

Секція С1 Економіка та міжнародні економічні відносини	
УДК 339.738:336.74(494)	
Дата першого надходження статті до видання	2026-02-02
Дата прийняття статті до друку після рецензування	2026-02-16
Дата публікації/оприлюднення	2026-02-28

Швейцарський франк як глобальний безпечний актив: політекономічні засади захисної інтернаціоналізації валюти

Буз Андрій Олександрович

аспірант, асистент кафедри міжнародних фінансів

Навчально-науковий інститут міжнародних відносин,

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, м. Київ, Україна

e-mail: andrii_buz@knu.ua

<https://orcid.org/0000-0003-0074-0693>

Анотація. Метою статті є розроблення цілісного політекономічного пояснення глобальної ролі швейцарського франка як безпечного та високоліквідного міжнародного активу, зумовленої поєднанням зовнішнього попиту на безпечний актив, інституційної довіри до Швейцарії та захисного монетарного врядування з боку Національного банку Швейцарії. Дослідження виконано в межах теоретично спрямованої якісної дослідницької моделі, що поєднує структурований аналіз документів, історико-інституційне простеження процесів, аналітичне відображення міжнародних валютних функцій і порівняльний синтез сучасної фахової літератури. Емпіричну основу становлять офіційні документи Банку міжнародних розрахунків, Міжнародного валютного фонду, Національного банку Швейцарії та Ради керівників Федеральної резервної системи Сполучених Штатів Америки, а також рецензовані праці, опубліковані упродовж 2010-2025 років і присвячені валютам-притулкам, валютній ієрархії, валютним інтервенціям, ефектам курсового перенесення та кредитуванню в іноземній валюті. Установлено, що міжнародна роль франка має функціонально асиметричний характер: його провідною глобальною функцією є не розрахункова функція, а саме функція збереження вартості та кризового притулку; допоміжними залишаються резервна й фінансуюча ролі, тоді як роль валюти платежу та одиниці рахунку є обмеженою. Показано, що така конфігурація відтворює стійкий причинно-послідовний цикл: глобальний ризиковий шок спричиняє приплив капіталу до швейцарського франка, далі виникають ревальваційний тиск, імпортована дезінфляція та загроза втрати цінової конкурентоспроможності, після чого Національний банк Швейцарії застосовує оборонні інструменти — валютні інтервенції, курсові обмеження, від'ємні або наднизькі процентні ставки, балансує між ціновою стабільністю та побічними фінансовими ефектами. Доведено, що міжнародна значущість франка не є тотожною його формальній інституційній легітиматії: відсутність швейцарського франка у кошику спеціальних прав запозичення пояснюється правилами відбору Міжнародного валютного фонду, але не заперечує його високої ринкової ліквідності, надійності та здатності виконувати грошові функції. Наукова новизна полягає у розробленні інтегрованої типології, яка поєднує функціональний профіль франка, механізм інтернаціоналізації валюти-притулку та матрицю внутрішніх і транскордонних розподільчих наслідків. Практичне значення результатів полягає в тому, що вони можуть бути використані центральними банками, органами фінансового нагляду та урядовими структурами для розроблення політики реагування на потоки в

«тверді» валюти, для оцінювання ризиків кредитування в іноземній валюті та для вироблення комунікаційної стратегії в умовах затяжного ревальваційного тиску.

Ключові слова: валютна інтернаціоналізація, валюта-притулок, безпечні активи, монетарна ієрархія, міжнародна політична економія, від'ємні процентні ставки, ефекти переливу, монетарний суверенітет.

Swiss Franc as a Global Safe Asset: Political Economy Foundations of Defensive Currency Internationalisation

Andrii Buz

PhD Candidate, Assistant at the Department of International Finance

Educational and Scientific Institute of International Relations,

Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine

e-mail: andrii_buz@knu.ua

<https://orcid.org/0000-0003-0074-0693>

Abstract. The purpose of this article is to develop an integrated political-economy explanation of the global role of the Swiss franc as a safe and highly liquid international asset, shaped by the interaction of external demand for safe assets, institutional trust in Switzerland, and defensive monetary governance by the Swiss National Bank. The study is conducted within a theoretically oriented qualitative research framework combining structured document analysis, historical-institutional process tracing, analytical mapping of international currency functions, and a comparative synthesis of contemporary specialist literature. Its empirical foundation consists of official documents issued by the Bank for International Settlements, the International Monetary Fund, the Swiss National Bank, and the Board of Governors of the Federal Reserve System of the United States, together with peer-reviewed studies published between 2010 and 2025 on safe-haven currencies, currency hierarchy, foreign-exchange intervention, exchange-rate pass-through effects, and foreign-currency lending. It is established that the international role of the franc is functionally asymmetrical: its principal global function is not that of a transaction currency, but rather that of a store of value and a crisis refuge; reserve and funding roles remain auxiliary, whereas its role as a means of payment and unit of account is limited. It is demonstrated that this configuration reproduces a stable causal sequence: a global risk shock triggers capital inflows into the Swiss franc, which in turn generate appreciation pressure, imported disinflation, and the threat of eroding price competitiveness, after which the Swiss National Bank deploys defensive instruments—foreign-exchange intervention, exchange-rate constraints, and negative or exceptionally low interest rates—while balancing price stability against adverse financial side effects. It is further demonstrated that the international significance of the franc is not identical to its formal institutional legitimation: the absence of the Swiss franc from the Special Drawing Rights basket is explained by the International Monetary Fund's selection rules, but does not negate its high market liquidity, reliability, or capacity to perform monetary functions. The scientific novelty of the study lies in the development of an integrated typology combining the functional profile of the franc, the mechanism of safe-haven currency internationalisation, and a matrix of domestic and cross-border distributional consequences. The practical significance of the findings resides in their potential use by central banks, financial supervisory authorities, and governmental bodies for designing policy responses to flows into hard currencies, assessing the risks of foreign-currency lending, and formulating communication strategies under conditions of prolonged appreciation pressure.

Keywords: currency internationalisation, safe-haven currency, safe assets, monetary hierarchy, international political economy, negative interest rates, spillover effects, monetary sovereignty.

Schweizer Franken als globales Sicherheitsaktivum: Politökonomische Grundlagen defensiver Währungsinternationalisierung

Andrii Buz

Doktorand, Assistent am Lehrstuhl für Internationale Finanzen
Bildungs- und Wissenschaftsinstitut für Internationale Beziehungen,
Nationale Taras-Schewtschenko-Universität Kyjiw, Kyjiw, Ukraine

e-mail: andrii_buz@knu.ua

<https://orcid.org/0000-0003-0074-0693>

Zusammenfassung. Ziel des vorliegenden Beitrags ist die Entwicklung einer integrierten politökonomischen Erklärung der globalen Rolle des Schweizer Frankens als eines sicheren und hochliquiden internationalen Vermögenswerts, die durch das Zusammenwirken externer Nachfrage nach sicheren Anlagen, institutionellen Vertrauens in die Schweiz sowie defensiver monetärer Steuerung durch die Schweizerische Nationalbank geprägt wird. Die Untersuchung ist in einem theoriegeleiteten qualitativen Forschungsrahmen angelegt, der strukturierte Dokumentenanalyse, historisch-institutionelle Prozessrekonstruktion, analytische Kartierung internationaler Währungsfunktionen sowie eine vergleichende Synthese der einschlägigen neueren Fachliteratur miteinander verbindet. Ihre empirische Grundlage bilden amtliche Dokumente der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, des Internationalen Währungsfonds, der Schweizerischen Nationalbank sowie des Board of Governors of the Federal Reserve System der Vereinigten Staaten von Amerika, ergänzt um begutachtete Studien aus den Jahren 2010 bis 2025 zu Safe-Haven-Währungen, Währungshierarchien, Devisenmarktinterventionen, Wechselkursübertragungseffekten und Fremdwährungskrediten. Es wird gezeigt, dass die internationale Rolle des Frankens funktional asymmetrisch ist: Seine zentrale globale Funktion besteht nicht in derjenigen einer Transaktionswährung, sondern in seiner Funktion als Wertaufbewahrungsmittel und Krisenrefugium; Reserve- und Finanzierungsfunktionen bleiben demgegenüber nachgeordnet, während seine Rolle als Zahlungsmittel und Recheneinheit begrenzt ist. Ferner wird dargelegt, dass diese Konfiguration eine stabile kausale Sequenz reproduziert: Ein globaler Risikoschock löst Kapitalzuflüsse in den Schweizer Franken aus, worauf Aufwertungsdruck, importierte Disinflation und die Gefahr eines Verlusts an preislicher Wettbewerbsfähigkeit folgen; in Reaktion darauf setzt die Schweizerische Nationalbank defensive Instrumente ein — Devisenmarktinterventionen, Wechselkursbegrenzungen sowie negative oder außergewöhnlich niedrige Zinssätze — und balanciert dabei zwischen Preisstabilität und nachteiligen finanziellen Nebenwirkungen. Darüber hinaus wird nachgewiesen, dass die internationale Bedeutung des Frankens nicht mit seiner formalen institutionellen Legitimation gleichzusetzen ist: Das Fehlen des Schweizer Frankens im Korb der Sonderziehungsrechte erklärt sich aus den Auswahlregeln des Internationalen Währungsfonds, stellt jedoch weder seine hohe Marktliquidität noch seine Verlässlichkeit oder seine Fähigkeit, monetäre Funktionen zu erfüllen, in Frage. Die wissenschaftliche Neuheit der Studie liegt in der Entwicklung einer integrierten Typologie, die das funktionale Profil des Frankens, den Mechanismus der Internationalisierung einer Safe-Haven-Währung sowie eine Matrix

binnenwirtschaftlicher und grenzüberschreitender Verteilungsfolgen zusammenführt. Die praktische Relevanz der Ergebnisse besteht darin, dass sie von Zentralbanken, Finanzaufsichtsbehörden und staatlichen Institutionen zur Konzeption von Reaktionsstrategien auf Zuflüsse in Hartwährungen, zur Bewertung der Risiken von Fremdwährungskrediten sowie zur Entwicklung kommunikativer Strategien unter Bedingungen anhaltenden Aufwertungsdrucks genutzt werden können.

