



Monetary Policy Options

Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz

December 14, 2022 Report 6

Mit deutscher Übersetzung
Avec traduction française

Our Purpose

Monetary policy is important. It has broad effects across the economy, affecting young and old, poor and rich, savers, home buyers, firms and workers, profits and wages, the business cycle, and the long-term prosperity of the country.

Public debate about monetary policy is vital not only for basic democratic reasons, but also for the SNB to explain its views, and to listen to the views of the public it serves. The SNB Observatory aims to promote such a constructive debate based on facts and economic science.

The SNB Observatory is currently run by Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz.

The English version of the report begins on page 1.

Die deutsche Fassung des Berichtes beginnt auf Seite 8.

La version française du rapport commence à la page 16.

For all our contributions, browse to snb-observatory.ch
For inquiries, please email to contact@snb-observatory.ch

ABSTRACT

The reappearance of inflation in 2021 has elicited a two-step reaction from the SNB. First, it allowed the exchange rate to appreciate. Second, it has started to raise its interest rate. As it continues battling inflation, which of these two strategies will it pursue? The choice can be driven by the implications of each one on different segments of the economy. Another criterion concerns the size of the balance sheet which has considerably grown over the recent decade as the SNB was preventing an overvaluation of the franc. While the interest rate-only strategy will leave the size of balance sheet roughly unchanged, the exchange rate-only strategy will lead to a reduction of the balance sheet. A mix of the two strategies could be a compromise between different objectives. This report starts a debate on this choice.

ZUSAMMENFASSUNG

Das erneute Auftauchen der Inflation im Jahr 2021 hat eine zweistufige Reaktion der SNB ausgelöst. Erstens liess sie eine Aufwertung des Wechselkurses zu. Zweitens hat sie begonnen, ihren Zinssatz zu erhöhen. Welche dieser beiden Strategien wird sie im weiteren Kampf gegen die Inflation verfolgen? Die Wahl kann von den Auswirkungen der beiden Strategien auf verschiedene Wirtschaftssegmente abhängen. Ein weiteres Kriterium ist die Grösse der Bilanz, die in den letzten zehn Jahren erheblich zugenommen hat, da die SNB eine Überbewertung des Frankens verhindern wollte. Während die reine Zinsstrategie den Umfang der Bilanz in etwa unverändert lässt, führt die reine Wechselkursstrategie zu einer Verringerung der Bilanzsumme. Eine Mischung der beiden Strategien könnte einen Kompromiss zwischen verschiedenen Zielen darstellen. Mit diesem Bericht wird eine Debatte über diese Entscheidung angestossen.

RÉSUMÉ

La réapparition de l'inflation en 2021 a suscité une réaction en deux temps de la part de la BNS. Premièrement, elle a laissé le taux de change s'apprécier. Deuxièmement, elle a commencé à relever son taux d'intérêt. Alors qu'elle continue à lutter contre l'inflation, on peut se demander laquelle de ces deux stratégies elle entend poursuivre. Le choix peut être guidé par les implications de chacune d'elles sur différents segments de l'économie. Un autre critère concerne la taille du bilan qui a considérablement augmenté au cours de la dernière décennie, le résultat des efforts de la BNS pour empêcher une surévaluation du franc. Alors que la stratégie du taux d'intérêt seul laissera la taille du bilan à peu près inchangée, la stratégie du taux de change seul conduira à une réduction du bilan. Un mélange de ces deux stratégies pourrait constituer un compromis entre différents objectifs. Ce rapport lance le débat sur ce choix.

Monetary Policy Options

1. Inflation in Switzerland and abroad

After 15 years at unexpectedly low levels, inflation has rapidly increased around the world. Initially triggered by the restarting of economies after Covid and by expansionary fiscal policies, inflation was further fueled by the hikes in gas and oil prices due to the Russian invasion of Ukraine. By now, it has spread to most other economic sectors. Central banks have begun to tackle this surge, seeking to return inflation to their objectives.

The SNB finds itself in a somewhat different situation than the ECB and the Fed. Inflation in the US peaked at 9.1% in June this year and has now receded to 7.7%. In the euro area, inflation continues to rise and reached 10% in November 2022. In Switzerland, inflation peaked at 3.5% in August and is currently at 3.0%.

There are several reasons for this much more comfortable situation.

1. Inflation in Switzerland rose from a lower level. Most central banks (including the Fed and the ECB) target 2% inflation. The SNB, instead, targets the 0% to 2% range and inflation in Switzerland hovered around 0% from 2009 to 2022.
2. The rise in fossil fuel prices has had less of an impact in Switzerland. Fossil fuels make up less than 50% of primary energy in Switzerland. This is significantly less than in the US (roughly 80%) or most euro area countries.
3. Administered prices are unusually important in Switzerland, constituting 27% of the CPI. In the euro area, this share is only 10%. Administered prices are typically sluggish, responding with a delay to price pressure elsewhere in the economy.
4. The SNB allowed the Swiss franc to appreciate even before it raised interest rates in June and September 2022. Since imported goods account for a quarter of CPI, this appreciation has dampened inflation significantly. The SNB was quick to react and gained precious time.

The last point hints at an important change in policy, involving a shift from containing movements in the franc to allowing it to appreciate. Recent SNB policy has thus involved both higher interest rates and currency appreciation. Could that strategy be continued? How is it best implemented? We argue that these issues are worth examining.

2. The balance sheet issue

However, the situation is less comfortable for the SNB in another dimension. During previous episodes of low inflation many central banks adopted quantitative easing (QE) and expanded their balance sheets. From 2008 to 2022, the monetary bases of the ECB and of the Fed increased about 7-fold (see Figure 1). The ECB and the Fed bought assets denominated in domestic currency to improve the functioning of domestic financial markets and lower yields along the term structure by compressing risk premia in attempts to stimulate the economy.

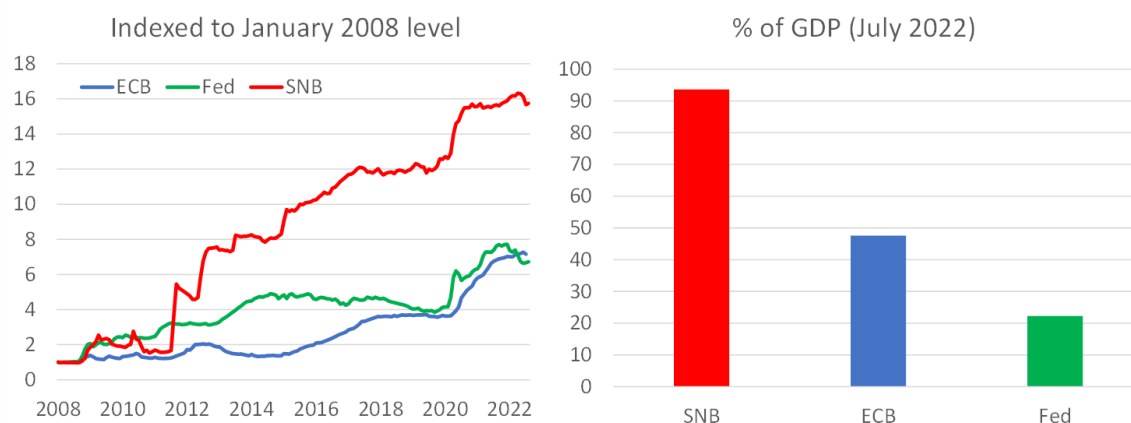


Figure 1. *The monetary base in Switzerland, the USA, and the European Monetary Union (Sources: SNB, ECB, OECD, FRB St. Louis FRED)*

The SNB, too, has allowed its balance sheet to increase, by a factor of 16. However, this has not been the consequence of a deliberate QE policy. Rather, the SNB's balance sheet has increased as a by-product of its foreign exchange market interventions. The monetary base is now almost as large as annual Swiss GDP — a world record.

We have argued in a previous [report](#) that this large balance sheet creates a political vulnerability for the SNB. It is not possible for the SNB to claim to be fiscally irrelevant if its balance sheet is so large.

Because the assets on the SNB's balance sheet are mostly denominated in foreign currencies, an appreciation of the Swiss franc results in valuation losses. Indeed, the SNB has reported a loss of CHF 24 billion in the first three quarters of 2022 due to exchange rate movements. Much larger losses, however, were due to the decline of its equity portfolio (CHF 54 billion) and the decline of foreign bond valuations due to higher interest rates (CHF 71 billion). Altogether, the losses amounted to CHF 142 billion, or 17% of the GDP of 2021.

