche Devisenmarktinterventionen möglich gewesen, wenn sie die Zinsen zu einem früheren Zeitpunkt in den Negativbereich gedrückt hätte. Weil sie das im Gegensatz zur Europäischen Zentralbank (EZB) nicht getan hat, war der Franken für Anleger plötzlich attraktiv, was verstärkt Euro-Käufe zur Durchsetzung der Untergrenze notwendig machte.

Negative realwirtschaftliche Auswirkungen

Wenn der Franken so stark überbewertet bleibt, wird das in der Schweizer Wirtschaft tiefe Spuren hinterlassen – trotz der besseren Weltkonjunktur. Denn einerseits entsteht Preisdruck in der Exportwirtschaft, da in Fremdwährungen abgeschlossene Aufträge in der Industrie, im Transportgewerbe usw. weniger Ertrag in Franken abwerfen. Oder weil ausländische Kunden tiefere Preise verlangen. Andererseits entstehen zunehmend Absatzprobleme; so beispielsweise im Gastgewerbe, wenn ausländische Gäste ausbleiben, oder in der Industrie, wenn weniger Aufträge eingehen. Ebenfalls betroffen ist der Detailhandel wegen des «Einkaufstourismus» im Ausland.

Zahlreiche Firmen haben rasch auf die Mindestkurs-Aufhebung reagiert. Sie haben die Arbeitszeiten verlängert und entschieden, die Angestellten 2 bis 3 Stunden pro Woche gratis arbeiten zu lassen. Grosse, international tätige Firmen haben damit begonnen, Teile ihrer Produktion auszulagern. Vermehrt wird nun auch Kurzarbeit eingeführt. Versuche, die Löhne zu kürzen oder in Euro auszuzahlen, konnten von den Gewerkschaften hingegen mehrheitlich abgewehrt werden. Verschiedene Firmen haben ferner die Aufhebung des Mindestkurses missbraucht, um damit Massnahmen zur Erhöhung der Profitabilität zu begründen. So zum Beispiel die Bank Julius Bär oder der Hörgeräte-Hersteller Sonova, die Personal entlassen, obwohl sie hohe Gewinne machen.

Auch in der Wirtschaftsstatistik sind die ersten Spuren bereits klar erkennbar. Besonders betroffen ist das Gastgewerbe (minus 2100 Beschäftigte bzw. minus 1 Prozent im 1. Quartal 2015 gegenüber dem Vorquartal) und der Detailhandel (minus 1900 bzw. minus 0,6 Prozent). In der Industrie ist die Beschäftigung um 800 Personen gesunken (minus 0,1 Prozent), wobei entlassene Temporärarbeitskräfte statistisch wahrscheinlich nicht voll erfasst werden. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen steigt Monat für Monat um 1500 bis 2000 Personen (saisonbereinigt).

Die ökonomischen Modelle des Schweizerischen Gewerkschaftsbundes (SGB) zeigen, dass eine Aufwertung des Frankens um 10 Prozent rasch zu einem um 1 Prozent tieferen Bruttoinlandprodukt (BIP), zu einem um 0,5 Prozent geringeren Beschäftigungswachstum und einer um rund 0,3 Prozent höheren Arbeitslosenquote führen. Mit ähnlichen Grössenordnungen rechnet die Konjunkturforschungsstelle der Eidgenössischen Technischen Hochschule (KOF ETH).¹ In naher Zukunft könnte Deutschland erstmals eine tiefere Erwerbslosenquote aufweisen als die Schweiz. Deutschland hat mittlerweile eine Erwerbslosigkeit gemäss ILO-Standard von unter 5 Prozent, Tendenz sinkend. In der Schweiz steigt sie von 4,5 Prozent aus weiter an.