Schlüsselwörter: Währungsinternationalisierung, Safe-Haven-Währung, sichere Vermögenswerte, monetäre Hierarchie, Internationale Politische Ökonomie, negative Zinssätze, Spillover-Effekte, monetäre Souveränität.

Einleitung

Relevanz des Problems. Der Schweizer Franken stellt im gegenwärtigen Weltwährungssystem ein ausgeprägtes Größenparadox dar. Im April 2025 entfielen 6,4 % des globalen Devisenumsatzes auf den CHF; damit war der Franken die sechstmeistgehandelte Währung weltweit, und das Währungspaar USD/CHF erhöhte seinen Anteil am globalen Umsatz auf 4,9 % [1]. Zugleich bleibt der Franken außerhalb des SZR-Korbs des Internationalen Währungsfonds, dessen Aufnahmebedingungen an Exportgewicht und den Status einer „frei verwendbaren“ Währung gebunden sind [2]. Parallel diagnostizierte der IWF im Juli 2025 für die Schweiz anhaltenden Safe-Haven-Druck, wiederkehrende Aufwertungsrisiken und deflationäre Spannungen [3]. Die SNB senkte ihren Leitzins am 19. Juni 2025 auf 0 % und hielt ihn auch Anfang März 2026 bei 0,00 %, während sie ihre Interventionsbereitschaft ausdrücklich bekräftigte [4; 5].

Gerade diese Konstellation macht den Franken zu einem analytisch fruchtbaren Sonderfall. Er ist weder hegemoniale Leitwährung noch randständige Kleinstwährung, sondern ein hochrangiger „Mikropol“ monetärer Sicherheit [6]. Seine internationale Attraktivität entsteht in Krisenphasen überproportional, obwohl das Emissionsvolumen des schweizerischen Währungsraums begrenzt bleibt. Daraus resultiert ein wiederkehrender Zielkonflikt kleiner offener Volkswirtschaften: Dieselben Eigenschaften, welche die globale Nachfrage nach CHF-Positionen hervorbringen, erzeugen im Inland Aufwertungs-, Deflations- und Wettbewerbsdruck. Die internationale Rolle des Frankens ist deshalb nicht bloß als Marktergebnis, sondern als politökonomisches Verhältnis von externer Anziehung und interner Abwehr zu begreifen.

Analyse der jüngsten Forschungen und Publikationen. Die klassische Safe-Haven-Literatur bestimmt den Franken als Währung, die in Hochstressphasen gegenüber Risikoaktiva und typischen Carry-Konstellationen aufwertet. Rinaldo und Söderlind [7] zeigen für hochfrequente Daten, dass der CHF gemeinsam mit dem Yen auf fallende US-Aktienkurse, steigende US-Anleihepreise und höhere FX-Volatilität mit Aufwertung reagiert. Habib und Stracca [8] führen die Safe-Haven-Eigenschaft stärker auf fundamentale Determinanten wie Nettoauslandsvermögen, externe Solidität und Marktgröße zurück. Hossfeld und MacDonald [9] unterscheiden explizit zwischen „wahrer“ Safe-Haven-Qualität und bloßer Carry-Entwindung und identifizieren den Franken auch unter Kontrolle von Carry-Reversals als Safe Haven. Grisse und Nitschka [10] präzisieren schließlich, dass die Safe-Haven-Eigenschaft des CHF bilateral asymmetrisch ist und gegenüber Dollar und Yen schwächer ausfällt als gegenüber anderen Währungen.

Die jüngere Forschung verschiebt den Fokus von der generellen Haven-Eigenschaft auf deren Regimeabhängigkeit, Marktträger und reale Transmission. Sato, Nakata und Percy [11]

zeigen, dass der Franken erst seit der globalen Finanzkrise besonders deutlich als Safe Haven hervortritt und dass wirtschaftspolitische sowie soziopolitische Ereignisse seinen Status beeinflussen. Gentner [12] weist auf Basis granularer CLS-Daten nach, dass Hedgefonds-Flüsse im CHF-Markt einen ökonomisch relevanten positiven Einfluss auf Frankenrenditen haben und dieser Einfluss außerhalb des Mindestkursregimes besonders ausgeprägt ist. Auer, Burstein und Lein [13] belegen für den Frankenschock von 2015, dass Wechselkursänderungen über Grenzpreise in Importpreise, Einzelhandelspreise und Ausgabenallokationen durchschlagen. Oktay [14] zeigt eine ausgeprägte Heterogenität des Pass-through in Verbraucherpreisen. Freitag und Lein [15] weisen nach, dass sich Qualitätsanpassungen und Preisweitergabe wechselseitig überlagern. Brunhart und Geiger [16] dokumentieren eine hohe aggregierte Resilienz der Schweizer Güterexporte bei gleichzeitig deutlicher sektoraler Heterogenität.

Ein weiterer Forschungsstrang analysiert die geldpolitische und institutionelle Steuerung des Frankens. Hertrich [17] modelliert Interventionsgrößen unter einem Mindestkursregime. Rathke und Straumann [18] rekonstruieren die Nach-Bretton-Woods-Geldpolitik der SNB und zeigen eine hohe Synchronisation mit Frankfurt. Bacchetta, Benhima und Renne [19] verorten die ungewöhnlich niedrigen und stabilen Schweizer Realzinsen im Kontext finanzieller Globalisierung. Für die grenzüberschreitende Dimension zeigen Fischer und Yeşin [20], dass Konversionsprogramme für CHF-Kredite in Zentral- und Osteuropa zwar CHF-bezogene Mismatches reduzierten, zugleich aber andere Fremdwährungsrisiken verschieben konnten. Murau und van 't Klooster [6] liefern schließlich mit dem Konzept effektiver monetärer Souveränität einen theoretischen Rahmen, um monetäre Handlungsfähigkeit jenseits eines rein westfälischen Währungsverständnisses zu fassen.

Die bisherige Literatur erklärt damit wichtige Teilaspekte, bleibt aber überwiegend segmentiert. Entweder steht der Franken als Marktphänomen der Risikoabsicherung im Vordergrund, oder als geldpolitisches Problem, oder als Fall sektoraler und transnationaler Transmission. Unterbestimmt bleibt, wie sich glaubwürdigkeitsbasierte Moneyness, defensive monetäre Staatlichkeit, institutionell-infrastrukturelle Einbettung, formale Nicht-Anerkennung im SZR-Korb und verteilungswirksame globale Inzidenz in einem einzigen kohärenten Rahmen verbinden lassen.

Bestimmung des ungelösten Teils des Problems. Ungeklärt bleibt somit, wie die globale Rolle des Schweizer Frankens als safe-haven-getriebene, funktional selektive und zugleich defensiv gesteuerte Form der Währungsinternationalisierung systematisch bestimmt werden kann, wenn historische Tiefenstrukturen, institutionelle Infrastruktur, Regimewechsel zwischen Safe-Haven- und Funding-Logik sowie inländische und transnationale Verteilungsfolgen gemeinsam berücksichtigt werden.

Ziel des Artikels. Der Beitrag entwickelt einen politökonomischen Erklärungsrahmen der globalen „Moneyness“ des Schweizer Frankens als Resultat glaubwürdigkeitsbasierter externer Nachfrage und defensiver monetärer Staatlichkeit und leitet daraus eine konsistente Typologie seiner historischen Genese, institutionellen Ordnung, internationalen Funktionen, Transmissionsmechanismen und Verteilungseffekte ab.

Wissenschaftliche Neuheit. Der Erkenntnisfortschritt liegt erstens darin, dass der Schweizer Franken erstmals als Fall defensiver Internationalisierung in einer hierarchischen Währungsordnung begrifflich geschlossen konzipiert wird. Zweitens werden mit einer Periodisierung der *longue durée*, einer institutionsbezogenen „Franken-Ordnung“, einer

Mechanismenkarte sowie einer Verteilungs- und Konfliktmatrix vier miteinander verschränkte originäre Analyseinstrumente entwickelt.

Praktische Bedeutung. Die Ergebnisse sind insbesondere für Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Finanzministerien und Regulierungsinstanzen in Ländern mit Fremdwährungsexponierung von praktischer Relevanz. Der Beitrag stellt ein anwendbares Raster zur Beurteilung von Safe-Haven-Zuflüssen, zur Ausgestaltung von Interventions- und Kommunikationsstrategien sowie zur präventiven Begrenzung von Währungsinkongruenzen in Kredit- und Bankbilanzen bereit.

