



The SNB's exchange rate policy comes alive

Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz

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 11.

La version française du rapport commence à la page 21.

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

ABSTRACT

The SNB has acknowledged that foreign exchange market interventions are a full-fledged monetary policy tool. Indeed, well-timed interventions have contributed to achieving one of the world's lowest inflation rate in 2022 and 2023. Both the use of the instrument and its recognition in the monetary policy concept are welcome, but important questions remain:

1. *When and how are exchange rate or intervention decisions made?*
2. *What is the relationship between the interest rate tool and the foreign exchange intervention tool?*
3. *Does the SNB have a target for the exchange rate?*
4. *What is the role of the size of the balance sheet?*
5. *Does political pressure from other central banks constrain the SNB from using the foreign exchange interventions as a tool?*
6. *Should the SNB publish more intervention data?*

ZUSAMMENFASSUNG

Die SNB hat offiziell anerkannt, dass Devisenmarktinterventionen ein vollwertiges geldpolitisches Instrument darstellen. In der Tat haben zeitlich gut abgestimmte Interventionen dazu beigetragen, dass die Inflationsrate in den Jahren 2022 und 2023 zu den niedrigsten der Welt gehört. Sowohl der Einsatz dieses Instruments als auch dessen Anerkennung im geldpolitischen Konzept sind zu begrüßen. Verschiedene Fragen bleiben aber offen:

1. *Wann und wie werden Entscheidungen über Wechselkurse oder Interventionen getroffen?*
2. *Welche Beziehung besteht zwischen dem Zinsinstrument und dem Instrument der Devisenmarktinterventionen?*
3. *Hat die SNB ein Wechselkursziel?*
4. *Welche Rolle spielt die Grösse der Bilanz?*
5. *Behindert politischer Druck anderer Notenbanken die SNB daran, Devisenmarkt-interventionen einzusetzen?*
6. *Sollte die SNB mehr Interventionsdaten veröffentlichen?*

RÉSUMÉ

La BNS a reconnu que les interventions sur le marché des changes constituent un instrument de politique monétaire à part entière. En effet, des interventions effectuées au bon moment ont permis d'atteindre l'un des taux d'inflation les plus bas du monde en 2022 et 2023. L'utilisation de cet instrument et sa reconnaissance dans le concept de politique monétaire sont bienvenues, mais d'importantes questions restent en suspens :

1. *Quand et comment les décisions relatives au taux de change ou aux interventions sont-elles prises ?*
2. *Quelle est la relation entre l'instrument des taux d'intérêt et l'instrument des interventions de change ?*
3. *La BNS a-t-elle un objectif pour le taux de change ?*
4. *Quel est le rôle de la taille du bilan ?*
5. *Les pressions politiques exercées par d'autres banques centrales empêchent-elles la BNS d'utiliser les interventions sur le marché des changes comme un outil ?*
6. *La BNS devrait-elle publier davantage de données sur les interventions ?*

The SNB's exchange rate policy comes alive

1. FX intervention becomes part of the monetary policy strategy

The SNB's monetary policy strategy, announced in 2000, relied on the interest rate as its primary policy instrument. However, in the aftermath of the Global Financial Crisis, the SNB deviated profoundly from this strategy. Until then, the SNB rarely intervened on the foreign exchange market.

As many central banks adopted Quantitative Easing (QE) to expand liquidity in domestic money markets to provide monetary policy stimulus, the SNB recognized that there were too few CHF assets to purchase to do so. It decided instead to provide CHF liquidity by intervening on the foreign exchange market. Satisfying the external demand for CHF was the Swiss version of QE, officially presented as aimed at preventing excessive appreciation of CHF. This led to regular large-scale interventions, over the period 2008-2021 as discussed in Box 1.

At the time, the SNB acted out of necessity. Foreign exchange intervention became an alternative tool to conduct monetary policy once the interest rate tool was exhausted. This was not envisaged in its monetary policy concept, which remained unchanged until 2022, when the SNB revealed that following an internal review the monetary policy concept had been enhanced.

In 2021, the SNB explained in its Accountability Report, that

"An independent monetary policy that is geared towards the objective of price stability fundamentally requires flexible exchange rates. Nevertheless, the SNB intervenes in the foreign exchange market as necessary to ensure appropriate monetary conditions. In so doing, it takes the overall currency situation into consideration. Foreign exchange market interventions are mainly required at present when the appreciation of the Swiss franc poses the threat of sustained negative inflation or deflation. Foreign exchange market interventions can also serve to ensure orderly market conditions in phases of high uncertainty."