Für den gesamten Werkplatz Schweiz sind langfristige Schäden absehbar. Denn wenn eine Firma oder eine Produktionsstätte einmal ins Aus-

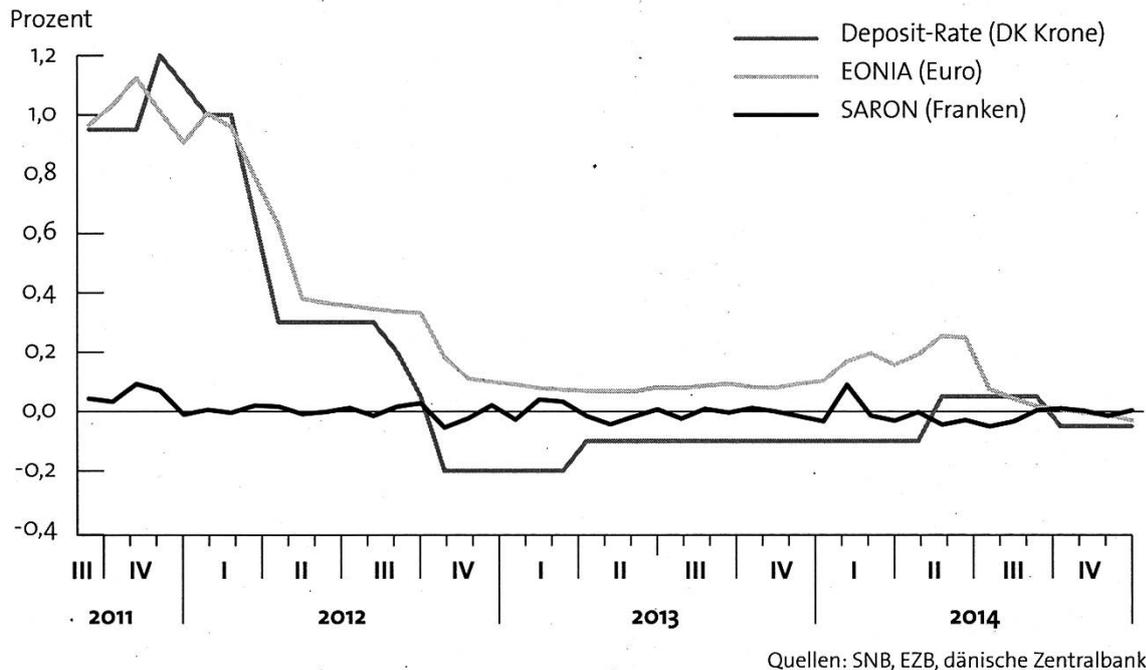
land abgewandert ist, braucht es aufgrund der Investitions- und Ansiedlungskosten wieder besonders vorteilhafte Wechselkursbedingungen, damit Produktionsstätten in der Schweiz aufgebaut werden. Das zeigt z. B. eine Studie der KOF ETH.²

Die Überbewertung des Frankens führt zudem zu mehr Lohndumping. Ausländische Firmen haben mit dem überbewerteten Franken einen Lohnkostenvorteil, wenn sie nicht gezwungen werden, in der Schweiz schweizerische Löhne zu zahlen. Obwohl dies in den Flankierenden Massnahmen zum Personenfreizügigkeitsabkommen mit der EU vorgeschrieben ist, kommt es häufig zu Lohndumping. Bereits beim Franken-Euro-Kurs von über 1.20, der bis Ende 2014 durchgesetzt wurde, haben die LohnkontrolleurInnen insbesondere in Branchen ohne gesamtarbeitsvertragliche Mindestlöhne viele Fälle von Lohnunterbietung festgestellt.³ Ohne konsequente Durchsetzung der Flankierenden Massnahmen dürfte nun, nach der Freigabe des Frankenkurses, der Lohndruck weiter steigen. Im letzten Jahr besonders von Lohndumping betroffen waren der Gartenbau und das Baunebengewerbe (Bodenleger und andere), aber auch die Industrie (Montage und andere Bereiche) sowie – bei den inländischen Firmen – der Handel und das Gesundheits- und Sozialwesen. Leider gibt es auch in Branchen mit gesamtarbeitsvertraglichen Mindestlöhnen weiterhin Probleme bei der Durchsetzung des schweizerischen Lohnniveaus, so etwa bei Scheinselbständigen oder wenn nachträglich Lohnabzüge vorgenommen und KontrolleurInnen vorsätzlich falsch informiert werden.