Methodologie

Forschungsmethoden. Die Untersuchung verbindet allgemeine und spezielle wissenschaftliche Methoden. Zu den allgemeinen logiko-methodologischen Verfahren zählen Analyse und Synthese, indem historische, institutionelle und finanzmarktbezogene Informationen zunächst zerlegt und anschließend zu einem konsistenten politökonomischen Gesamtbild verdichtet wurden. Induktion und Deduktion ermöglichten es, aus wiederkehrenden Episoden wie 2008/09, 2011–2015 und 2025 generalisierende Aussagen mittlerer Reichweite abzuleiten und diese an funktionaler Typologie, Mechanismenkarte und Verteilungsmatrix zu prüfen. Abstraktion und Konkretisierung vermittelten zwischen Strukturbegriffen wie Währungshierarchie, Moneyness und defensiver Staatlichkeit und konkreten Politikepisoden. Vergleich und Klassifikation dienten der Ordnung der internationalen Frankenfunktionen nach Wertaufbewahrung, Reserveergänzung, Finanzierung sowie Zahlungs- und Rechnungseinheit. Modellierung wurde als analytische Konstruktion von Typologien und Sequenzmodellen eingesetzt, während Beobachtung in dokumentengestützter Form als systematische Auswertung von Berichten, Zeitreihen und Politikdokumenten erfolgte.

Als spezielle Methoden kamen strukturierte Dokumentenanalyse, historischer Methodeinsatz, qualitatives Process Tracing, analytisches Mapping, funktionsbezogene Typologisierung und fallorientierte Vergleichsanalyse zur Anwendung. Die Dokumentenanalyse codierte amtliche und wissenschaftliche Quellen entlang der Achsen historische Periode, internationale Funktion des CHF, institutionelles Ordnungselement, Transmissionsmechanismus und Verteilungseffekt. Die historische Methode rekonstruierte die *longue durée* von der reputativen Neutralität des 19. Jahrhunderts über die Nach-Bretton-Woods-Flexibilisierung bis zur heutigen Safe-Haven-Mikropol-Stellung. Process Tracing erschloss die Sequenz *globaler Risikoanstieg* → *Bilanzanpassung* → *Frankenaufwertung* → *Deflationsdruck* → *SNB-Gegensteuerung* → *Spillover*. Das analytische Mapping erzeugte die originären Ergebniseinheiten der Studie, während die fallorientierte Vergleichsanalyse Safe-Haven-Regime, Funding-/Carry-Regime sowie binnen- und außenwirtschaftliche Inzidenzen kontrastierte. Insgesamt verband die Studie Indikatorenextraktion aus Primärquellen mit theoretischer Typenbildung und Mechanismenrekonstruktion.

Datenquellen. Die Datenbasis besteht aus einem kuratierten Korpus institutioneller Primärquellen und peer-reviewter Forschung. Zu den Primärquellen zählen die BIS-Triennial Survey 2025 zum Devisenumsatz, die IWF-Unterlagen zur SDR-Methodik und zum COFER-Datensatz, die Schweiz-Konsultation 2025 des IWF, die geldpolitischen Beschlüsse und Zinsangaben der SNB, der SNB-Jahresbericht 2024, die Dokumentation zum Schweizer Repo-Markt und zum SIC-Zahlungssystem, die SNB-Chronik monetärer Ereignisse sowie die Darstellung der ständigen Liquiditätsswaplinien durch das Federal Reserve System. Das

wissenschaftliche Korpus umfasst vierzehn einschlägige Beiträge aus den Jahren 2010 bis 2025 zu Safe-Haven-Währungen, Interventionsregimen, realen Zinsen, Pass-through, Produktpassung, sektoralen Exporteffekten, Fremdwährungskrediten, Marktstruktur und monetärer Souveränität. Die Auswahl erfolgte nach vier Kriterien: thematische Passung, institutionelle bzw. wissenschaftliche Autorität, bibliographische Nachweisbarkeit und Aktualität; der Schwerpunkt liegt bewusst auf den Jahren 2021–2025, ohne die kanonischen Grundlagenarbeiten auszublenden.

Analyseinstrumente. Die Auswertung erfolgte in einer mehrstufigen Evidenzmatrix, in der jede Quelle nach Zeitraum, Aussageebene, Schlüsselbegriffen, Währungsfunktion, institutionellem Marker und Verteilungseffekt codiert wurde. Auf dieser Grundlage wurden die Tabellen des Ergebnisteils konstruiert. Eine spezialisierte Statistiksoftware kam nicht zum Einsatz, da keine originäre ökonomische Schätzung vorgenommen wurde; stattdessen erfolgten Evidenzverdichtung, Sequenzrekonstruktion und Typenbildung in einer strukturierten tabellarischen Arbeitsmatrix. Diese Vorgehensweise ist dem Gegenstand angemessen, weil der Erkenntnisgewinn nicht in der Schätzung eines einzelnen Kausalparameters, sondern in der systematischen Verbindung historischer, institutioneller und finanzmarktbezogener Evidenz liegt.

Forschungsgrenzen. Die Ergebnisse beanspruchen keine kausale Identifikation im strengen ökonomischen Sinn, sondern eine theoriegeleitete Erklärung mittlerer Reichweite. Die Übertragbarkeit bleibt auf Währungsräume beschränkt, die zugleich klein, hoch offen, institutionell glaubwürdig und finanziell tief integriert sind. Zudem werden inländische und transnationale Verteilungsfolgen typologisch verdichtet, nicht mit Mikrodaten quantifiziert. Schließlich bildet der COFER-Datensatz zwar die offizielle Reserveverwendung des Frankens ab, erlaubt aber ohne weitere länderspezifische Offenlegung keine detailgenaue Zuordnung auf einzelne Reservehalter.

Ergebnisse

Die Auswertung der Evidenzmatrix erzeugt fünf originäre Ergebnisprodukte: eine Periodisierung der langen Dauer, eine institutionsbezogene Matrix der „Franken-Ordnung“, eine funktions- und raumbezogene Typologie der internationalen Frankennutzung, eine Mechanismenkarte der Transmission sowie eine Verteilungs- und Konfliktmatrix. Diese Ergebniseinheiten konzentrieren die Untersuchung auf die im Material angelegte Kernthese einer Internationalisierung durch Anziehung und einer Steuerung durch Abwehr.

Die erste Ergebniseinheit rekonstruiert die Genese dieser Konstellation in *longue durée*. Wie Tabelle 1 zeigt, ist der heutige Status des Frankens weder als spontane Marktanomalie noch als bloßes Produkt jüngerer Krisen zu verstehen, sondern als Ergebnis einer kumulativen historischen Verdichtung, in der Reputationsbildung, Finanzmarktöffnung, selektive Integration und geldpolitische Lernprozesse ineinandergreifen. Gerade die Periodisierung macht sichtbar, dass sich die Internationalisierung des Frankens nicht linear, sondern in diskreten Schüben vollzog, wobei jede Phase neue Handlungsspielräume eröffnete, zugleich aber neue Zwangslagen erzeugte.

Tabelle 1. Lange Dauer: Von der reputativen Neutralität zum Safe-Haven-Mikropol

Phase / Abschnitt	Zentrale Entwicklungen	Bedeutung für Frankenrolle
1848–1945: Reputationsbildung und Finanzplatzfundamente	Nach 1847/48 prägten Föderalismus, Neutralität und rechtliche Berechenbarkeit die Schweiz. Lateinische Münzunion (1865), faktische Bindung an den Goldstandard, SNB-Gründung 1907, vorsichtige Geldpolitik sowie das Bankgeheimnis von 1934 verbanden Preisstabilität mit dem Aufstieg des Private Banking und der Rolle als Vermögenshafen	In dieser Phase entstanden der historische „Swiss franc premium“ und das langfristige Reputationskapital des Frankens. Stabilität wurde zugleich makroökonomische Norm und exportierbares Finanzprodukt
1945–1970er: Nachkriegsöffnung und erste Safe-Haven-Abwehr	Nach 1945 wurde die Schweiz bei freiem Kapitalverkehr, aber außerhalb der EWG, zu einem Eurodollar-, Euromarkt- und Eurobond-Hub. Nach dem Kollaps von Bretton Woods 1973 floatete der Franken; die SNB reagierte auf Aufwertungsdruck mit Interventionen, Geldmengensteuerung, Negativzinsen 1972/73 und Restriktionen für „Bonanza“-Kredite bzw. ausländische CHF-Emissionen	Finanzielle Offenheit erhöhte die globale Präsenz des Frankens, machte die Schweiz aber zugleich anfälliger für Kapitalzuflüsse. Die 1970er Jahre lieferten die erste Blaupause für spätere unkonventionelle Safe-Haven-Abwehr
1980er–2006: Selektive Integration und Finanzialisierung	Die Deregulierung der 1980er Jahre, der Basler Kapitalakkord 1988 und der bilaterale Weg zur EU ab 1999 vertieften die Markteinbindung ohne Aufgabe monetärer Souveränität. Zugleich verstärkten search for yield, globale Vermögensverwaltung, die Euro-Einführung 1999 und ein Private-Banking-Anteil von rund 25 % um 2005 die Internationalisierung des Frankens	Der Franken wurde in ruhigen Zeiten zur Funding-Währung für Carry Trades und in Krisen zum sicheren Hafen. Damit wurde Safe-Haven-Nachfrage zu einem strukturellen Merkmal einer offen finanzierten, aber monetär autonomen Ökonomie
2007–2012: Finanzkrise, Eurokrise und Mindestkurs	In der globalen Finanzkrise floss Kapital trotz der UBS-Krise in den CHF; Staat und SNB stabilisierten 2008 das Bankensystem, senkten die Zinsen und intervenierten. In der Eurokrise fiel EUR/CHF von etwa 1,50 Richtung Parität; am 6. September 2011 setzte die SNB den Mindestkurs von 1,20	Diese Phase machte den Franken endgültig zum makroökonomischen Drehpunkt externer Schocks. Die SNB wurde von der Inflationshüterin zur permanenten Devisenmarkt-Autorität, die externe Risiken