(Accountability Report, 2021, p. 25)

It amended this explanation in following year by adding:

[...] In doing so, it does not focus on individual currency pairs, but rather takes the overall currency situation into account. A need for foreign currency purchases arises in particular when the scope for interest rate cuts is small and the appreciation of the Swiss franc threatens to result in a deflationary development. Conversely, foreign currency can also be sold to ensure appropriate monetary conditions." (Accountability Report 2022, p. 28, emphasis added)

This elevates foreign exchange interventions to a tool that can be used for easing or tightening monetary conditions, just like the policy interest rate. In our view, such an important revision of the strategy warrants an extensive discussion and documentation. We would have expected relevant research to be made public and the changes to be discussed in speeches by the senior management to enable the public to understand why and how the monetary policy strategy had been altered.

It is of course helpful that the SNB finally acknowledges in its 2022 strategy review, which seems to cover the period 2008-2021, the important role that the foreign exchange intervention can play and has played in the implementation of monetary policy.

In the second half of 2021, faced with rising inflation, the SNB allowed the exchange rate to appreciate without intervening. President Jordan explained this in a [speech](#) in Jackson Hole in August 2022:

"We already made our initial response to the impending inflationary pressure in the final months of 2021. Both inflation and our inflation forecast at that time were still at a very low level. At our monetary policy assessment in December, we announced that we would allow the Swiss franc to appreciate to a certain extent in nominal terms in order to reduce the inflationary pressure from abroad. The Swiss franc gained around 4% in nominal terms between autumn 2021 and spring 2022, making imports cheaper and so countering the general increase in prices. In June 2022, we then raised the SNB policy rate for the first time in 15 years, by half a percentage point to -0.25%. At the same time, we signalled that further interest rate moves may be necessary in the foreseeable future. With our policy rate rise, the Swiss franc appreciated further."

However, the SNB did more than simply allow the Swiss franc to appreciate. Starting in September 2022, the SNB intervened in the foreign exchange market to further support the strong CHF through sales of foreign assets. This Swiss version of Quantitative Tightening (QT)

represents again a further development of the strategy. Foreign exchange interventions have thus gradually evolved from being a tool to smooth out violent exchange rate movements to a tool that can be used, alongside the policy interest rate, to loosen or to tighten monetary conditions.

Many questions remain unanswered. In this report we review some of these questions. We do not pretend to have answers or even well-defined views about these issues. The SNB should provide clarity about them so that the public can understand and evaluate what it does.

2. When and how are exchange rate or intervention decisions made?

The SNB's Governing Board meets frequently but makes quarterly decisions regarding the policy interest rate. According to the stated strategy, it does so based on the conditional inflation forecast. Between meetings, the market operations function of the third Department keeps the overnight market rate (SARON) close to the policy rate.

Foreign exchange rate interventions occur on a day-by-day basis, often in response to unexpected capital movements originating abroad. The management of the two instruments therefore involves different procedures, both at the design and implementation levels. The SNB indicates that "*FX intervention is a well-established monetary policy instrument at the SNB. For many years, it has used FX intervention as a complementary instrument alongside the policy rate. During this time, it has gained considerable experience in the effective deployment of this instrument*".¹

Questions: Who makes decisions on foreign exchange interventions? Does the full Governing Board decide on every intervention or does it merely give guidelines to the Third Department (responsible for market operations)? How does the bank derive intervention decisions from the conditional inflation forecast? What indicators beside the conditional inflation forecast are used to gauge these decisions? Are these decisions made at quarterly frequency or more often?

3. What is the relationship between the interest rate tool and the foreign exchange intervention tool?

The interest rate and the foreign exchange rate are not independent from each other. Any intervention on one market leaks into the other market.

¹ Antoine Martin and Thomas Moser, "The implementation and transmission of the SNB's monetary policy during the recent tightening cycle," SNB Money Market Event, 18 April 2024 ([link](#)).