3. Strategic options for monetary policy

As mentioned, the SNB has already started to tighten monetary policy, first by allowing the Swiss franc to appreciate and then by increasing the policy interest rate. It can tighten policy further by either raising interest rates again or by shrinking its balance sheet. Most other central banks will do both. They raise the short-term policy rate and proceed with Quantitative Tightening (QT) as they aim at lifting the whole yield curve. The SNB's situation is different. Its own version of QT would involve selling assets denominated in foreign currencies and buying francs, which would lead to an appreciation of the franc. Raising interest rates and selling foreign assets both tighten the monetary stance, and it is possible to achieve price stability with either policy, or with a mix of both. We next describe two polar variants of this policy mix.

3.1 Using the interest rate

The traditional strategy of the SNB relies on the interest rate. If it keeps hiking the interest rate in parallel with what other major central banks do, pressure on the exchange rate is likely to remain limited. The burden on the export industry and the tourism sector would be modest. The balance sheet of the SNB would decline only insofar as it accumulates losses due to exchange rate appreciation, since the SNB would not actively sell foreign assets.

Raising the interest rate slows economic activity and lowers inflation by making borrowing more expensive. This benefits savers and hurts borrowers. It can also raise financial stability concerns if the interest rate increases are large. This may be a serious concern in Switzerland given that the debt level of Swiss households is significantly larger than in other economies (see Figure 2).

In addition, most central banks are now facing rising expenses since they remunerate bank reserves at escalating interest rates. The right-hand chart in Figure 1 indicates that these reserves – the bulk of monetary bases – are much higher in proportion of country size in Switzerland than in the euro area and the United States. Although the SNB has adopted a tiering system to reduce these payments, these costs will add to future losses.

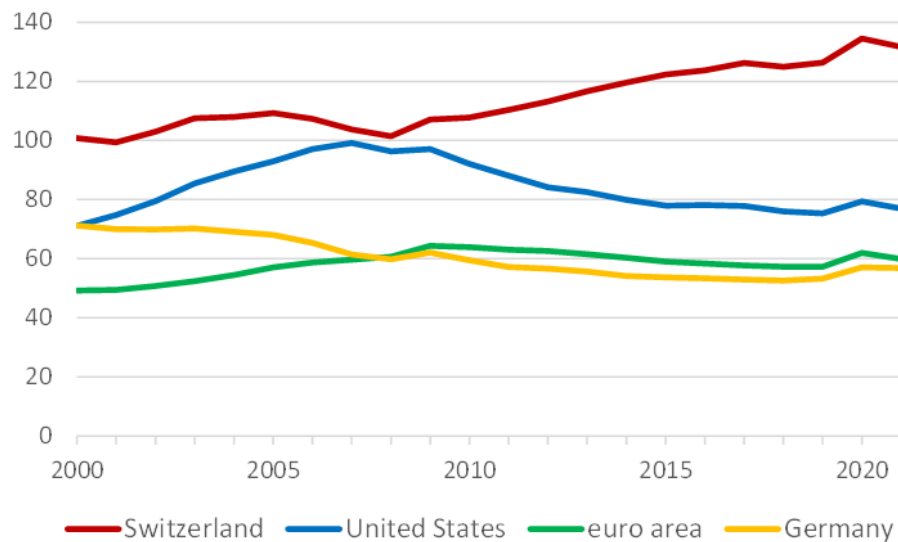


Figure 2. Household debt in % of GDP (Source: BIS)

3.2 Using the balance sheet

As previously noted, inflation in Switzerland has been contained partly because the Swiss franc was allowed to appreciate even before the SNB raised the interest rate. From end 2021 to July 2022, it has appreciated by 6.2% vis à vis the euro and then stabilized when the SNB raised interest rates broadly in tandem with the ECB.

Since the reduction of inflation required to achieve price stability is smaller in Switzerland, the SNB will not have to raise the interest rate as much as other central banks. A likely implication is that, at some point, the Swiss franc will depreciate. Of course, that would tend to push up inflation, and could lead the SNB to sell foreign assets. This would be the reverse of the interventions the SNB has conducted over the last 15 years.

This observation suggests another strategy. The SNB may choose to appreciate the franc without further raising its interest rate. In that case, its main policy lever would be to sell foreign assets. These interventions can be tailored to the level needed to bring inflation down as intended. In the end, the size of the balance sheet will have been reduced.

Using the exchange rate in this fashion hurts the export sector. It also benefits consumers whose purchasing power over foreign goods and services increases. Concerns of financial stability are likely to be less pronounced than with interest rate hikes.

There are several countervailing effects on the profits or losses of the SNB associated with this strategy. First, the more pronounced appreciation of the Swiss franc induces losses in the short term. In the

long term, the balance sheet will be smaller because the SNB will have sold some of its foreign assets. As a result, it will be less exposed to valuation effects. Moreover, because the interest rate would remain low in Switzerland, the SNB's interest expenses on reserves held by commercial banks would be smaller. Of course, while this would be positive for the profit of the SNB, it would be negative for the profit of banks.

4. The bottom line

Figure 3 depicts how the two policy options impact on interest rates, the exchange rate, and the size of balance sheet.

Consider first the top panel. The red line shows the foreign interest rate, which is gradually increased by foreign central banks to curb inflation abroad. At some future date, it reaches a peak level and is then cut back as global inflation reverts to targets. Under the interest rate policy, the Swiss interest rate, in blue, rises together with the international interest rate but stays below it since expected inflation is lower in Switzerland.

The second panel shows the exchange rate. Under the interest rate policy the Swiss franc continues to appreciate gradually, reflecting as usual the fact that Swiss inflation is lower than abroad. Under the balance sheet policy, it appreciates more rapidly for a while, and then reverts to its long run appreciating trend.

Finally, the third panel shows the SNB's balance sheet remains broadly constant under the interest rate policy. If instead the SNB decides to sell foreign assets to lower inflation by strengthening the franc, the balance sheet will shrink for some time before reaching a permanently lower level.

In practice, of course, the policy levers are likely to be used together. Large shocks are possible, especially to the value of the Swiss franc. For instance, being a safe haven currency, the franc is bound to appreciate sharply and independently of SNB action if a new Euro crisis emerges or the war in Ukraine escalates further. The SNB therefore has to adopt a flexible posture.