Phase / Abschnitt	Zentrale Entwicklungen	Bedeutung für Frankenrolle
	CHF pro Euro und weitete ihre Bilanz von rund 100 Mrd. CHF (2010) auf etwa 500 Mrd. CHF (2014) aus	zur Wahrung der Binnenstabilität verstaatlichte
2013–2022: Swap-Line-Club, Aufhebung des Mindestkurses und Negativzinsregime	Die SNB wurde 2013 in die Swap-Line-Architektur mit großen Zentralbanken eingebunden. Nach Aufhebung des Mindestkurses im Januar 2015 unter dem Druck des QE der EZB sprang der Franken kurzfristig um bis zu 30 %; zugleich senkte die SNB den Leitzins auf –0,75 %, hielt ihn bis Juni 2022 und intervenierte weiter, etwa mit Käufen von rund 100 Mrd. CHF im Pandemieschock 2020; flankiert wurde dies durch makroprudenzielle Instrumente wie den antizyklischen Kapitalpuffer	Die Schweiz erhielt privilegierten Zugang zum inneren Liquiditätszirkel, blieb aber im Modus defensiver Internationalisierung. Das Negativzinsregime bremste die Frankenstärke nur begrenzt, weil viele Anleger den Zinsnachteil als Sicherheitsprämie akzeptierten
Seit 2022: Normalisierung unter Pfadabhängigkeit	Bis 2021 erreichte die SNB-Bilanz über 900 Mrd. CHF, also rund das 1,5-Fache des BIP. 2022/23 begann die SNB vorsichtig Devisen zu verkaufen, hob den Leitzins bis Ende 2023 auf 1,0 % an und verbuchte 2022 einen Verlust von rund 132 Mrd. CHF	Das Normalisierungsdilemma bleibt strukturell. Ein schneller Bilanzabbau würde den Franken weiter stärken, während die Mega-Bilanz hohe Risiken bindet; tragfähig bleibt dies wegen monetärer Souveränität und Mitgliedschaft im Swap-Line-Club

Quelle: Eigene Ausarbeitung auf Basis von [3–5; 18; 21–22]

Aus dieser historischen Rekonstruktion folgt, dass die internationale Rolle des Frankens nicht allein aus historisch akkumuliertem Vertrauen erklärt werden kann. Entscheidend ist vielmehr, dass dieses Vertrauen institutionell verstetigt, technisch operationalisiert und im Krisenfall politisch verteidigt wird. Tabelle 2 verlagert daher den Fokus von der diachronen Entwicklung auf das synchrone Ordnungsgefüge, also auf jene institutionellen, infrastrukturellen und politikinstrumentellen Arrangements, die den Franken global nutzbar machen und seine Steuerung unter Bedingungen externer Volatilität ermöglichen.

Tabelle 2. Die Franken-Ordnung: Das institutionell-infrastrukturelle Gefüge

Abschnitt	Institutionelle Kernelemente	Bedeutung für Frankenrolle
Geldpolitische Verfassung und Glaubwürdigkeitsproduktion	Die SNB stützt sich auf Verfassung, Nationalbankgesetz und das Mandat der Preisstabilität. Faktisch verfolgt sie 0–2 % Inflation und rechtfertigt Mindestkurs,	Die SNB ist der Kern der Franken-Ordnung. Sie erzeugt glaubwürdigkeits-

Abschnitt	Institutionelle Kernelemente	Bedeutung für Frankenrolle
	Negativzinsen und Deviseninterventionen mit Deflationsabwehr; ihre Autorität beruht auf Unabhängigkeit, geringer politischer Einmischung, BIS-Board, G20-Outreach, der Fed-USD-Swap-Linie seit 2013, EZB-Koordination und rund 800 Mrd. CHF Devisenreserven	basierte Moneyness und agiert als defensive Gouverneurin mit rechtlich und geopolitisch gestützter Autorität
Marktinfrastuktur und Liquiditätsökologie	Der CHF beruht auf effizienter, aber begrenzter Infrastruktur. Zürich ist ein FX-Hub mit EBS; USD/CHF und EUR/CHF sind die Leitpaare, SIC von SNB/SIX ist mit TARGET2 interoperabel, und über den SIX Repo-Markt steuert die SNB den SARON. Hinzu kommen Repo- und Collateral-Märkte, FX-Swaps, Offshore-Frankenliquidität und die SIX-Börse mit Titeln wie Nestlé und Roche	Diese Infrastruktur macht den Franken technisch verlässlich und krisenfest. Die Grenzen liegen weniger in der Nutzbarkeit als in Markttiefe, Volumen und der Interventionsbereitschaft der SNB
Sichere Aktiva und Knappheit als Systemmerkmal	Die Eidgenossen sind das zentrale CHF-Safe Asset. Trotz AAA-Rating sind sie wegen geringer Bundesschuld von rund 100 Mrd. CHF, SNB-Beständen und der Schuldenbremse von 2003 strukturell knapp; daraus folgen negative Renditen, ein Scarcity Premium und Repo-Knappheit. Die SNB reagierte mit Collateral-Ausweitung, Repo-Fazilitäten und zeitweise mit SNB Bills, die 2017 eingestellt wurden; Übernachtfrage floss in SNB-Sichtguthaben und Reserven	Die Knappheit erhöht Sicherheit und Exklusivität, begrenzt aber die Skalierbarkeit. Daher kann der Franken qualitativ ganz oben stehen, ohne quantitativ hegemoniale Reservewährung zu werden; ein Teil der Safe-Asset-Bereitstellung verlagerte sich zur SNB
Backstop-Topologie und Hierarchie-reproduktion	Die Franken-Stabilität ist in die globale Lender-of-last-resort-Architektur eingebettet. Zentral ist die permanente, unbegrenzte Fed-Swap-Linie seit Oktober 2013 mit EZB, BoE, BoJ, BoC und SNB; sie sicherte USD-Liquidität etwa 2008/09 und 2020. Hinzu kommen EZB-Kooperation, Arrangements mit Polen 2011, sowie Einbindung über BIZ und IWF; Credit Suisse 2023 zeigte die SNB als inländischen Backstop	Der Franken ist Safe Haven, aber kein autarkes System. Er bleibt in den Liquiditätszirkel westlicher Kernwährungen eingebettet, reproduziert die Dollarhierarchie und ist

Abschnitt	Institutionelle Kernelemente	Bedeutung für Frankenrolle
		kein globaler Lender of last resort currency
Politikinstrumente als konstitutive Bestandteile der Internationalisierung	Die SNB-Instrumente definieren den Franken mit. Der Mindestkurs 2011–2015 schuf ein implizites Wechselkursversprechen, Negativzinsen seit 2015 machten den CHF zur Funding-Währung für Carry Trades, und die dauerhafte Interventionsbereitschaft erzeugte einen SNB Put. Seit 2022 signalisiert die SNB zudem Widerstand gegen einen zu schwachen Franken; dies wurde in SNB-Pressemitteilungen und Lageberichten von 2011, 2014, 2015 und den 2020er Jahren konsistent begründet	SNB-Policy ist Teil des impliziten internationalen Vertrags über den Franken. Marktakteure kalkulieren Mindestkurs, Negativzinsregime, Interventionsbereitschaft und Kommunikationsmuster systematisch ein

Quelle: Eigene Ausarbeitung auf Basis von [4–5; 21; 23–25]

Die institutionelle Architektur erklärt jedoch noch nicht, wofür und wo der Franken international tatsächlich verwendet wird. Denn die internationale Relevanz einer Währung erschöpft sich nicht in ihrer organisatorischen Absicherung, sondern materialisiert sich in differenzierten Gebrauchsweisen, die funktional und räumlich auseinanderzuhalten sind. Tabelle 3 systematisiert diese Differenzierung, indem sie die Frankennutzung nicht über einen aggregierten Statusindikator, sondern über klar voneinander abgrenzbare Verwendungslogiken und geographische Korridore erfasst. Sichtbar wird damit eine hochgradig asymmetrische Internationalisierung, in der funktionale Spezialisierung wichtiger ist als universale Verbreitung.