SNB hätte den Mindestkurs halten können

Nach dem heutigen Stand des Wissens ist offensichtlich, dass die SNB den Mindestkurs hätte halten können, ohne dass dafür Devisenmarktinterventionen in hohem Ausmass notwendig gewesen wären. Sie hätte bloss die Zinsen früher in den Negativbereich zu drücken brauchen. Die EZB hat bereits im Juni 2014 negative Einlagezinsen eingeführt. Dadurch begann das gesamte Euro-Zinsniveau zu sinken. Die für das Bankengeschäft relevanten «Über-Nacht-Zinsen» (Overnight-Rates) sanken ab Oktober 2014 in den Negativbereich. Das zeigt Abbildung 1 (Kurve EONIA, Euro Over Night Index Average). Weil die SNB die Zinsen auf dem Nullniveau beliess, waren die Euro-Overnight-Rates gegen Ende 2014 sogar tiefer als ihr Schweizer Pendant (Kurve SARON, Swiss Average Rate Over Night). Damit wurde es für Banken und Grossanleger zunehmend attraktiv, ihr Geld in Franken anzulegen bzw. vom Euro in den Franken zu verschieben. Diese zinsbedingte Attraktivität des Frankens hatte zur Folge, dass die SNB zunehmend Euro kaufen musste, um die Untergrenze zu halten.

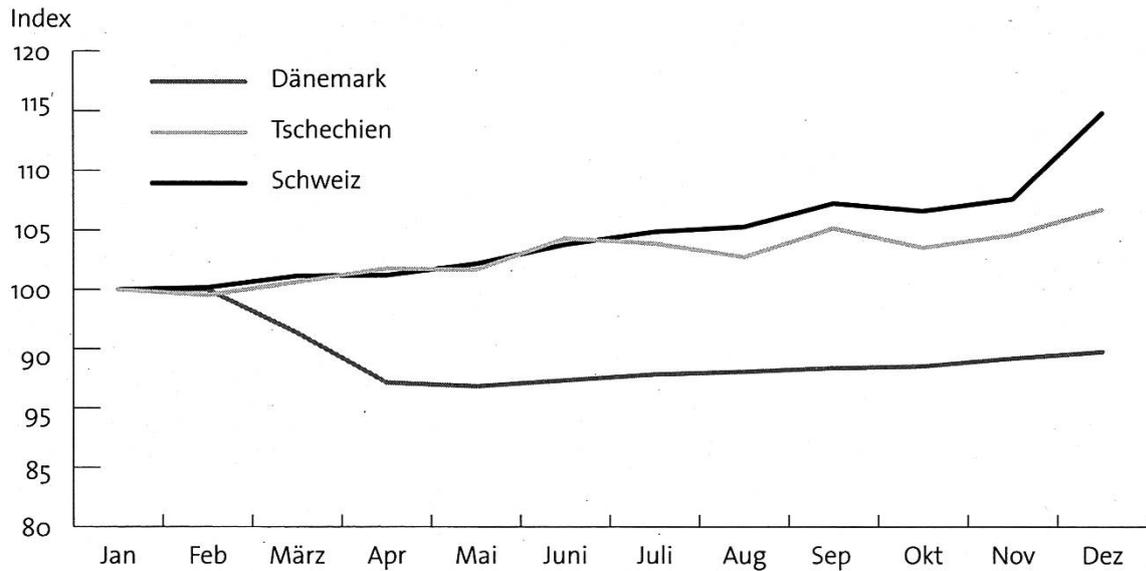
Abbildung 1: Geldmarkt- bzw. Einlagenzinssätze