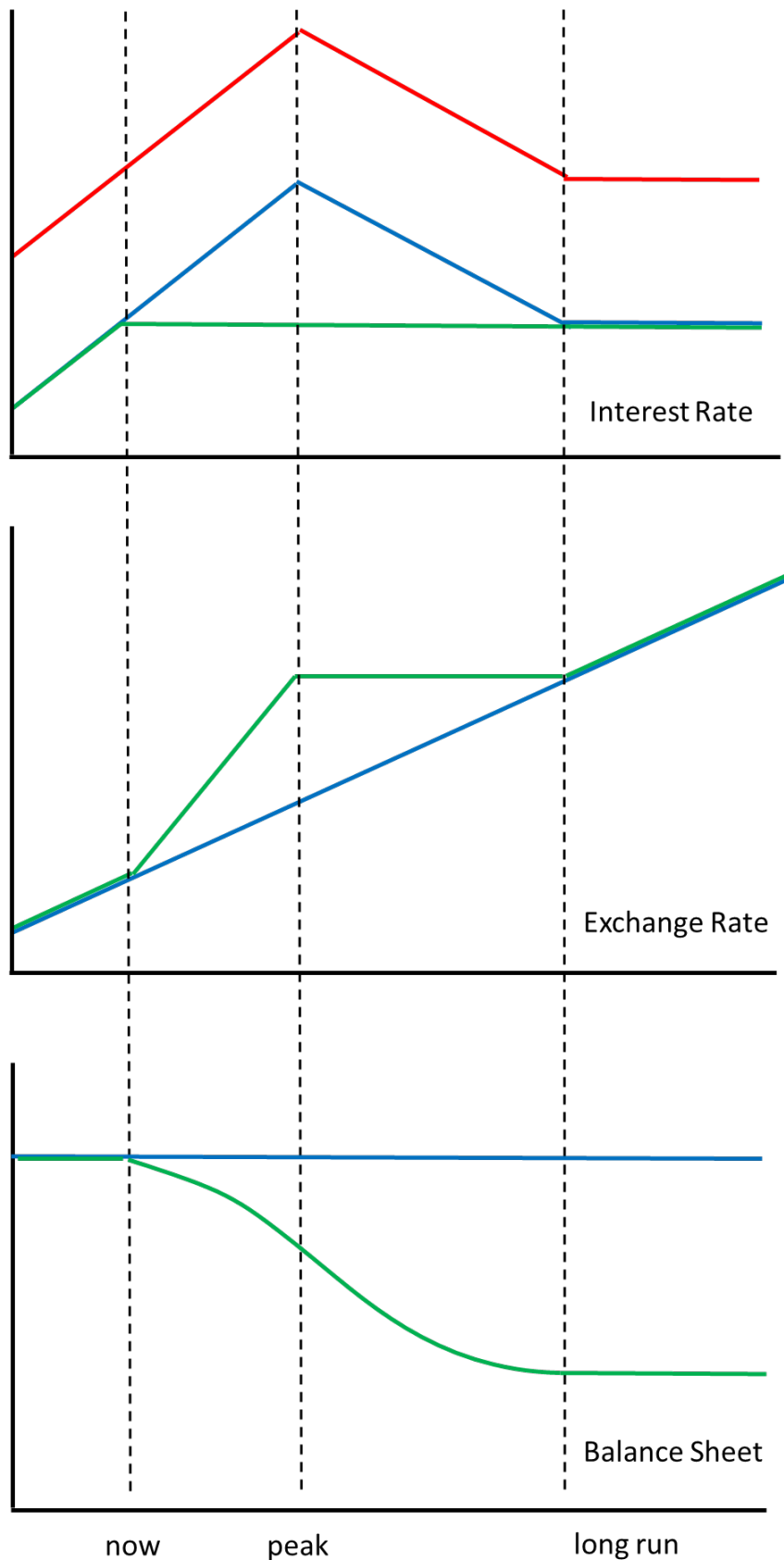


Figure 3. Two strategies. Blue is the interest rate strategy, green is the balance sheet strategy, red is the foreign interest rate. Note that these charts are highly simplified and only provide a stylized impression of the developments.

The point of this report is to show that the SNB has options as it combats inflation. Traditionally, the SNB has used the interest rate as its instrument, while it was intervening on the foreign exchange market to smooth the franc exchange rate. Since the global financial crisis and the episode with negative interest rates, it has used one-sided interventions to contain franc overvaluations because the interest rate was no longer available as an instrument. It has now moved the interest rate back into positive territory and allowed the Swiss franc to appreciate notably. The focus has thus shifted from avoiding an overvaluation to allowing a strong domestic currency.

The SNB now has the option to continue to increase the interest rate in line with the ECB (or the Fed) while refraining from large foreign exchange market interventions. Alternatively, it can put less weight on the interest rate, not follow the ECB (or the Fed) rate hikes and rely more on the exchange rate to ensure price stability by selling foreign assets and thus actively shrinking its balance sheet.

On November 29, 2022, Bloomberg quoted SNB Vice-Chairman Martin Schlegel as saying that the SNB has no plans to reduce its balance sheet and that it also had no plans to increase it. This can be interpreted as the SNB intending to follow a pure interest-rate policy and not actively sell or buy foreign assets. Yet, an estimate of the SNB's foreign exchange interventions reveals that it may have sold about CHF 17 billion foreign assets in September and October (Figure 4). Further clarity about the SNB's policy intentions is desirable.

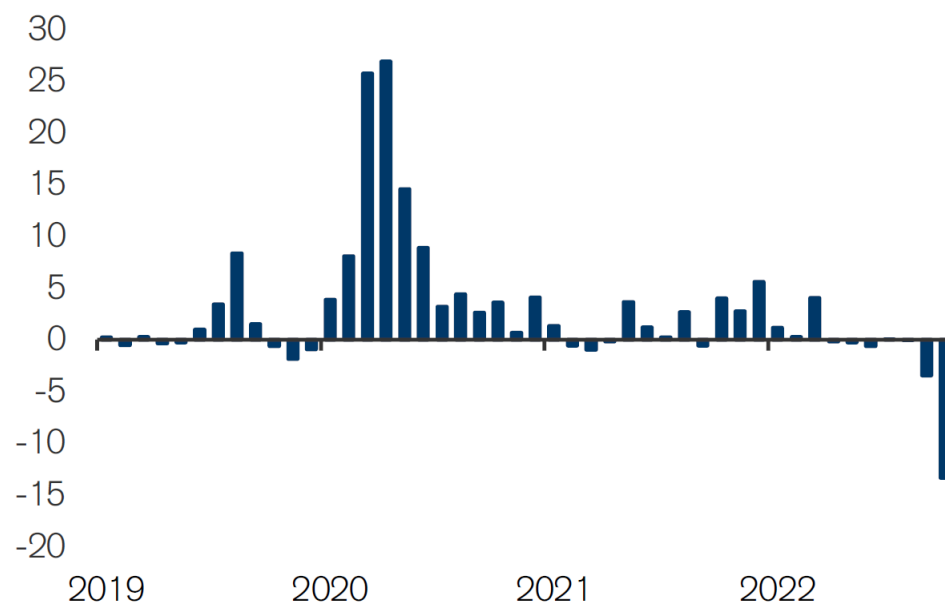


Figure 4. Estimate of interventions of the SNB: positive values imply purchase of foreign assets, negative values imply sale of foreign assets (Source: [Credit Suisse](#))

Geldpolitische Optionen

1. Inflation in der Schweiz und im Ausland

Nachdem die Inflation 15 Jahre lang aussergewöhnlich tief war, hat sie nun weltweit rasch zugenommen. Zunächst ausgelöst durch die Wiederankurbelung der Volkswirtschaften nach Covid und durch eine expansive Finanzpolitik, wurde die Inflation durch den Anstieg der Gas- und Ölpreise infolge der russischen Invasion in der Ukraine weiter angeheizt. Inzwischen haben die Preissteigerungen auf die meisten anderen Wirtschaftssektoren übergegriffen. Die Zentralbanken haben begonnen, diesen Anstieg zu bekämpfen und versuchen, die Inflation zu ihren Inflationszielen zurückzuführen.

Die SNB befindet sich in einer etwas anderen Situation als die EZB und die Fed. Die Inflation erreichte in den USA im Juni dieses Jahres einen Höchststand von 9,1% und ist inzwischen auf 7,7% zurückgegangen. In der Eurozone steigt die Inflation weiter an und hat im November 2022 10% erreicht. In der Schweiz erreichte die Inflation im August mit 3,5% ihren Höchststand und liegt derzeit bei 3,0%.

Für diese wesentlich komfortablere Situation gibt es mehrere Gründe.

1. Die Inflation in der Schweiz stieg von einem niedrigeren Niveau aus an. Die meisten Zentralbanken (einschliesslich der Fed und der EZB) streben eine Inflation von 2% an. Die SNB hingegen strebt 0% bis 2% an, und die Inflation in der Schweiz bewegte sich von 2009 bis 2022 um 0%.
2. Der Anstieg der Preise für fossile Brennstoffe hat sich in der Schweiz weniger stark ausgewirkt. Fossile Brennstoffe machen in der Schweiz weniger als 50% der Primärenergie aus. Das ist deutlich weniger als in den USA (rund 80%) oder in den meisten Ländern der Eurozone.
3. Die administrierten Preise sind in der Schweiz mit einem Anteil von 27% am Konsumentenpreisindex ungewöhnlich hoch. In der Eurozone liegt dieser Anteil bei nur 10%. Die administrierten Preise sind in der Regel träge und reagieren mit Verzögerung auf den Preisdruck in anderen Bereichen der Wirtschaft.
4. Die SNB hat die Aufwertung des Frankens zugelassen, noch bevor sie im Juni und September 2022 die Zinssätze erhöht hat. Da ein Viertel des Landesindex auf importierte Güter entfällt, hat diese Aufwertung die Inflation deutlich gedämpft. Die SNB hat schnell reagiert und somit wertvolle Zeit gewonnen.

Der letzte Punkt deutet auf eine wichtige Änderung der Geldpolitik hin. Die SNB hat bis vor kurzem stets versucht, die Aufwertung des Frankens einzudämmen. Die jüngsten Entscheidungen beinhalteten sowohl höhere Zinssätze als auch eine gewollte Aufwertung der Währung. Könnte diese Strategie fortgesetzt werden? Wie lässt sie sich am besten umsetzen? Wir gehen dieser Frage nach.

2. Die grosse Bilanz

In einer anderen Hinsicht ist die Situation für die SNB allerdings weniger komfortabel. In der hinter uns liegenden Phase sehr tiefer Inflation haben viele Zentralbanken eine quantitative Lockerung (QE) vorgenommen und ihre Bilanzen ausgeweitet. Von 2008 bis 2022 stieg die monetäre Basis der EZB und der Fed um das Siebenfache (siehe Abbildung 1). Die EZB und die Fed kauften Vermögenswerte in Euro bzw. Dollar, um die inländischen Finanzmärkte zu verbessern und die längerfristigen Renditen zu senken. Sie haben auch versucht, die Risikoprämien zu reduzieren um so die Wirtschaft anzukurbeln.