Tabelle 3. Funktionale Typologie und räumliche Korridore der Frankennutzung

Funktion	Zentrale Nutzungsformen	Bedeutung für Frankenrolle
Wertaufbewahrungs- und Sicherheitsfunktion	Der CHF ist vor allem safe haven und store of value. In Krisen wird er als Bargeld, Bankguthaben, kurzlaufende Staatsanleihe oder Gold in CHF gehalten; in den COFER-Daten liegt sein Reserveanteil nur bei rund 0,2 %, und trotz fehlender SZR-Korb-Mitgliedschaft wird er vom IWF separat ausgewiesen	Dies ist die wichtigste internationale Funktion des Frankens. Seine globale Bedeutung beruht auf Stabilität, Krisenhedge und Diversifikation, nicht auf hegemonialem Reservevolumen
Finanzierungs- und Kreditwährung	Der CHF dient als niedrig verzinste Funding Currency in Carry Trades, Swap-Finanzierungen und „Swissie“-Anleihen. Besonders sichtbar war dies in Mittel-, Ost- und Südosteuropa, wo	Der Franken fungierte hier als Stellvertreter einer glaubwürdigen Hartwährung und als Instrument globaler

Funktion	Zentrale Nutzungsformen	Bedeutung für Frankenrolle
	CHF-Hypotheken und Unternehmenskredite in den 2000er Jahren stark verbreitet waren; nach den Aufwertungen 2008 und 2011/15 folgten Konversionen, Klagen und Re-Nationalisierung	Balance-Sheet-Mechanik. Zugleich zeigte sich, dass CHF-Internationalisierung ohne institutionellen Backstop erhebliche Fragilität exportieren kann
Handels-, Rechnungs- und Zahlungsfunktion	Als Rechnungseinheit und Transaktionswährung bleibt der CHF begrenzt. Im Außenhandel der Schweiz dominieren Euro und US-Dollar; der Franken erscheint vor allem in Nischen wie Tourismus, grenznahen Dienstleistungen, Luxusgüterkäufen und einzelnen Zürcher Finanz- oder Edelmetallkontrakten, während sein Anteil an SWIFT-Zahlungen 2023 nur rund 1,5 % betrug	Der Franken wird international weit häufiger gehalten oder finanziell eingesetzt als für Handel und Zahlungen verwendet. Gerade diese Asymmetrie unterscheidet ihn von Leitwährungen wie dem Dollar
Devisenmarkt- und Offshore-Funktion	Im FX-Markt ist der Franken deutlich gewichtiger als die Größe der Schweiz vermuten lässt. Laut BIZ Triennial Survey 2025 erreicht er 6,4 % aller täglichen Devisentransaktionen und ist die sechstmeist gehandelte Währung; große Teile des Handels laufen offshore in London, New York, Singapur und Hongkong, wo der CHF auch als Proxy für „Europa ohne Euro“ und als Vehikelgeld dient	Der Franken ist damit ein globaler Mikropol: kein Hub wie der USD, aber ein hochliquider Knoten für Arbitrage, Safe-Haven-Positionierung und Volatilitätshandel. Seine Marktinternationalisierung übersteigt seine formale institutionelle Stellung deutlich

Quelle: Eigene Ausarbeitung auf Basis von [1–3; 11–12; 20; 26]

Die Kartierung der Nutzungsformen bleibt allerdings unvollständig, solange nicht gezeigt wird, auf welchen Wegen diese Nutzungen makroökonomische, finanzielle und politische Effekte erzeugen. Die analytische Scharnierstelle liegt daher in den Übertragungsmechanismen selbst. Tabelle 4 rekonstruiert diese Mechanismen als Ketten von Schock, Reaktion und Rückwirkung und verdeutlicht, dass der Franken nicht nur Objekt internationaler Nachfrage ist, sondern ein Medium, über das externe Unsicherheit in die Schweiz hinein und schweizerische Währungsbedingungen in andere Volkswirtschaften hinaus übertragen werden.

Tabelle 4. Transmissionsmechanismen und globale Inzidenz

Mechanismus	Kausalkette	Bedeutung für Frankenrolle
Safe-Haven-Aufwertungskan	Die Grundsequenz lautet <i>globaler Schock</i> → <i>Kapitalzuflüsse</i> → <i>CHF-Aufwertung</i> → <i>Deflations-</i>	Der Safe-Haven-Status erzeugt für

Mechanismus	Kausalkette	Bedeutung für Frankenrolle
al und inländischer makro-ökonomischer Zwang	<i>und Rezessionsgefahr.</i> 2011 wertete der Franken zeitweise um rund 30 % auf, im Januar 2015 intraday um etwa 20 %. Wegen einer Importquote von etwa 50 % des BIP wirkt der Schock über Preiskanal, Realwirtschaftskanal und Erwartungskanal: Importpreise fallen, Exporte und Tourismus verlieren Wettbewerbsfähigkeit, und Inflationserwartungen sinken; 2012–2015 lag die Inflation mehrfach unter null, teils bei –1 %. Die SNB reagierte mit Mindestkurs, Negativzinsen und Devisenkäufen; der IWF bewertete dies 2011 und 2015 als angemessen	die Schweiz einen dauerhaften innenwirtschaftlichen Zwang. Er macht defensive Geldpolitik, große SNB-Bilanzen und wiederholte Stabilisierungsinterventionen strukturell notwendig
Funding-/Carry-Kanal und Regimewechsel-Effekte	In ruhigen Phasen dient der CHF als niedrig verzinste Funding Currency für Carry Trades, Swap-Finanzierungen, Osteuropa-Kredite und CHF-Bonds ausländischer Emittenten. So exportiert die Schweiz Franken-Kreditrisiko, während Schuldner strukturell short CHF bleiben. Im Regimewechsel zum Risk-off-Modus kommt es zu carry unwind, Margin Calls und Zwangsdeckung; Akteure kaufen Franken zurück, was die Aufwertung verstärkt. In Osteuropa bedeutete ein CHF-Anstieg von etwa 20 % sofort höhere Kreditraten, Ausfälle und politische Krisen. Der Mindestkurs 2011 entlastete indirekt, die Aufhebung 2015 verschärfte den Bruch	Der Franken baut in guten Zeiten globale Risiken auf und kehrt in Krisen als Boomerang zurück. Er wirkt damit als Verstärker von Hebel-, Arbitrage- und Short-Squeeze-Dynamiken, die Ausland und Schweiz zugleich treffen
Grenzüberschreitender Bilanzkanal, Währungsinkongruenzen und politische Reaktionen	CHF-Aufwertungen bewerten Auslandsbilanzen abrupt neu. Bei privaten Schuldnern steigen lokale Schuldenquoten, obwohl Einkommen in Heimatwährung unverändert bleiben. Bei Banken stehen CHF-Aktiva oft CHF-Refinanzierungen über Swaps gegenüber; der Wechselkurseffekt mag gehedgt sein, doch Credit Losses, Roll-over-Risiken und Liquiditätsstress nehmen zu, besonders wie 2008 bei illiquiden Swap-Märkten. Politisch folgten Ungarns gesetzliche Konvertierung 2015, kroatische Umwandlungen und polnische Gerichtsverfahren; die KNF schätzte die Kosten für polnische Banken auf bis zu 10 Mrd. Euro. Die SNB-NBP-Swap-Linie 2011 über 10 Mrd. CHF blieb ungenutzt, zeigte aber Krisenvorsorge	Frankenaufwertung wirkt im Ausland wie ein importierter monetärer Schock. Die CHF-Nutzung erzeugt damit Verteilungs- und Souveränitätskonflikte zwischen Schuldnern, Banken und Staaten, ohne formale schweizerische Mithaftung

Mechanismus	Kausalkette	Bedeutung für Frankenrolle
Backstops, Swap-Linien und Hierarchie-reproduktion	Die Stabilität des Frankens hängt in Krisen an der globalen Backstop-Architektur. Über die Fed-Swap-Linie kann die SNB USD-Liquidität beziehen und an Schweizer Banken weitergeben, wie 2020; so wurde ein Dollar-Mangel nicht in eine Frankenkrise übersetzt. Zugleich zeigt dies die Grenze des CHF: In extremen Stresslagen bleibt der US-Dollar die ultimative Liquiditäts- und Sicherheitswährung; 2022 stieg der Franken gegenüber dem Euro, nicht aber gleich stark gegenüber dem Dollar. Ohne diese Backstops müsste die SNB wie eine Mini-Fed agieren, was die Kapazität eines kleinen offenen Landes übersteigen würde	Der Franken ist ein hochrangiger sicherer Hafen, aber keine autonome Lender-of-last-resort currency. Seine Stabilität bleibt privilegiert in die vom Dollar dominierten Kernstrukturen eingebettet

Quelle: Eigene Ausarbeitung auf Basis von [3–4; 13; 20–21; 25]

Sobald diese Transmissionen offengelegt sind, tritt ihre politische Ökonomie mit größerer Schärfe hervor. Denn Wechselkursbewegungen, Finanzierungsstrukturen und Backstop-Architekturen wirken nie neutral, sondern verteilen Kosten, Risiken und Anpassungslasten ungleich. Tabelle 5 übersetzt deshalb die zuvor identifizierten Mechanismen in eine Matrix sozialer, sektoraler und transnationaler Konflikte. Damit wird erkennbar, dass die Frankeninternationalisierung nicht nur eine Frage monetärer Funktionalität, sondern immer auch eine Frage von Inzidenz, Koalitionsbildung und Legitimität ist.

Tabelle 5. Verteilungs- und Konfliktmatrix der Frankeninternationalisierung

Konfliktfeld	Konfliktlinien	Bedeutung für Frankenrolle
Inländische Verteilungskonflikte	Ein starker Franken belastet Exportwirtschaft, Tourismus und Beschäftigung, während binnenorientierte Sektoren, Importeure und Konsumenten von billigeren Importen profitieren. Nach dem Mindestkursende 2015 alarmierten Swissem und andere Verbände, während der Bundesrat Kurzarbeit und Tourismusstützung ausweitete; zugleich begünstigten niedrige Inflation und tiefe Zinsen Vermögensbesitzer, während Negativzinsen, Freibeträge und tiefe Renditen Banken, Sparer und teils Pensionskassen belasteten.	Die Frankenrolle erzeugt innenpolitisch dauerhafte Konflikte zwischen Produzenten und Konsumenten sowie zwischen Kapitalbesitz, Arbeitsplatzsicherheit und Bankenprofitabilität. Die SNB bleibt nur solange politisch akzeptiert, wie sie diese Verteilungswirkungen mit dem Verweis auf Gesamtstabilität abfedern kann.