Dänemark, welches die Krone an den Euro angebunden hat, reagierte im Gegensatz zur SNB früh auf die Zinssenkungen in der Eurozone. Die dänische Zentralbank drückte die Zinsen im Frühherbst ins Minus. Auch die tschechische Zentralbank, die einen Mindestkurs gegenüber dem Euro verteidigt, senkte die Zinsen stark.⁴ Dies hatte zur Folge, dass diese beiden Zentralbanken im Gegensatz zur SNB Ende 2014 und Anfang 2015 keine signifikanten Euro-Käufe tätigen mussten (Abbildung 2). Erst der Ausstieg der SNB aus dem Mindestkurs führte zu spekulativen Angriffen auf die dänische Krone. Diese konnten von der dänischen Zentralbank über Devisenmarktinterventionen erfolgreich abgewehrt werden.

Solange es keine fundamentalen Unsicherheiten in der Referenzfremdwährung – also beim Mindestkurs der SNB im Euro – gibt, kann eine Zentralbank einen Mindestkurs relativ problemlos durchsetzen. Vorausgesetzt, die Währung ist überbewertet. Denn die Zentralbank hat das Währungsmonopol und kann beliebig viele Einheiten ihrer Währung (z. B. Franken) auf den Markt werfen. Deshalb wird kein vernünftiger Anleger oder Spekulant versuchen, auf sie zu wetten. Die Verlustrisiken sind bei einer überbewerteten Währung zu gross. Die Durchsetzung der Franken-Untergrenze von Mitte 2012 bis Ende 2014 erforderte denn auch keine SNB-Interventionen – wobei die höheren Zinsen im Euroraum dem Mindestkurs halfen. Die vorherigen Interventionen von September 2011 bis gegen Mitte 2012 waren eine Ausnahme. Sie waren notwendig geworden, weil die

Abbildung 2: Fremdwährungsbestände ausgewählter Zentralbanken (Januar 2014 = 100)



Quellen: SNB, dänische und tschechische Zentralbank

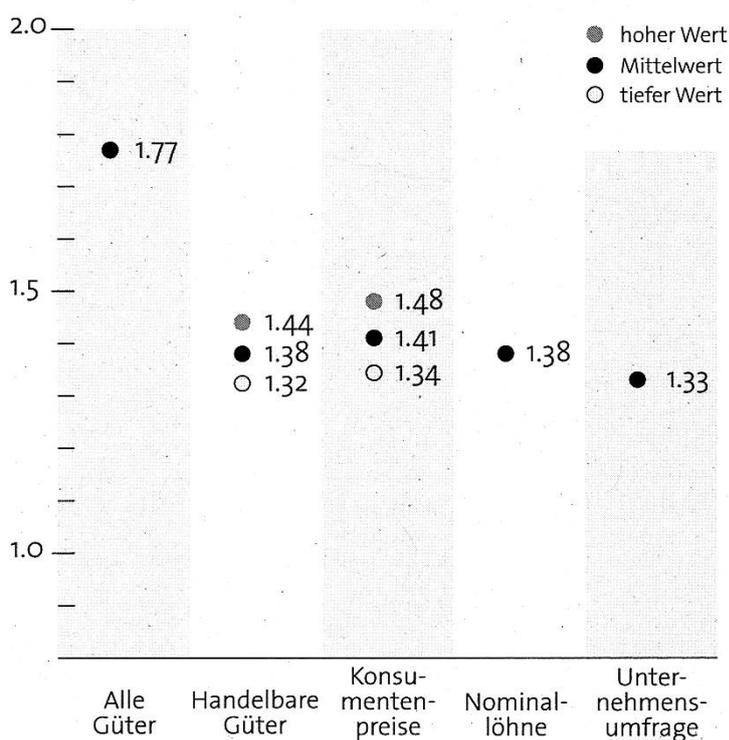
sehr starke Unsicherheit über den Fortbestand des Euro Fluchtbewegungen in den Franken auslösten. Zahlreiche Anleger nahmen Verlustrisiken auf den Frankenguthaben in Kauf, weil sie noch grössere Verluste im Euro fürchteten.