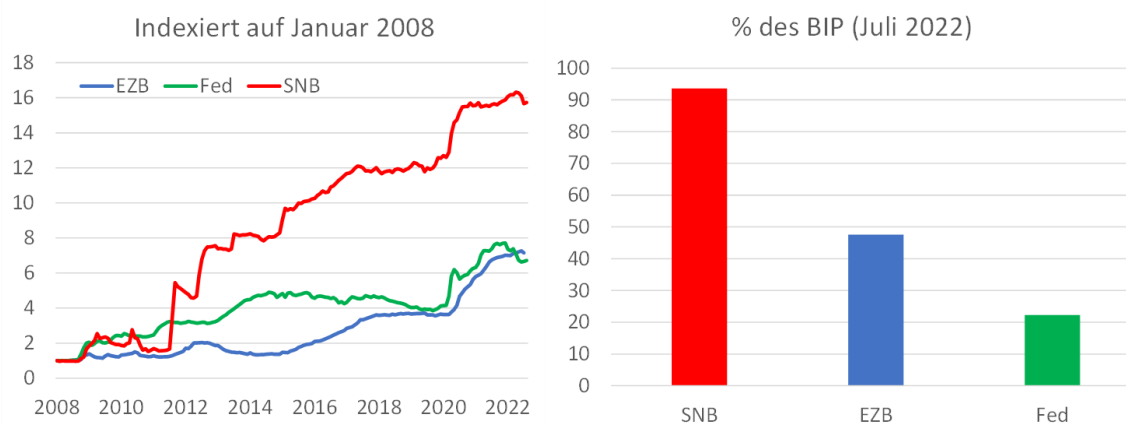


Abbildung 1. Die monetäre Basis der Schweiz, der USA und der Europäischen Währungsunion (Quellen: SNB, EZB, OECD, FRB St. Louis FRED)

Die SNB hat ihre Bilanz um das 16-fache ausgeweitet. Dies war jedoch nicht die Folge einer bewussten QE-Politik. Vielmehr hat sich die Bilanz der SNB als Nebenprodukt ihrer Devisenmarktinterventionen erhöht. Die Notenbankgeldmenge ist nun fast so gross wie das jährliche Schweizer BIP — ein Weltrekord.

Wir haben in einem früheren [Bericht](#) argumentiert, dass diese grosse Bilanz die SNB politisch angreifbar macht. Es ist nicht möglich, die SNB als fiskalisch irrelevant zu behandeln, wenn ihre Bilanz so gross ist.

Da die Aktiven in der SNB grösstenteils auf Fremdwährungen lauten führt eine Aufwertung des Frankens zu Bewertungsverlusten. In der Tat hat die SNB in den ersten drei Quartalen 2022 aufgrund von

Wechselkursschwankungen einen Verlust von 24 Mrd. Franken verzeichnet. Weitaus grössere Verluste sind jedoch auf den Rückgang ihres Aktienportfolios (54 Mrd. CHF) und den Rückgang der Bewertungen ausländischer Anleihen aufgrund höherer Zinsen (71 Mrd. CHF) zurückzuführen. Insgesamt beliefen sich die Verluste auf 142 Mrd. CHF oder 17% des BIP von 2021.

3. Strategische Optionen für die Geldpolitik

Wie bereits erwähnt, hat die SNB bereits begonnen, die Geldpolitik zu straffen, indem sie zunächst eine Aufwertung des Frankens zuließ und dann den Leitzins erhöhte. Sie kann die Politik weiter straffen, indem sie entweder die Zinsen erneut anhebt oder ihre Bilanz schrumpft. Die meisten anderen Zentralbanken tun beides. Sie erhöhen den kurzfristigen Leitzins und führen eine quantitative Straffung (QT) durch, um die gesamte Zinskurve anzuheben. Die Situation der SNB ist anders. Ihre eigene Version von QT würde den Verkauf von auf Fremdwährungen lautenden Vermögenswerten und den Kauf von Franken beinhalten. Sowohl die Anhebung der Zinssätze als auch der Verkauf von ausländischen Vermögenswerten führen zu einer Verschärfung des geldpolitischen Kurses, und es ist möglich, Preisstabilität mit einer der beiden Politiken oder mit einer Mischung aus beiden zu erreichen. Im Folgenden werden zwei polare Varianten dieses Policy-Mix beschrieben.

3.1 Verwendung des Zinssatzes

Die traditionelle Strategie der SNB stützt sich auf den Zinssatz. Wenn sie den Zinssatz weiterhin parallel zu anderen wichtigen Zentralbanken erhöht, dürfte der Druck auf den Wechselkurs begrenzt bleiben. Die Belastung für die Exportindustrie und den Tourismussektor wäre bescheiden. Die Bilanz der SNB würde sich nur insoweit verkürzen, als sie durch die Aufwertung des Wechselkurses Verluste anhäuft, da die SNB nicht aktiv ausländische Vermögenswerte verkaufen würde.

Eine Anhebung des Zinssatzes bremst die Wirtschaftstätigkeit und senkt die Inflation, da die Kreditaufnahme teurer wird. Dies kommt den Sparern zugute und schadet den Kreditnehmern. Wenn die Zinssätze stark angehoben werden, könnte dies auf für die Finanzstabilität problematisch sein, da die Verschuldung der Schweizer Haushalte deutlich höher ist als in anderen Volkswirtschaften (siehe Abbildung 2).

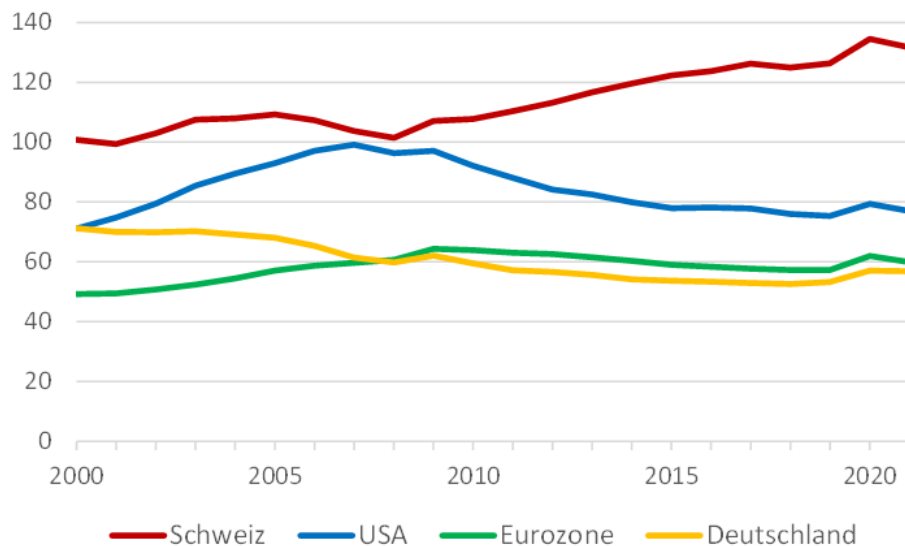


Abbildung 2. Verschuldung der privaten Haushalte in % des BIP (Quelle: BIZ)

Hinzu kommt, dass die meisten Zentralbanken mit steigenden Kosten konfrontiert sind, da sie die Bankreserven mit steigenden Zinssätzen verzinsen. Die rechte Grafik in Abbildung 1 zeigt, dass diese Reserven — der grösste Teil der monetären Basis — in der Schweiz im Verhältnis zur Landesgrösse viel höher sind als in der Eurozone und in den USA. Obwohl die SNB ein System zur Staffelung der Zinsen eingeführt hat, um diese Zahlungen zu verringern, werden diese Kosten ihre künftigen Verluste vergrössern.

3.2 Verwendung der Bilanz

Wie bereits erwähnt, konnte die Inflation in der Schweiz unter anderem deshalb eingedämmt werden, weil der Franken aufwerten konnte, bevor die SNB die Zinsen an hob. Von Ende 2021 bis Juli 2022 wertete er gegenüber dem Euro um 6,2 % auf und stabilisierte sich dann, als die SNB die Zinssätze weitgehend im Gleichschritt mit der EZB an hob.

Da der zur Erreichung von Preisstabilität erforderliche Inflationsabbau in der Schweiz geringer ist, wird die SNB den Zinssatz nicht so stark anheben müssen wie andere Zentralbanken. Eine wahrscheinliche Folge davon ist, dass der Schweizer Franken irgendwann abwerten wird. Das würde natürlich die Inflation in die Höhe treiben. Die SNB könnte dann ausländische Vermögenswerte verkaufen, um den Franken ausreichend aufzuwerten und die Inflation unter Kontrolle zu halten. Dies wäre die Umkehrung der Interventionen, die die SNB in den letzten 15 Jahren durchgeführt hat.