Konfliktfeld	Konfliktlinien	Bedeutung für Frankenrolle
Externe Inzidenz und politische Gegenreaktionen	In Polen, Ungarn und Kroatien gerieten viele Haushalte durch CHF-Aufwertung in Notlagen; daraus folgten Proteste, Gerichtsverfahren und staatliche Eingriffe. Ungarn konvertierte 2015 CHF-Kredite gesetzlich in Forint, Kroatien ordnete Umwandlungen an, und in Polen dauern Verfahren weiter an, während die KNF hohe Bankkosten veranschlagt; betroffen waren auch westliche Mutterbanken mit osteuropäischen Portfolios.	Der Franken wurde im Ausland zur Quelle von Bilanzbelastungen, Verteilungskonflikten und Souveränitätsdebatten. Er wirkte dort als dominante Hartwährung, ohne durch schweizerische oder multilaterale Lastenteilung abgesichert zu sein.
Internationale Koordination und schweizerische Distanz	IWF, EBWE und die Vienna Initiative behandelten Fremdwährungskredite, verorteten die Hauptverantwortung aber bei lokalen Aufsichten, Banken und Regierungen. Die SNB beteiligte sich nur situativ und akzeptierte keine Bail-out-Rolle; ex post verschärften viele Staaten die Regeln, banden Fremdwährungskredite an abgesicherte Einkommen oder verboten sie weitgehend.	Die Frankennutzung blieb außenpolitisch weitgehend entbettet. Die Schweiz profitierte vom Vertrauen in den CHF, ohne systematisch Verantwortung für die im Ausland ausgelösten Verwerfungen zu übernehmen.
Legitimität und Neudefinition des Safe Haven	Die Attraktivität des Frankens beruhte historisch auch auf Bankgeheimnis, Diskretion und Neutralität. Unter FATCA, EU-Druck und dem AIA wurde dieses Modell ab 2017 in Richtung eines „white money safe haven“ umgebaut; mit der Übernahme der EU-Sanktionen 2022 gegen Russland zeigte die Schweiz zudem, dass der CHF kein sanktionsfreier Fluchtraum sein soll. Parallel stellte die SNB ihre Interventionen konsequent als stabilitäts- statt merkantilismusgetrieben dar.	Die Frankenrolle bleibt nur tragfähig, wenn sie als legitime, regelbasierte Safe-Haven-Funktion erscheint. Die Schweiz muss daher Attraktivität und internationale Anschlussfähigkeit ständig neu austarieren.

Quelle: Eigene Ausarbeitung auf Basis von [3; 12–16; 20]

In ihrer Gesamtschau verdichten die Befunde die zentrale Aussage der Untersuchung in komplementärer Form. Sichtbar wird eine historische Genese, in der sich der Franken schrittweise als spezialisierter Vertrauenspol herausbildete, eine institutionelle Architektur, die seine Reproduktionsfähigkeit sichert, eine funktional und räumlich asymmetrische Struktur seiner internationalen Nutzung, ein Ensemble ungleich verteilter Transmissionsmechanismen sowie ein Gefüge aus Verteilungs-, Konflikt- und Legitimationsdynamiken. Zusammengenommen stützen diese Ergebnisse die These, dass die Frankeninternationalisierung weder als klassische Hegemonialwährung noch als bloße

Nischenerscheinung zu begreifen ist, sondern als eine Form defensiver Internationalisierung: Der Franken zieht globales Vertrauen an, gerade weil er Sicherheit, Knappheit und technische Verlässlichkeit bündelt; zugleich erzwingt eben diese Anziehung eine dauerhafte Politik der Abwehr, der Pufferung und der politischen Rechtfertigung.

Diskussion

Interpretation der Ergebnisse. Die Ergebnisse bedeuten erstens, dass die internationale Rolle des CHF nicht angemessen über Marktanteile allein erfasst werden kann. Maßgeblich ist vielmehr eine qualitative Form von Moneyness: Der Franken wird in Stressphasen als Träger von Rechtsstaatlichkeit, geldpolitischer Verlässlichkeit, finaler Liquidität und bilanzierbarer Sicherheit nachgefragt. Gerade weil die Schweiz im Vergleich zu Leitwährungsräumen nur begrenzt skalierbare Mengen ultimativ sicherer Aktiva bereitstellt, entsteht eine Konstellation selektiver, aber besonders intensiver Nachfrage. Der Franken ist daher keine universale Leitwährung, sondern eine hochrangige Refugialwährung [1; 3; 19].

Zweitens zeigen die Resultate, dass diese Moneyness für die Schweiz nicht expansive Macht, sondern defensive Staatlichkeit erzeugt. Safe-Haven-Zuflüsse materialisieren sich nicht als kostenloser Prestigegewinn, sondern als wiederkehrender Aufwertungs- und Deflationsimpuls, der Preisstabilität, Beschäftigung und Wettbewerbsfähigkeit bedroht. Mindestkurs, Negativzinsen, Devisenmarktinterventionen und Bilanzausweitung erscheinen vor diesem Hintergrund nicht als zufällige Ausnahmen, sondern als funktional zusammenhängende Instrumente einer Abwehrpolitik gegen die binnenwirtschaftliche Rückseite externer Glaubwürdigkeitsprämien [4; 5; 21].

Drittens verdeutlicht die institutionsbezogene Ergebnismatrix, dass effektive monetäre Souveränität im Schweizer Fall weder mit Autarkie noch mit Hegemonie gleichzusetzen ist. Die SNB besitzt erhebliche Steuerungsfähigkeit, doch diese ist in einen hierarchischen Kreditgeldzusammenhang eingebettet. Der Franken bleibt auf internationale Marktinfrastrukturen und auf den Kern des globalen Backstop-Netztes bezogen; gerade die ständigen Swaplinien mit dem Fed-System machen sichtbar, dass hoher Safe-Haven-Status und hierarchische Abhängigkeit sich nicht ausschließen, sondern im Gegenteil ko-konstitutiv sein können [6; 23–25].

Vergleich mit anderen Studien. Die in Tabelle 3 ausgewiesene Funktionsasymmetrie des Frankens stimmt mit der klassischen Safe-Haven-Literatur überein, verschiebt deren Fokus aber von der Frage „ob“ hin zur Frage „wie“ der CHF internationalisiert ist. Ranaldo und Söderlind [7], Habib und Stracca [8] sowie Hossfeld und MacDonald [9] betonen Safe-Haven-Qualität, Fundamentalfaktoren und die Abgrenzung gegenüber bloßer Carry-Entwindung; die hier entwickelte Typologie integriert diese Befunde in ein mehrfunktionales Profil, das Wertaufbewahrung, Reserveergänzung, Finanzierung und geringe Zahlungssalienz zusammen denkt. Mit der neueren Forschung zur Zeitvariation und Marktstruktur ist der Befund ebenfalls kompatibel. Sato, Nakata und Percy [11] zeigen, dass der Franken seit der globalen Finanzkrise besonders deutlich als Safe Haven hervortritt; Gentner [12] belegt, dass Hedgefondsflüsse gerade außerhalb des Mindestkursregimes einen deutlichen Einfluss auf CHF-Renditen ausüben. Die vorliegende Studie geht über diese Arbeiten hinaus, indem sie die Marktstruktur in eine institutionelle Ordnung einbettet: Hedgefonds, Repo-Märkte, Interventionsregime und Backstops erscheinen nicht als getrennte Phänomene, sondern als Bestandteile eines zusammenhängenden Franken-Regimes.

Auch gegenüber der Literatur zur realwirtschaftlichen Transmission und zu grenzüberschreitenden Bilanzwirkungen schärft der Beitrag den Zusammenhang. Auer, Burstein und Lein [13], Oktay [14] sowie Freitag und Lein [15] dokumentieren den Preis- und Qualitätsdurchschlag des Frankenschocks von 2015; Brunhart und Geiger [16] zeigen sektorale Resilienz bei gleichzeitiger Heterogenität der Exportanpassung; Fischer und Yeşin [20] weisen auf die Systemfolgen von Konversionsprogrammen für CHF-Kredite in Zentral- und Osteuropa hin. Das hier vorgelegte Ergebnis unterscheidet sich dadurch, dass es diese Befunde nicht nebeneinanderstellt, sondern in einer gemeinsamen Mechanismen- und Verteilungsmatrix bündelt. Schließlich stützt die historische und institutionelle Literatur die These der defensiven Staatlichkeit. Hertrich [17] erklärt die Logik von Interventionen im Mindestkursregime; Rathke und Straumann [18] zeigen die langfristige Synchronisation der SNB mit Frankfurt und die fortbestehende Rolle des Wechselkurses innerhalb unterschiedlicher geldpolitischer Rahmen. Die vorliegende Studie erweitert diesen Befund, indem sie ihn mit der Differenz von formaler Anerkennung und Markt-Moneyness verknüpft: Dass der CHF nicht im SZR-Korb vertreten ist, widerspricht seiner globalen Funktion nicht, sondern markiert die institutionelle Differenz zwischen IWF-Kriterien und Krisennachfrage auf Märkten [2].