Unnötige Wechselkursdebatten und falsche Rezepte der «Schweizer Troika»

Obwohl die Folgen, welche die Aufgabe des Mindestkurses auslöst, in der Realwirtschaft bereits deutlich sichtbar sind, gibt es immer wieder Diskussionen darüber, ob der Franken wirklich überbewertet sei. Um das feststellen zu können, braucht es kein Ökonomiestudium. Es reicht, die Preise in der Schweiz mit denjenigen im Ausland zu vergleichen. Bereits der rege Einkaufstourismus ins angrenzende Ausland ist der beste Beleg dafür, dass der Franken viel zu hoch bewertet ist. Schätzungen mit verschiedenen statistischen Methoden zeigen, dass der Franken-Euro-Kurs bei Werten zwischen 1.30 und 1.40 Franken ungefähr im Gleichgewicht wäre (Abbildung 3).

Einzelne Schweizer Journalisten negieren dennoch die Überbewertungsprobleme und behaupten, die Schweiz habe einen Leistungsbilanzüberschuss trotz Überbewertung. Die Geldzuflüsse aus dem Ausland in die Schweiz seien grösser als die Abflüsse, was somit auf eine Unterbewer-

Abbildung 3: Gleichgewichtiger oder «fairer» Franken-Euro-Kurs



Schätzungen auf der Basis folgender Datenquellen:

- Alle Güter: Gemäss internationalem Preisvergleich des Bundesamts für Statistik (BFS)
- Handelbare Güter: a) Investitionsgüter sowie b) handelbare Konsumgüter gemäss internationalem Preisvergleich des BFS
- Konsumentenpreise: a) Abweichungen vom langfristigen Mittelwert des realen Aussenwertes gemäss SNB sowie b) Preise für Konsumgüter gemäss internationalem Preisvergleich des BFS
- Nominallöhne: Abweichung der Lohnstückkosten gegenüber den Nachbarländern Deutschland, Frankreich, Italien, Österreich vom langfristigen Mittelwert
- Unternehmensumfrage: Lineare Regression der Differenz der Geschäftslagebeurteilung Schweiz-Deutschland auf dem Franken-Euro-Kurs

tung hinweise. Doch ein genauerer Blick auf die Zahlen zeigt, dass der Überschuss nichts mit dem Wechselkurs zu tun hat. Ursache ist vielmehr, dass die Schweiz wegen der Steuern, des Finanzplatzes und des historisch begründeten politischen Sonderstatus ein wichtiger Standort für Rohstoffhändler, Vermögensverwalter und multinationale Unternehmen ist. Für sie ist der Franken als Währung relativ unwichtig. Hinzu kommen Probleme der statistischen Erfassung. Die Einnahmen der Schweizer Multis im Ausland werden in der Statistik richtigerweise voll ausgewiesen. Doch die einbehaltenen Gewinne, die den zahlreichen ausländischen Aktionären gehören, werden nicht wieder abgezogen. Selbst der Internationale Währungsfonds (IWF), der über längere Zeit eine kritische Position zum Schweizer Leistungsbilanzüberschuss eingenommen hat, korrigiert inzwischen die Statistiken.⁵ Er rechnet den nicht wechselkursensiblen Rohstoffhandel heraus und kommt zum Schluss, dass sich die leichten Überschüsse der Unterbewertungsjahre 2007/2008 wegen der Überbewertung des Frankens in der nachfolgenden Periode bis 2014 in beachtliche Defizite verwandelt haben. Für 2014 habe die Schweiz ein Leistungsbilanzdefizit von rund vier Prozent des BIP.