Diese Beobachtung legt eine andere Strategie nahe. Die SNB könnte sich dafür entscheiden, den Franken aufzuwerten, ohne ihren Zinssatz weiter anzuheben. In diesem Fall bestünde ihr wichtigster geldpolitischer Hebel darin, ausländische Vermögenswerte zu verkaufen. Diese Interventionen können so zugeschnitten werden, dass sie den Grad der Wechselkursintervention erreichen, der erforderlich ist, um die Inflation wie beabsichtigt zu senken. Am Ende wird die Bilanzsumme reduziert sein.

Eine derartige Verwendung des Wechselkurses schadet dem Exportsektor. Sie kommt den Verbrauchern zugute, deren Kaufkraft gegenüber ausländischen Waren und Dienstleistungen zunimmt. Die Sorge um die Finanzstabilität dürfte weniger ausgeprägt sein als bei Zinserhöhungen.

Mit dieser Strategie sind mehrere gegenläufige Effekte auf die Gewinne oder Verluste der SNB verbunden. Erstens führt die starke Aufwertung des Frankens kurzfristig zu Verlusten. Langfristig wird die Bilanz kleiner, weil die SNB in der Zwischenzeit einen Teil ihrer ausländischen Aktiven verkauft hat und damit weniger stark von Bewertungseffekten betroffen sein wird. Da das Zinsniveau in der Schweiz niedrig bliebe, wäre zudem der Zinsaufwand der SNB für die von den Geschäftsbanken gehaltenen Reserven geringer. Dies würde sich positiv auf den Gewinn der SNB auswirken, aber natürlich negativ auf den Gewinn der Banken.

4. Schlussfolgerung

Abbildung 3 zeigt, wie sich die beiden geldpolitischen Optionen auf die Zinssätze, den Wechselkurs und den Umfang der Bilanz auswirken.

Betrachten wir zunächst die obere Grafik. Die rote Linie zeigt den ausländischen Zinssatz, der von ausländischen Zentralbanken schrittweise erhöht wird, um die Inflation im Ausland zu dämpfen. Irgendwann in der Zukunft erreicht er einen Höchststand und wird dann gesenkt, wenn die ausländische Inflation wieder auf ihren Zielwert zurückkehrt. Im Rahmen der Zinspolitik steigt der schweizerische Zinssatz (blau) zusammen mit dem internationalen Zinssatz an, bleibt aber darunter, da die erwartete Inflation in der Schweiz niedriger ist.

Die zweite Grafik zeigt den Wechselkurs. Bei der Zinspolitik wertet der Franken weiterhin allmählich auf, was wie üblich die Tatsache widerspiegelt, dass die Inflation in der Schweiz niedriger ist als im Ausland. Bei der Bilanzpolitik wertet er eine Zeit lang schneller auf und kehrt dann zu seinem langfristigen Aufwertungsstrend zurück.

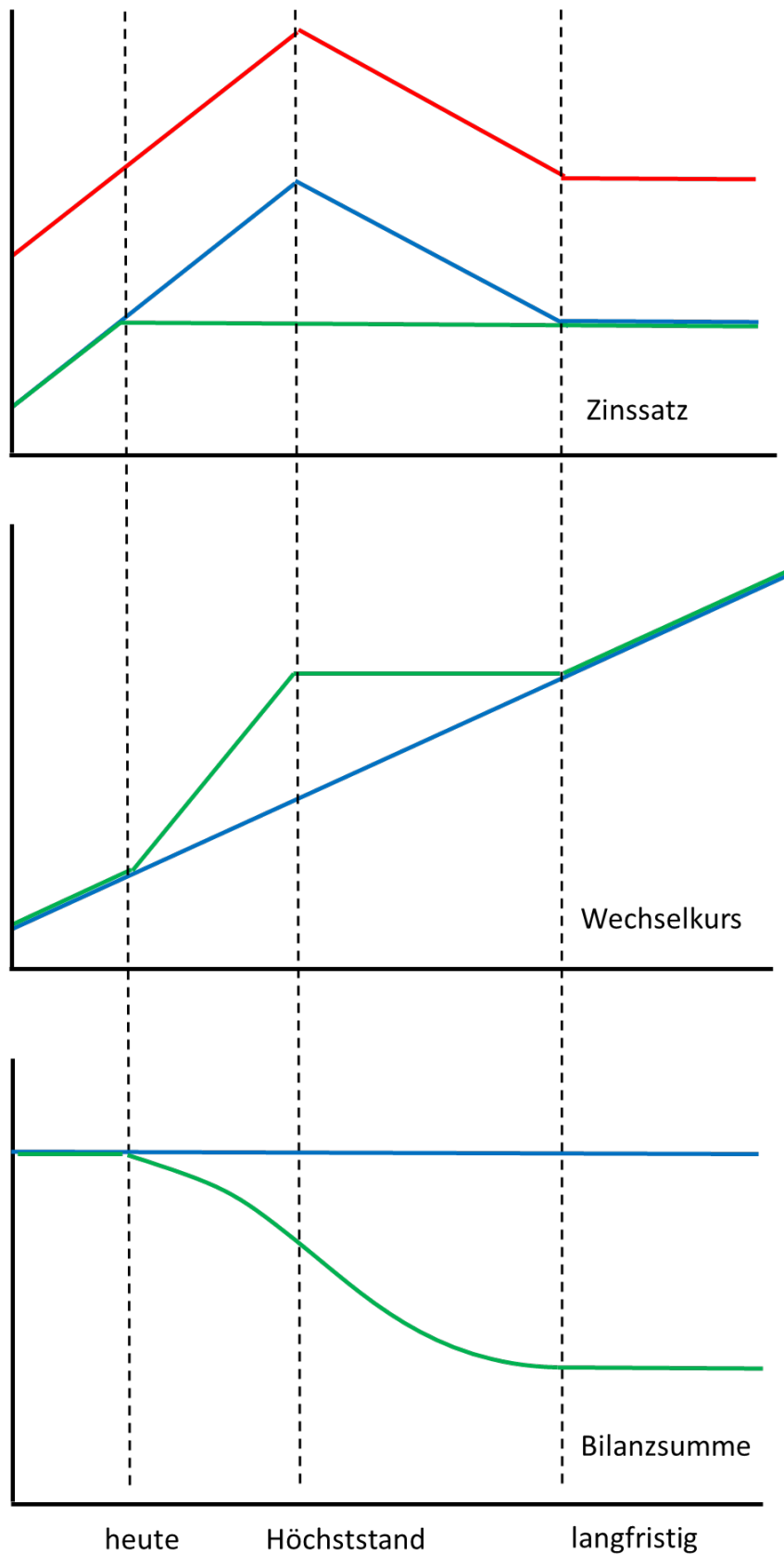


Abbildung 3. Die beiden Strategien. Blau ist die Zinsstrategie, grün ist die Bilanzstrategie, rot stellt den Zinssatz im Ausland dar. Beachten Sie, dass diese Diagramme stark vereinfacht sind und nur einen stilisierten Eindruck der Entwicklung vermitteln.

Die dritte Grafik schliesslich zeigt, dass die Bilanz der SNB unter der Zinspolitik weitgehend konstant bleibt. Wenn die SNB stattdessen beschliesst, ausländische Vermögenswerte zu verkaufen, um die Inflation durch eine Aufwertung des Frankens zu senken, schrumpft die Bilanz eine Zeit lang, bevor sie ein dauerhaft niedrigeres Niveau erreicht.

In der Praxis ist es wahrscheinlich, dass beide Politikhebel zusammen eingesetzt werden. Grosse Schocks sind möglich, insbesondere für den Wert des Frankens. Da der Franken eine sichere Währung ist, könnte er beispielsweise unabhängig von den Massnahmen der SNB stark aufwerten, wenn eine neue Euro-Krise ausbricht oder der Krieg in der Ukraine weiter eskaliert. Die SNB muss daher eine flexible Haltung einnehmen.

Dieser Bericht soll aufzeigen, dass die SNB bei der Inflationsbekämpfung Optionen hat. Traditionell hat die SNB den Zinssatz als Instrument eingesetzt, während sie am Devisenmarkt interveniert hat, um den Frankenkurs zu glätten. Nach der globalen Finanzkrise und der Episode mit den Negativzinsen setzte sie einseitige Interventionen ein, um den Frankens zu schwächen, da der Zinssatz als Instrument nicht mehr zur Verfügung stand. Nun hat sie den Zinssatz wieder in den positiven Bereich gebracht und eine deutliche Aufwertung des Frankens zugelassen. Der Schwerpunkt hat sich also von der Vermeidung einer Überbewertung auf die Ermöglichung einer starken Binnenwährung verlagert.