Wissenschaftliche Neuheit. Die Untersuchung leistet auf mehreren Ebenen einen eigenständigen wissenschaftlichen Beitrag. Zunächst wird ein integrierter Begriff der defensiven Internationalisierung des Schweizer Frankens entwickelt. Er beschreibt eine Konstellation, in der eine Währung ihre internationale Reichweite primär über glaubwürdigkeitsbasierte Anziehung gewinnt, während die emittierenden Institutionen die daraus hervorgehenden binnenwirtschaftlichen Folgen durch Abwehr, Glättung und fortlaufende Rekalibrierung steuern müssen. Auf diese Weise erscheint das Verhältnis zwischen externer Nachfrage und interner Governance nicht länger als paradoxe Ausnahme, sondern als strukturell erwartbares Muster. Darauf aufbauend wird der Hierarchieansatz der internationalen politischen Ökonomie um die Kategorie eines „Safe-Haven-Mikropols“ erweitert. Der Schweizer Franken nimmt demnach eine Stellung oberhalb gewöhnlicher Klein- und Nischenwährungen ein, ohne die Universalität klassischer Leitwährungen zu erreichen. Seine internationale Position beruht nicht auf hegemonialer Masse, sondern auf abgestufter Moneyness. Dadurch gewinnt die Debatte über monetäre Hierarchien ein präziseres Instrumentarium zur Erfassung jener Währungen, die qualitativ hochrangig, quantitativ jedoch begrenzt sind.

Ein weiterer Beitrag liegt in der systematischen Rekonstruktion der Verteilungseffekte. Die Untersuchung richtet den Blick nicht nur auf den Nutzen, sondern ebenso auf die Lasten der Frankeninternationalisierung und zeigt damit, dass der Safe-Haven-Status weder innenpolitisch noch transnational pareto-neutral ist. Gewinner- und Verliererkonstellationen erscheinen folglich nicht als nachgelagerte Begleiterscheinungen, sondern als konstitutive Bestandteile der internationalen Währungsrolle des CHF. Schließlich wird die Analyse methodisch verdichtet, indem aus einer strukturierten Quellenmatrix fünf originäre Ergebnisformen abgeleitet werden: eine Periodisierung, eine Institutionsmatrix, eine Funktionstypologie, eine Mechanismenkarte und eine Konfliktmatrix. Daraus entsteht ein analytisches Format, das nicht nur für die vorliegende Untersuchung tragfähig ist, sondern auch anschlussfähige Voraussetzungen für künftige komparative Forschung schafft.

Praktische Bedeutung. Für die Zentralbankpraxis zeigt sich zunächst, dass Safe-Haven-Zuflüsse in kleinen offenen Volkswirtschaften nicht allein über den Leitzins bearbeitet werden können. Die schweizerische Erfahrung spricht vielmehr für einen Instrumentenverbund aus Zinssteuerung, glaubwürdiger Kommunikationspolitik, diskretionären Devisenmarktinterventionen sowie operativ belastbaren Geldmarkt- und Zahlungssystemen. Dies gilt insbesondere in Konstellationen, in denen die nominale Zinsuntergrenze erreicht oder nahezu erreicht ist und deflationäre Risiken asymmetrisch zunehmen. Darüber hinaus verdeutlichen die Befunde für Aufsicht und Finanzstabilität, dass die Attraktivität einer Hartwährung stets mit makroprudenzieller Vorsorge verbunden werden muss. Niedrige oder negative Zinsen, eine hohe Nachfrage nach Safe Assets und stark ausgeweitete Zentralbankbilanzen können die Bankenprofitabilität, die Immobilienmärkte und die gesamtwirtschaftliche Risikoallokation verzerren. In Ländern, in denen CHF-Kredite oder andere Fremdwährungskorridore eine Rolle spielen, erscheint daher eine Kombination aus Offenlegungspflichten, Stresstests, konservativen Beleihungsgrenzen und frühzeitigen Konversionsmechanismen besonders zweckmäßig. Schließlich besitzt der Befund unmittelbare Relevanz für die internationale Koordination. Die Analyse zeigt, dass nicht-hegemoniale Hartwährungen zwar erhebliche globale Spillovers erzeugen können, ihre eigene Stabilisierungskapazität jedoch auf Backstop-Netze größerer Währungsräume angewiesen bleibt. Daraus folgt für Politik und Aufsicht, Geldpolitik, Liquiditätsvorsorge und Krisenkommunikation nicht als rein nationale Aufgaben, sondern als Elemente einer verschachtelten Mehrebenen-Governance zu begreifen.

Schlussfolgerungen

Der Schweizer Franken verkörpert eine selektive, nicht aber universale Form internationaler Währungsbedeutung. Seine zentrale globale Funktion liegt in der Wertaufbewahrung und in der Bereitstellung von Krisenliquidität, während Reserve- und Finanzierungsrollen nachgeordnet bleiben und Zahlungs- sowie Rechnungseinheitsfunktionen nur begrenzte Reichweite entfalten. Diese Stellung geht aus einer Form glaubwürdigkeitsbasierter Moneyness innerhalb einer hierarchischen Währungsordnung hervor, in der institutionelle Stabilität, geldpolitische Verlässlichkeit, belastbare Marktinfrastruktur und internationale Backstops jene Qualität erzeugen, die den Franken als Safe-Haven-Mikropol auszeichnet. Zugleich wird deutlich, dass die Schweiz diese internationale Rolle nicht offensiv hervorbringt, sondern defensiv verwaltet. Mindestkurs, Negativzinsen, Devisenmarktinterventionen und Bilanzausweitung erscheinen in dieser Perspektive nicht als Instrumente hegemonialer Expansion, sondern als Abwehrmechanismen gegen importierte Deflations-, Aufwertungs- und Wettbewerbsrisiken. Die internationale Attraktivität des Frankens ist somit untrennbar mit einer Politik der Pufferung und Gegensteuerung verbunden. Ebenso tritt hervor, dass die Internationalisierung des Frankens klar identifizierbare Gewinner- und Verliererkonstellationen erzeugt. Im Inland profitieren Konsumenten, Importeure und Halter sicherer CHF-Vermögen relativ stärker, während exportorientierte Sektoren, Teile des Bankensystems und zinsabhängige Akteure stärker belastet werden. Im Ausland konzentrieren sich die Anpassungskosten vor allem auf Schuldner, Banken und politische Regime mit signifikanter CHF-Exponierung. Die internationale Rolle des Frankens erweist sich damit nicht als verteilungsneutral, sondern als politökonomisch folgenreiche Struktur. Darüber hinaus bestätigt der Fall Schweiz, dass monetäre Macht nicht

mit ökonomischer Größe gleichzusetzen ist. Auch ein kleiner Währungsraum kann systemische Relevanz gewinnen, sofern er institutionelle Glaubwürdigkeit, finanzielle Tiefe und operative Einbettung in globale Liquiditätsarchitekturen miteinander verbindet. Diese Relevanz bleibt jedoch relational und hierarchisch begrenzt: Der Franken erreicht eine hochrangige, aber nicht hegemoniale Position.

Weiterführende Forschung bietet sich insbesondere in drei Richtungen an. Erstens wäre eine mikrodatenbasierte Quantifizierung der binnenwirtschaftlichen Verteilungseffekte von Safe-Haven-Schocks aufschlussreich. Zweitens erscheint ein systematischer Vergleich des Schweizer Frankens mit anderen nicht-hegemonialen Hartwährungen, insbesondere dem Yen oder ausgewählten nordischen Währungen, analytisch ergiebig. Drittens stellt sich die Frage, wie sich der Safe-Haven-Status des Frankens unter Bedingungen fortgesetzter geopolitischer Fragmentierung, höherer Inflationsvolatilität und möglicher Veränderungen der globalen Backstop-Architektur künftig transformieren wird.

Verzeichnis der verwendeten Quellen

1. Bank for International Settlements. *OTC foreign exchange turnover in April 2025: BIS Triennial Central Bank Survey*. 2025. 30 September. URL: https://www.bis.org/statistics/rpfx25_fx.htm.
2. International Monetary Fund. *Review of the method of valuation of the SDR*. 2022. 16 May. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/05/16/Review-of-the-Method-of-Valuation-of-the-SDR-517967>.
3. International Monetary Fund. *Switzerland: IMF staff concluding statement of the 2025 Article IV consultation mission*. 2025. 1 July. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2025/06/30/07012025-mcs-switzerland-imf-concluding-statement-2025-art-iv-consultation-mission>.
4. Swiss National Bank. *Monetary policy assessment of 19 June 2025*. 2025. 19 June. URL: https://www.snb.ch/en/publications/communication/press-releases-restricted/pre_20250619_2.
5. Swiss National Bank. *Current interest rates and exchange rates*. n.d. URL: https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/statistics/statistics-pub/current_interest_exchange_rates.
6. Murau S., van 't Klooster J. Rethinking monetary sovereignty: The global credit money system and the state. *Perspectives on Politics*. 2023. Vol. 21, No. 4. P. 1319–1336. DOI: <https://doi.org/10.1017/S153759272200127X>.
7. Rinaldo A., Söderlind P. Safe haven currencies. *Review of Finance*. 2010. Vol. 14, No. 3. P. 385–407. DOI: <https://doi.org/10.1093/rof/rfq007>.
8. Habib M. M., Stracca L. Getting beyond carry trade: What makes a safe haven currency? *Journal of International Economics*. 2012. Vol. 87, No. 1. P. 50–64. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.12.005>.
9. Hossfeld O., MacDonald R. Carry funding and safe haven currencies: A threshold regression approach. *Journal of International Money and Finance*. 2015. Vol. 59. P. 185–202. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.07.005>.
10. Grisse C., Nitschka T. On financial risk and the safe haven characteristics of Swiss franc exchange rates. *Journal of Empirical Finance*. 2015. Vol. 32. P. 153–164. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2015.03.006>.
11. Sato A., Nakata H., Percy J. Time-variant safe haven currencies. *International Review of Economics & Finance*. 2024. Vol. 93. P. 316–328. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.04.015>.