Ungeachtet dieser Analysen und Fakten setzen Teile der Politik auf Massnahmen, die der Wirtschaft nur schaden können. Mit dem Schulter-

schluss der drei bürgerlichen Bundesratsparteien Schweizerische Volkspartei (SVP), Freisinnig-demokratische Partei (FDP) und Christlich-demokratische Volkspartei (CVP) vom März 2015 verfügt die Schweiz nun sogar über ihre eigene «Troika». Ihre Rezepte unterscheiden sich nicht wesentlich von denjenigen der Troika aus IWF, EU-Kommission und EZB. Die bürgerlichen Parteien fordern, unterstützt durch Arbeitgeberkreise, längere Ladenöffnungszeiten, Milliarden-Steuergeschenke an Unternehmen und AktionärInnen, Sparpakete bei der öffentlichen Hand, einen Leistungsabbau bei der Altersvorsorge, weniger Kontrollen bei den Unternehmen (z.B. Kontrolle der Sozialversicherungsabgaben) und mehr Gratisarbeit der Arbeitnehmenden; gleichzeitig soll die Arbeitszeiterfassung teilweise abgeschafft werden. Diese Massnahmen würden jedoch die wirtschaftlichen Probleme nur verstärken. Denn sie schwächten die Güternachfrage im Inland, welche bis anhin wenigstens einen Teil der Exportschwäche kompensieren konnte. Die frankenbedingten Probleme der Exportwirtschaft und der übrigen im Aussenwettbewerb stehenden Branchen lösen sie dagegen nicht. Beispielsweise bezahlen Firmen mit Verlusten bereits heute keine Gewinnsteuern. Ein gravierendes Wechselkursproblem kann nur geldpolitisch gelöst werden.

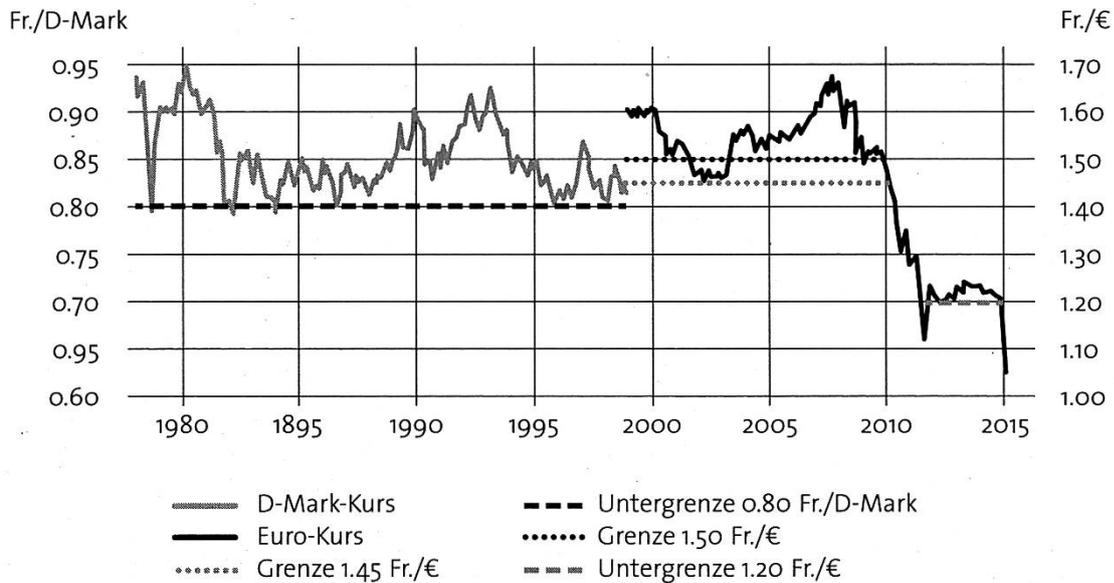
Lehren aus Zeiten intelligenter Wechselkurssteuerung