Die SNB hat nun die Möglichkeit, den Zinssatz im Einklang mit der EZB (oder der Fed) weiter zu erhöhen und gleichzeitig von umfangreichen Devisenmarktinterventionen abzusehen. Alternativ kann sie dem Zinssatz weniger Gewicht beimessen, den Zinserhöhungen der EZB (oder der Fed) nicht folgen und sich stärker auf den Wechselkurs verlassen, um die Preisstabilität zu gewährleisten, indem sie ausländische Vermögenswerte verkauft und so ihre Bilanz aktiv verkürzt.

Am 29. November 2022 zitierte Bloomberg den Vizepräsidenten des Direktoriums, Martin Schlegel, mit der Aussage, die SNB habe keine Pläne, ihre Bilanz zu verkürzen, und sie habe auch keine Pläne, sie zu verlängern. Dies kann dahingehend interpretiert werden, dass die SNB beabsichtigt, eine reine Zinspolitik zu verfolgen und nicht aktiv ausländische Vermögenswerte zu verkaufen oder zu kaufen. Eine Schätzung der Devisenmarktinterventionen der SNB zeigt jedoch, dass sie im September und Oktober rund 17 Mrd. Franken an ausländischen Vermögenswerten verkauft zu haben scheint (Abbildung 4). Mehr Klarheit über die geldpolitischen Absichten der SNB wäre wünschenswert.

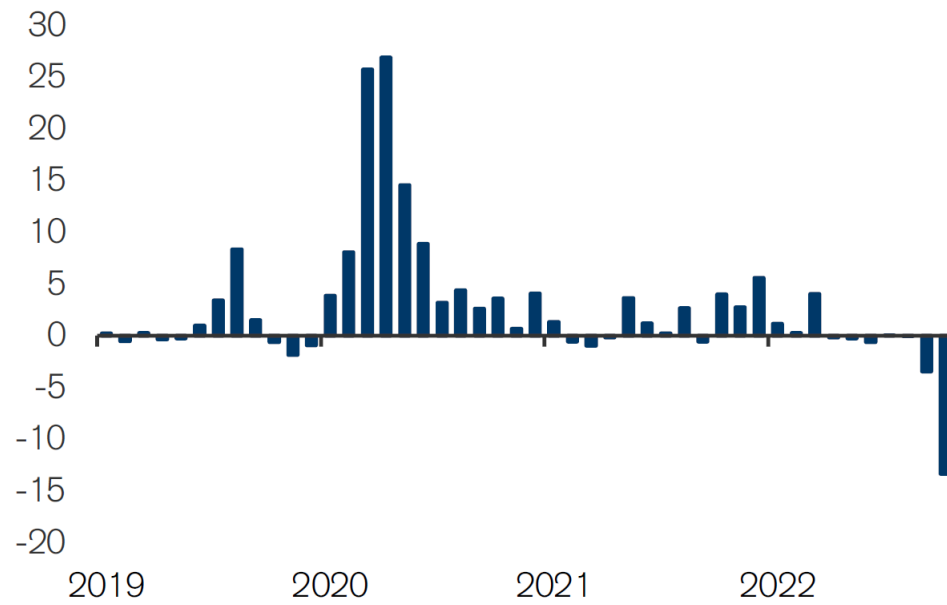


Abbildung 4. Schätzung der Interventionen der SNB: positive Werte bedeuten den Kauf ausländischer Vermögenswerte, negative Werte den Verkauf ausländischer Vermögenswerte (Quelle: [Credit Suisse](#))

Options pour la Politique Monétaire

1. L'inflation en Suisse et à l'étranger

Après avoir été étonnamment faible pendant 15 ans, l'inflation a rapidement augmenté dans le monde entier. Initialement déclenchée par le redémarrage des économies après la pandémie de Covid et par des politiques budgétaires expansionnistes, l'inflation a ensuite été alimentée par les hausses des prix du gaz et du pétrole qui ont suivi l'invasion russe de l'Ukraine. Elle s'est désormais étendue à la plupart des autres secteurs économiques. Les banques centrales ont commencé à s'attaquer à cette poussée des prix avec l'intention clairement déclarée de revenir vers leurs objectifs d'inflation.

La BNS se trouve dans une situation quelque peu différente de celle de la BCE et de la Fed. Mesurée par les prix à la consommation, l'inflation a atteint un pic de 9,1 % en juin de cette année aux États-Unis, et elle est maintenant retombée à 7,7%. Dans la zone euro, l'inflation continue de grimper et a atteint 10 % en novembre 2022. En Suisse, l'inflation a atteint un pic de 3,5 % en août et se situe actuellement à 3,0 %.

Plusieurs raisons expliquent cette situation beaucoup plus confortable.

1. L'inflation s'est accrue à partir d'un niveau plus bas. La plupart des banques centrales (y compris la Fed et la BCE) visent une inflation de 2 %. La BNS, au contraire, vise une fourchette de 0 à 2 %. Entre 2009 et 2022, l'inflation a fluctué autour de 0 %.
2. L'impact de la hausse des prix des combustibles fossiles a été moindre. Les combustibles fossiles représentent moins de 50 % de l'énergie primaire en Suisse une part nettement plus faible qu'aux États-Unis ou dans la plupart des pays de la zone euro.
3. La part des prix administrés est particulièrement élevée en Suisse. Elle contribue pour 27% dans l'indice des prix à la consommation, contre 10% dans la zone euro. Les prix administrés évoluent plus lentement que les prix dans les autres secteurs de l'économie autres prix car ils sont généralement ajustés avec retard.
4. La BNS a d'abord laissé le franc s'apprécier avant de relever ses taux d'intérêt en juin et septembre 2022. Comme les produits importés représentent un quart de l'indice des prix à la consommation, l'appréciation du franc a sérieusement freiné l'inflation. En réagissant rapidement la BNS a gagné un temps précieux.

L'appréciation du franc constitue une évolution importante de la politique monétaire. Alors que, jusque-là, la BNS intervenait sur les

marchés des changes pour contenir l'appréciation du franc, elle a délibérément opté pour une surévaluation. Aujourd'hui, la lutte contre l'inflation s'appuie sur la remontée des taux d'intérêt et un cours élevé du franc. Cette stratégie peut-elle être poursuivie ? Quelle est la meilleure façon de la mettre en œuvre ? Nous pensons que ces questions méritent d'être examinées.

2. La question du bilan

Si la politique suivie depuis 2021 place aujourd'hui la BNS dans une position avantageuse par rapport aux autres banques centrales, sa situation est moins confortable pour ce qui concerne la taille de son bilan. Durant les précédents épisodes de faible inflation, la plupart des banques centrales ont adopté la stratégie l'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing, QE) qui consistait à acheter des actifs libellés en monnaies nationales pour accroître la taille de leurs bilans et nourrir leurs économies de liquidités. C'est ainsi que, de 2008 à 2022, les bases monétaires de la BCE et de la Fed ont été multipliées par sept environ (figure 1). Leur objectif était d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers nationaux et d'abaisser les rendements le long de la structure des taux en comprimant les primes de risque dans le but de stimuler l'économie.

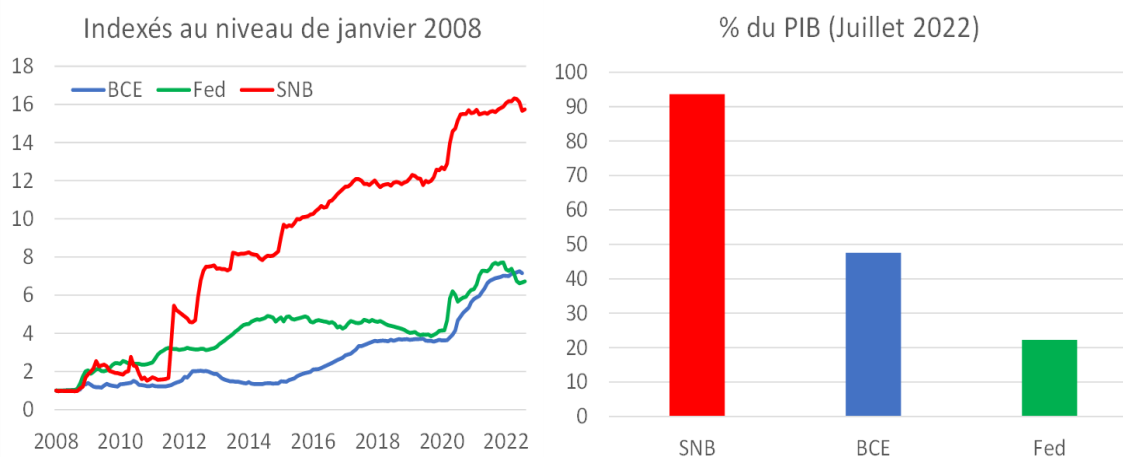


Figure 1. La base monétaire en Suisse, aux États-Unis et dans l'Union Monétaire Européenne (Sources : BNS, BCE, OCDE, FRB St. Louis FRED)

Le bilan de la BNS s'est également accru, encore plus fortement puisque sa taille a été multipliée par 16. Cette évolution, cependant, ne résulte pas d'une politique délibérée d'assouplissement quantitatif. Elle est la conséquence de ses interventions sur le marché des changes. La base monétaire atteint désormais un niveau pratiquement égal au PIB annuel de la Suisse — un record mondial.