12. Gentner J. The role of hedge funds in the Swiss franc foreign exchange market. *Journal of International Money and Finance*. 2025. Vol. 154. Article 103311. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2025.103311>.
13. Auer R., Burstein A., Lein S. M. Exchange rates and prices: Evidence from the 2015 Swiss franc appreciation. *American Economic Review*. 2021. Vol. 111, No. 2. P. 652–686. DOI: <https://doi.org/10.1257/aer.20181415>.
14. Oktay A. Heterogeneity in the exchange rate pass-through to consumer prices: The Swiss franc appreciation of 2015. *Swiss Journal of Economics and Statistics*. 2022. Vol. 158. Article 21. DOI: <https://doi.org/10.1186/s41937-022-00102-7>.
15. Freitag A., Lein S. M. Endogenous product adjustment and exchange rate pass-through. *Journal of International Economics*. 2023. Vol. 140. Article 103706. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103706>.
16. Brunhart A., Geiger M. Sectoral effects of exchange rate shocks: Goods exports and the appreciation of the Swiss franc in 2015. *Swiss Journal of Economics and Statistics*. 2025. Vol. 161. Article 5. DOI: <https://doi.org/10.1186/s41937-025-00137-6>.
17. Hertrich M. Foreign exchange interventions under a minimum exchange rate regime and the Swiss franc. *Review of International Economics*. 2022. Vol. 30, No. 2. P. 450–489. DOI: <https://doi.org/10.1111/roie.12571>.
18. Rathke A., Straumann T. Made in Frankfurt? The monetary policy of the Swiss National Bank since 1973. *Comparative Economic Studies*. 2024. Vol. 66, No. 3. P. 591–619. DOI: <https://doi.org/10.1057/s41294-024-00242-0>.
19. Bacchetta P., Benhima K., Renne J.-P. Understanding Swiss real interest rates in a financially globalized world. *Swiss Journal of Economics and Statistics*. 2022. Vol. 158. Article 16. DOI: <https://doi.org/10.1186/s41937-022-00095-3>.
20. Fischer A. M., Yeşin P. Foreign currency loan conversions and currency mismatches. *Journal of International Money and Finance*. 2022. Vol. 122. Article 102499. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102499>.
21. Swiss National Bank. *Annual report 2024*. 2025. URL: <https://www.snb.ch/en/news-publications/annual-report/annual-report-2024>.
22. Swiss National Bank. *Chronicle of monetary events*. n.d. URL: <https://www.snb.ch/en/the-snb/organisation/history/geld-und-waehrungspolitische-chronik>.
23. Tschudin P., Moser T. *The Swiss repo market at 25: A success story for the financial centre and the SNB*. Speech. Swiss National Bank. 2024. 21 November. URL: https://www.snb.ch/en/publications/communication/speeches/2024/ref_20241121_gpetm0.
24. Swiss National Bank. *The Swiss Interbank Clearing (SIC) payment system: Report on the SIC system and disclosure report 2024*. 2025. 30 September. URL: https://www.snb.ch/en/publications/sicsystem-disclosure/sicsystem-disclosure-all/sicsystem-disclosure_2024.
25. Board of Governors of the Federal Reserve System. *Central bank liquidity swaps*. 2023. 15 March. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/central-bank-liquidity-swaps.htm>.
26. International Monetary Fund. *Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER)*. n.d. URL: <https://data.imf.org/en/datasets/IMF.STA%3ACOFER>.

References

1. Bank for International Settlements. (2025, September 30). *OTC foreign exchange turnover in April 2025: BIS Triennial Central Bank Survey*. https://www.bis.org/statistics/rpfx25_fx.htm

2. International Monetary Fund. (2022, May 16). *Review of the method of valuation of the SDR*. <https://www.imf.org/en/publications/policy-papers/issues/2022/05/16/review-of-the-method-of-valuation-of-the-sdr-517967>
3. International Monetary Fund. (2025, July 1). *Switzerland: IMF staff concluding statement of the 2025 Article IV consultation mission*. <https://www.imf.org/en/news/articles/2025/06/30/07012025-mcs-switzerland-imf-concluding-statement-2025-art-iv-consultation-mission>
4. Swiss National Bank. (2025, June 19). *Monetary policy assessment of 19 June 2025* [Press release]. https://www.snb.ch/en/publications/communication/press-releases-restricted/pre_20250619_2
5. Swiss National Bank. (n.d.). *Current interest rates and exchange rates*. https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/statistics/statistics-pub/current_interest_exchange_rates
6. Murau, S., & van 't Klooster, J. (2023). Rethinking monetary sovereignty: The global credit money system and the state. *Perspectives on Politics*, 21(4), 1319–1336. <https://doi.org/10.1017/S153759272200127X>
7. Rinaldo, A., & Söderlind, P. (2010). Safe haven currencies. *Review of Finance*, 14(3), 385–407. <https://doi.org/10.1093/rof/rfq007>
8. Habib, M. M., & Stracca, L. (2012). Getting beyond carry trade: What makes a safe haven currency? *Journal of International Economics*, 87(1), 50–64. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.12.005>
9. Hossfeld, O., & MacDonald, R. (2015). Carry funding and safe haven currencies: A threshold regression approach. *Journal of International Money and Finance*, 59, 185–202. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.07.005>
10. Grisse, C., & Nitschka, T. (2015). On financial risk and the safe haven characteristics of Swiss franc exchange rates. *Journal of Empirical Finance*, 32, 153–164. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2015.03.006>
11. Sato, A., Nakata, H., & Percy, J. (2024). Time-variant safe haven currencies. *International Review of Economics & Finance*, 93, 316–328. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.04.015>
12. Gentner, J. (2025). The role of hedge funds in the Swiss franc foreign exchange market. *Journal of International Money and Finance*, 154, Article 103311. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2025.103311>
13. Auer, R., Burstein, A., & Lein, S. M. (2021). Exchange rates and prices: Evidence from the 2015 Swiss franc appreciation. *American Economic Review*, 111(2), 652–686. <https://doi.org/10.1257/aer.20181415>
14. Oktay, A. (2022). Heterogeneity in the exchange rate pass-through to consumer prices: The Swiss franc appreciation of 2015. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 158, Article 21. <https://doi.org/10.1186/s41937-022-00102-7>
15. Freitag, A., & Lein, S. M. (2023). Endogenous product adjustment and exchange rate pass-through. *Journal of International Economics*, 140, Article 103706. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103706>
16. Brunhart, A., & Geiger, M. (2025). Sectoral effects of exchange rate shocks: Goods exports and the appreciation of the Swiss franc in 2015. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 161, Article 5. <https://doi.org/10.1186/s41937-025-00137-6>
17. Hertrich, M. (2022). Foreign exchange interventions under a minimum exchange rate regime and the Swiss franc. *Review of International Economics*, 30(2), 450–489. <https://doi.org/10.1111/roie.12571>
18. Rathke, A., & Straumann, T. (2024). Made in Frankfurt? The monetary policy of the Swiss National Bank since 1973. *Comparative Economic Studies*, 66(3), 591–619. <https://doi.org/10.1057/s41294-024-00242-0>

19. Bacchetta, P., Benhima, K., & Renne, J.-P. (2022). Understanding Swiss real interest rates in a financially globalized world. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 158, Article 16. <https://doi.org/10.1186/s41937-022-00095-3>
20. Fischer, A. M., & Yeşin, P. (2022). Foreign currency loan conversions and currency mismatches. *Journal of International Money and Finance*, 122, Article 102499. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102499>
21. Swiss National Bank. (2025). *Annual report 2024*. <https://www.snb.ch/en/news-publications/annual-report/annual-report-2024>
22. Swiss National Bank. (n.d.). *Chronicle of monetary events*. <https://www.snb.ch/en/the-snb/organisation/history/geld-und-waehrungspolitische-chronik>
23. Tschudin, P., & Moser, T. (2024, November 21). *The Swiss repo market at 25: A success story for the financial centre and the SNB* [Speech]. Swiss National Bank. https://www.snb.ch/en/publications/communication/speeches/2024/ref_20241121_gpetm0
24. Swiss National Bank. (2025). *The Swiss Interbank Clearing (SIC) payment system: Report on the SIC system and disclosure report 2024*. https://www.snb.ch/public/asset/en/www-snb-ch/publications/sicsystem-disclosure/sicsystem-disclosure-all/sicsystem_disclosure_2024/publications0_en/sicsystem_disclosure_2024.en.pdf
25. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2023, March 15). *Central bank liquidity swaps*. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/central-bank-liquidity-swaps.htm>
26. International Monetary Fund. (n.d.). *Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER)*. <https://data.imf.org/en/datasets/IMF.STA%3ACOFER>