Die Geschichte der Schweizer Geldpolitik zeigt, dass Wechselkursuntergrenzen die Regel und nicht die Ausnahme sind. Seit dem Zweiten Weltkrieg war der Franken die meiste Zeit in irgendeiner Form – sei es explizit oder implizit – an andere Währungen angebunden. Die Phasen der Anbindung zeichnen sich durch eine relativ ausgeglichene Wechselkursentwicklung aus. Die wenigen Phasen, in denen die SNB den Franken nicht über Kursziele gesteuert hat, sind hingegen Zeiträume mit starken Wechselkursausschlägen. Devisenmärkte brauchen eine sichtbare, ordnende Hand. Denn sie können sich auch über eine längere Zeit von den realwirtschaftlich angemessenen Kursen entfernen.

Nach dem Ende des Bretton-Woods-Wechselkurssystem in den 1970er-Jahren gab es für den Frankenkurs keine Zielvorgaben mehr. In der Folge wertete er sich für einige Jahre stark auf. Um diese unerwünschte Entwicklung wieder unter Kontrolle zu bringen, führte die SNB 1978 eine Untergrenze gegenüber der Deutschen Mark von achtzig Rappen ein. Damit hat sie den Anlegern und Spekulanten ganz klar signalisiert, wo die Grenze ist. Diese hat sie bis zur Einführung des Euro im Jahr 1999 nie ausser Kraft gesetzt. Die Grenze war im Devisenmarkt fest etabliert. Unterschreitungen gab es kaum, wie Abbildung 4 zeigt.

Nach der Einführung des Euro hat die SNB Grenzen von 1.50 bzw.

Abbildung 4: Entwicklung der Wechselkurse und der Politik der Kursuntergrenzen 1978–2015



1.45 Franken pro Euro im Markt etabliert, indem sie die Zinsen gesenkt hat, sobald absehbar wurde, dass sie unterschritten würden.⁶ Von dieser erfolgreichen Steuerung über explizite oder implizite Untergrenzen hat sie sich jedoch ab Ende 2009 abgewandt. Damit hat sie zur nachfolgenden starken Frankenaufwertung beigetragen. Am 12. Dezember 2009 gab sie bekannt, dass sie nur noch eine «übermässige» Aufwertung des Frankens bekämpfen würde, nachdem zuvor klar kommuniziert worden war, dass sie jegliche Aufwertung bekämpft. Sie signalisierte, dass sie die «expansive» Geldpolitik «nicht endlos» weiterführen würde. Am 18. März 2010 liess sie verlauten, die Wirtschaft müsse sich darauf einstellen, dass die Wechselkurse «zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft [...] wieder von den Marktkräften bestimmt» würden.⁷ Kurz nach diesen Verlautbarungen wurden jeweils gut etablierte Grenzen von 1.50 bzw. 1.45 Franken pro Euro durchstossen. Die Spekulanten wurden geradezu eingeladen, zu testen, was die Nationalbank mit ihren Aussagen wirklich meint. Die darauf folgenden Interventionen in den Devisenmarkt hatten nur beschränkte Wirkung, da das anvisierte Wechselkursziel unklar war. Erst mit der Einführung der neuen Untergrenze von 1.20 Franken kehrte wieder Ruhe ein. Die Devisenspekulation wurde uninteressant, der Franken blieb stabil. Nachdem nun diese Grenze wieder abgeschafft worden ist, ist eine unkontrollierte Entwicklung eingetreten.