Dans un [rapport](#) précédent, nous avons fait valoir qu'un bilan de cette taille constitue une vulnérabilité politique pour la BNS. En effet, un bilan

aussi important implique que la BNS a acquis, sans l'avoir souhaité, un important rôle budgétaire.

Comme les actifs figurant à son bilan sont, pour la plupart, libellés en devises étrangères, une appréciation du franc entraîne des pertes. De fait, au cours des trois premiers trimestres de 2022, la BNS a subi une perte de 24 milliards de francs à la suite des fluctuations du taux de change. Des pertes beaucoup plus importantes sont dues à la baisse de son portefeuille d'actions (54 milliards de francs) et, pour 71 milliards de francs, à la baisse de la valeur des obligations étrangères consécutive à la hausse des taux d'intérêt. Au total, les pertes se sont élevées à 142 milliards de francs, soit 17 % du PIB de 2022.

3. Options stratégiques pour la politique monétaire

Comme indiqué, la BNS a déjà commencé à resserrer sa politique monétaire. Ayant d'abord laissé le franc s'apprécier puis en ayant augmenté le taux d'intérêt la BNS peut continuer à resserrer la politique monétaire en relevant à nouveau le taux d'intérêt ou bien en réduisant son bilan. Les autres banques centrales font les deux. En procédant en même temps à une hausse directe du taux d'intérêt court et à un resserrement quantitatif (Quantitative Tightening, QT), elles visent à relever l'ensemble de la courbe des taux. La BNS est dans une position différente. Sa version de QT consisterait à vendre des actifs libellés en devises contre des francs. Le résultat serait une appréciation du taux de change. L'augmentation du taux d'intérêt et la vente d'actifs étrangers resserrent toutes deux l'orientation de la politique monétaire. Il est possible d'atteindre la stabilité des prix avec l'une ou l'autre de ces stratégies, ou avec une combinaison des deux. Nous décrivons maintenant ces deux variantes polaires puis une combinaison des deux.

3.1 Utilisation du taux d'intérêt

La stratégie traditionnelle de la BNS repose sur le taux d'intérêt. Si elle continue à l'augmenter en parallèle à ce que font les grandes banques centrales, la pression sur le taux de change devrait rester limitée. La pression sur l'industrie d'exportation et le secteur du tourisme serait donc faible. Le bilan de la BNS ne diminuerait que dans la mesure où elle accumule des pertes dues à l'appréciation du franc, puisqu'elle ne vendrait pas activement des actifs étrangers qu'elle détient.

Le relèvement du taux d'intérêt ralentit l'activité économique et réduit l'inflation en rendant les emprunts plus coûteux. Cela profite aux épargnants et nuit aux emprunteurs. En outre, des hausses de taux d'intérêt importantes peuvent affecter la stabilité financière. Dans la mesure où le niveau d'endettement des ménages suisses est nettement

plus élevé que dans d'autres pays (voir figure 2), cela pourrait devenir une sérieuse préoccupation.

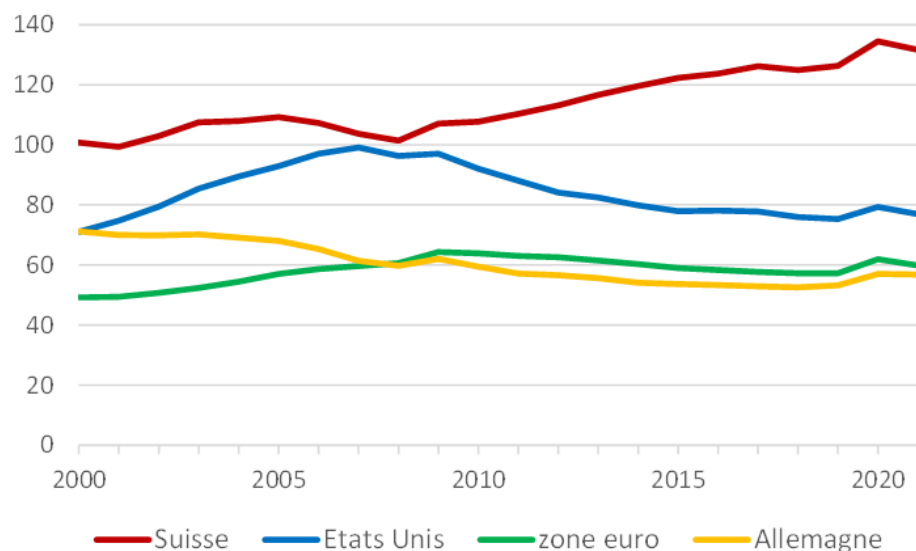


Figure 2. Endettement des ménages en % du PIB (Source : BIS)

En outre, la plupart des banques centrales sont aujourd'hui confrontées à des dépenses croissantes puisqu'elles rémunèrent les réserves des banques commerciales à des taux d'intérêt croissants. Le graphique de droite de la figure 1 indique que ces réserves — qui constituent l'essentiel des bases monétaires — sont beaucoup plus élevées en proportion de la taille du pays en Suisse que dans la zone euro et aux États-Unis. Bien que la BNS ait adopté un système de tiering pour réduire ces paiements, les coûts viendront s'ajouter aux pertes futures sur ses actifs.

3.2 Utilisation du bilan

Comme indiqué précédemment, l'inflation en Suisse a été contenue en partie parce que le franc s'est apprécié avant même que la BNS ne relève son taux d'intérêt. De fin 2021 à juillet 2022, il s'est apprécié de 6,2 % vis-à-vis de l'euro, puis il s'est stabilisé lorsque la BNS a commencé à augmenter son taux d'intérêt en parallèle avec celui de la BCE. Ayant moins besoin de faire redescendre l'inflation, la BNS n'augmentera sans doute pas son taux d'intérêt autant que les autres banques centrales, ce qui pourrait provoquer une dépréciation du franc. Bien sûr, cela ne serait pas approprié à un moment où la priorité est de faire redescendre l'inflation, ce qui devrait conduire la BNS à vendre des actifs étrangers. Une telle action serait l'inverse des interventions que la BNS a menées au cours des 15 dernières années.

Cette observation suggère une autre stratégie. La BNS peut choisir d'apprécier le franc sans continuer à faire remonter le taux d'intérêt. Elle se concentrerait alors sur des ventes d'actifs étrangers. Ces interventions

seraient dosées pour atteindre un taux d'appréciation suffisant pour atteindre le taux d'inflation qu'elle souhaite. Au bout du compte, elle aurait réduit son bilan.

Les effets sur l'économie seraient différents de ceux provoqués par une hausse du taux d'intérêt. Une appréciation du franc nuit au secteur des exportations. Elle profite également aux consommateurs dont le pouvoir d'achat sur les biens et services étrangers augmente. Les préoccupations relatives à la stabilité financière sont susceptibles d'être moins prononcées qu'en cas de hausse des taux d'intérêt.

Plusieurs effets compensatoires sur les profits ou les pertes de la BNS sont associés à cette stratégie. Premièrement, l'appréciation prononcée du franc suisse induit des pertes à court terme. A long terme, le bilan sera moins lourd car la BNS aura entre-temps vendu une partie de ses actifs étrangers, ce qui l'exposera moins aux risques de pertes ou de gains. De plus, comme le taux d'intérêt resterait bas en Suisse, les charges d'intérêt de la BNS sur les réserves détenues par les banques commerciales seraient plus faibles. L'effet serait positif pour le bénéfice de la BNS, mais négatif pour les banques.

4. L'essentiel

La figure 3 montre l'impact des deux options de politique monétaire sur le taux d'intérêt, le taux de change et la taille du bilan. Sur le premier graphique, la ligne rouge représente le taux d'intérêt étranger, qui est progressivement augmenté par les banques centrales étrangères pour juguler l'inflation. Il est ensuite diminué une fois que l'inflation mondiale aura été ramenée au niveau souhaité. Le taux d'intérêt suisse, en bleu, augmente en même temps que le taux d'intérêt international, mais reste inférieur car l'inflation est plus faible en Suisse.

Le deuxième graphique décrit l'évolution du taux de change. Dans le cas de la politique du taux d'intérêt, toujours en bleu, le franc continue de s'apprécier pour refléter une inflation plus faible en Suisse. Dans le cas de la politique d'appréciation du taux de change, il augmente plus rapidement puis revient à sa tendance.

Le dernier graphique indique que le bilan de la BNS reste globalement constant dans le cas de la politique du taux d'intérêt. Si la BNS décide de vendre des actifs étrangers pour apprécier le franc, la taille du bilan diminue et reste indéfiniment réduite.

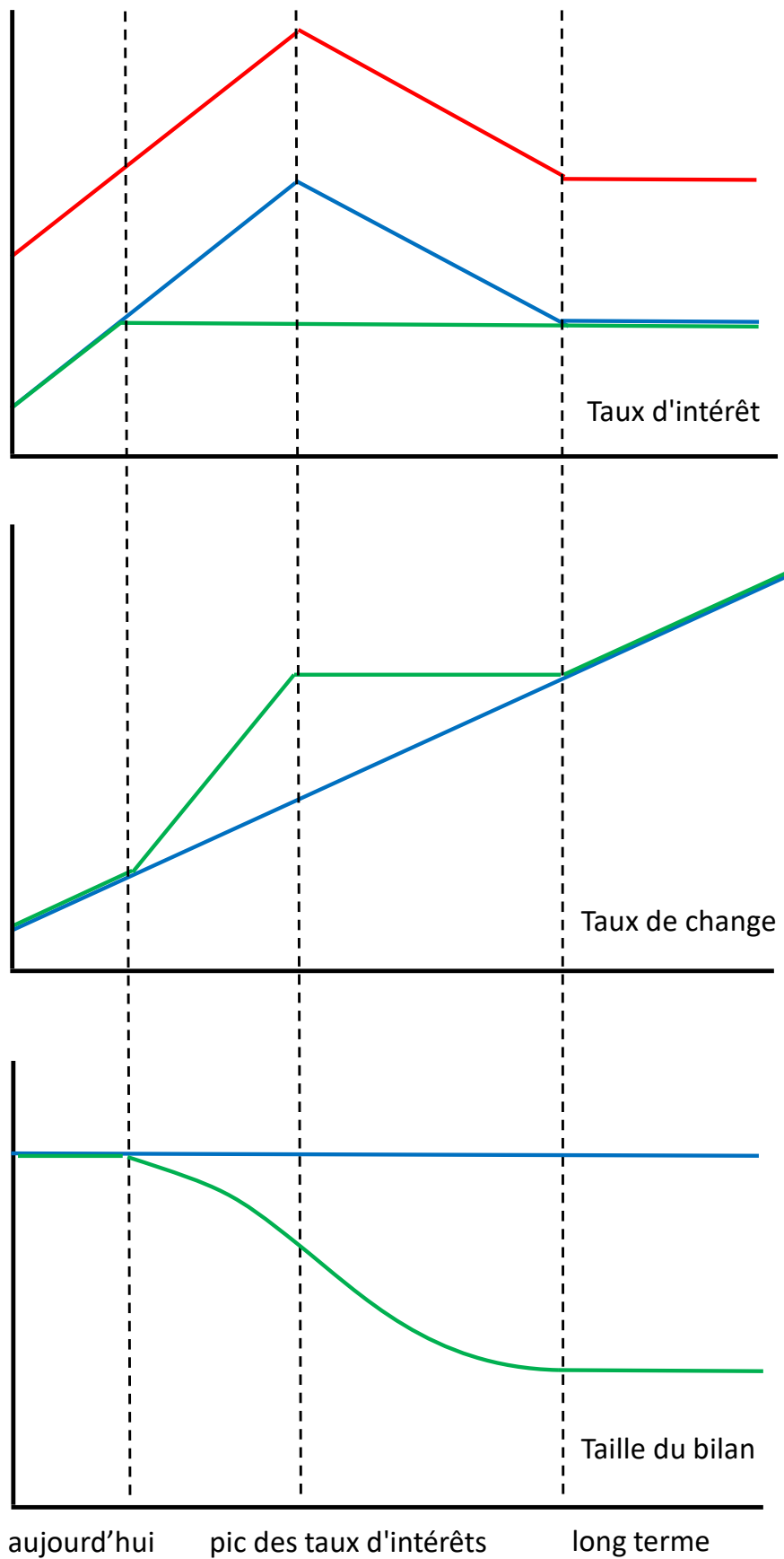


Figure 3. Deux stratégies. En bleu, la stratégie de taux d'intérêt, en vert, la stratégie de bilan, en rouge, le taux d'intérêt étranger. Ces graphiques sont simplifiés et ne donnent qu'une impression stylisée des évolutions.

Dans la pratique, bien sûr, les deux leviers de la politique monétaire sont susceptibles d'être utilisés ensemble. Des chocs importants sont toujours possibles et susceptibles d'affecter le taux de change. Par exemple, comme monnaie refuge, le franc est voué à s'apprécier si une nouvelle crise de l'euro devait émerger ou si la guerre en Ukraine s'intensifie. Ces impondérables signifient que la BNS doit adopter une attitude flexible.

Le but de ce rapport est de montrer que, dans le cadre de ses efforts pour réduire l'inflation, la BNS dispose d'options. Traditionnellement, la BNS a utilisé le taux d'intérêt comme instrument tout comme elle est intervenue sur les marchés de change pour lisser le cours du franc. Depuis la crise financière mondiale et l'épisode prolongé des taux d'intérêt négatifs, elle est intervenue pour éviter une surévaluation du franc, car le taux d'intérêt n'était plus un instrument disponible. Elle a maintenant ramené le taux d'intérêt en territoire positif et permis au franc suisse de s'apprécier sensiblement. L'accent est donc passé de la prévention d'une surévaluation à l'acceptation d'une monnaie nationale forte.

La BNS a maintenant la possibilité de continuer à augmenter le taux d'intérêt en s'alignant sur la BCE (ou la Fed) et en s'abstenant d'interventions importantes sur le marché des changes. Elle peut aussi accorder moins d'importance au taux d'intérêt, ne pas suivre les hausses de taux de la BCE (ou de la Fed) et s'appuyer davantage sur le taux de change pour assurer un retour à la stabilité des prix en vendant des actifs étrangers et en réduisant ainsi activement son bilan.

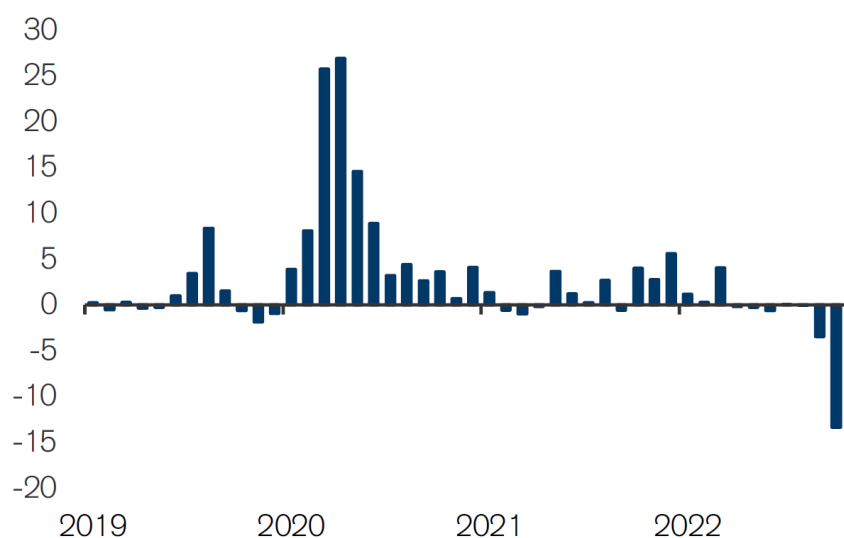


Figure 4. Estimation des interventions de la BNS : les valeurs positives impliquent l'achat d'actifs étrangers, les valeurs négatives impliquent la vente d'actifs étrangers (Source : [Credit Suisse](#))

Le 29 novembre 2022, Bloomberg a cité le vice-président de la BNS, Martin Schlegel, qui a déclaré que la BNS n'avait pas l'intention de réduire son bilan et qu'elle n'avait pas non plus l'intention de l'augmenter. Cela peut être interprété comme l'intention de la BNS de suivre une politique de taux d'intérêt pure et de ne pas vendre ou acheter activement des actifs étrangers. Pourtant, une estimation des interventions de la BNS sur le marché des changes révèle qu'elle pourrait avoir vendu environ 17 milliards de francs d'actifs étrangers en septembre et octobre 2022 (graphique 4). Il est souhaitable qu'elle clarifie ses intentions en matière de politique monétaire.