Die Schweiz braucht ein Wechselkursziel oder eine Kursuntergrenze

Nahezu alle kleinen, offenen Volkswirtschaften schützen ihre Realwirtschaft vor grossen Wechselkursschwankungen.⁸ In Europa hat ein grosser Teil von ihnen den Euro eingeführt (Belgien, Niederlande usw.). Andere haben ihre Währung an eine (z. B. Dänemark) oder mehrere (z. B. Singapur) grosse Währungen gekoppelt. International haben neben der Schweiz fast nur Norwegen und Schweden eine offiziell frei handelbare Währung. Doch im internationalen Devisenhandel sind diese Währungen relativ unbedeutend. Im Gegensatz zum Franken sind sie keine klassischen Anlage- oder Fluchtwährungen. Der Marktanteil der norwegischen Krone liegt bei 1,4 Prozent, jener der schwedischen Krone bei 1,8 Prozent, jener des Schweizer Frankens dagegen bei 5,2 Prozent.⁹ Zudem ist der Anteil des Exports am BIP in Norwegen und Schweden mit rund 40 Prozent deutlich geringer als in der Schweiz, wo er ca. 70 Prozent beträgt.

Das Problem der Franken-Überbewertung kann nur geldpolitisch gelöst werden. Um die Schweiz vor weiteren grossen realwirtschaftlichen Schäden zu schützen, muss sich die SNB auf die lange Tradition der intelligenten Wechselkurssteuerung besinnen. Devisenkurse können sich ohne solche Steuerung auch über längere Zeiträume von ihren realwirtschaftlich angemessenen Bewertungen entfernen. In kleinen, offenen Volkswirtschaften beinhaltet der Auftrag der Zentralbanken, für stabile Preise und eine tiefe Arbeitslosigkeit zu sorgen, deshalb zwangsläufig auch, dass sie starke Wechselkursausschläge verhindern müssen. Am wirksamsten sind explizite oder zumindest klar erkennbare Wechselkursziele oder Kursuntergrenzen. Devisenmarktinterventionen ohne klar erkennbares Ziel sind nur beschränkt wirksam. Denn die Nationalbank hat das Franken-Monopol. Wenn sie ihre Kursvorstellung offenlegt, werden sich die Marktteilnehmer daran orientieren. Auch ohne dass Interventionen erfolgen müssen.

Anmerkungen

- 1 www.kof.ethz.ch/de/medien/mitteilungen/k/winterprognose/1204/2015/01/update_prognose (Abfrage 10.7.2015).
- 2 Fauceglia, Dario u. a., 2015: Backward Participation in Global Value Chains and Exchange Rate Driven Adjustments of Swiss Exports. SECO-Strukturberichterstattung Nr. 53/2. www.seco.admin.ch/dokumentation/publikation/00004/05560/index.html?lang=de (Abfrage 10.7.2015).
- 3 Vgl. die Berichte des SECO zum Vollzug der Flankierenden Massnahmen: www.seco.admin.ch/dokumentation/publikation/00008/00022/04563/?lang=de (Abfrage 10.7.2015).
- 4 Bei der tschechischen Krone ist die Zinssituation nicht ganz klar. Der CZEONIA lag bei 0,05 Prozent. Dieser Zins ist nicht vollständig mit den Euro-, DK-Kronen- oder Frankenzinsen vergleichbar, da er noch einen Risikoaufschlag enthält.

- 5 www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15132.pdf (Abfrage 10.7.2015).
- 6 Dazu unter anderem die Studie von Bernegger, Michael, 2011: Starker Franken. Was kann und was sollte getan werden? www.sgb.ch/uploads/media/Michael_Bernegger_Starker_Franken_Loesungen.pdf (Abfrage 10.7.2015).
- 7 Rede von Jean-Pierre Danthine, Mitglied des SNB-Direktoriums, Zürich, 18. März 2010. www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20100318_jpd/source/ref_20100318_jpd.de.pdf (Abfrage 10.7.2015).
- 8 www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm (Abfrage 10.7.2015).
- 9 www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf (Abfrage 10.7.2015).



EUROPA-MAGAZIN

EU-kritisch, ökologisch, sozial

Luternauweg 8, 3006 Bern

fax: 031 731 29 13

forum@europa-magazin.ch

<http://www.europa-magazin.ch>