Yet, the two instruments have different effects on the economy. The interest rate initially affects private borrowing and lending, with a direct impact on the housing market, while the exchange rate affects imports and exports and has a faster transmission to headline inflation than the interest rate instrument. A recent speech indicates that the SNB is well aware of these differences and intends to take advantage of them.²

Note that prior to 2008, like most other central banks, the SNB sterilized its foreign exchange market interventions. When providing CHF on the foreign exchange markets, it simultaneously withdrew the same amount of liquidity from the domestic money market. The purpose of sterilization is to cut the link between the two policy tools.

The post-2008 strategy is to use interventions to steer monetary policy, so sterilization has been abandoned. The result has been a massive increase in the size of the SNB's balance sheet and in its holding of foreign assets, which raises thorny issues, as we explained in earlier reports. This could affect choices about which instrument to use.

The SNB makes interest rate decisions based on its forecasts of inflation, assuming that the interest rate is unchanged. Now that the exchange rate is recognized as another tool of monetary policy, it should also assume that the exchange rate remains unchanged.

Questions: How does the SNB factor in these important differences, which stand to affect households and corporations? What weight does it put on speed of effects? Is there a hierarchy on the instruments? What is the role of the exchange rate in the production of conditional forecasts?

4. Does the SNB have a target for the exchange rate?

The communication about the two instruments differs. Interest rate decisions are announced every quarter. Decisions to intervene in the foreign exchange market are typically not communicated, neither in advance nor after the fact. The SNB has so far only vaguely indicated its view about the "correct" exchange rate level by using phrases such as "the Swiss franc is strongly overvalued" and the like.

With no indication of what exchange rate the SNB is aiming at, it is impossible to assess how far and why the actual exchange rate moves away from the desired level, if any. Furthermore, as far as the impact on trade is concerned, what matters is the real exchange rate. This seems what the SNB has in mind but, again, it publishes various measures of the

² Martin Schlegel, "Interest rates and foreign exchange interventions: Achieving price stability in challenging times," ICMB Public Lecture, 9 April 2024 ([link](#)). We come back to this speech in Section 5.

real exchange rate without indicating which one it considers most relevant. One exception to this vagueness was the introduction of the lower bound with respect to the euro.

In general, clarity about the desired exchange rate can stabilize expectations. Investors often find it risky to challenge the central bank, so that the investors are likely to bid the exchange rate in the direction the central bank desires. At times, however, the target or limit that the central bank makes public can be challenged as well, in which case a clearly publicized target is a disadvantage. This risk is an important reason why many central banks have abandoned controlling their exchange rate.

Questions: Does the SNB have a target for the level of the exchange rate, or only for the direction in which it shall move? Does the SNB decide on a quantity of interventions (a number of billion francs), or does it decide on a level of the exchange rate that should be achieved? When it intervenes in the foreign exchange market to change monetary conditions, how does it communicate that?

5. Political constraints and secondary objectives

Now that the SNB has explained that foreign exchange rate interventions are part of its toolkit, it is incumbent on the SNB to clarify its strategy. Two additional questions emerge.

The first question concerns the episode between September 2022 and November 2023. The SNB raised its interest rate and at the same time intervened on the foreign exchange market, buying francs and selling foreign assets to reduce inflation through exchange rate appreciation. It did not have to use the exchange rate since it could simply have raised the interest rate further, as other central banks did then. This episode was discussed in detail in a speech by Martin Schlegel.³ He hints that one reason to also use interventions was that the exchange rate affects inflation quicker than the transmission through the interest rate. This is of course sensible: now that the exchange rate is established as a second instrument, it does make sense to take advantage of the differences in the respective transmission mechanisms.

One may wonder if the SNB also had a secondary objective in selling foreign assets. It might have seized the occasion to shrink its inflated balance sheet. Such a large balance sheet produces very volatile profits and losses for the SNB, which has led to a lot of unwelcome political

³ Martin Schlegel, "Interest rates and foreign exchange interventions: Achieving price stability in challenging times," ICMB Public Lecture, 9 April 2024 ([link](#)).

attention. To the best of our knowledge, the SNB has neither confirmed nor denied this hypothesis.

The second issue concerns the opposite case when the SNB intervened to weaken the franc to support the economy. It did so on a regular basis from October 2008 to August 2022. During that period, the SNB was accused of manipulating the exchange rate to achieve an unfair comparative advantage.⁴ The SNB has always denied this accusation, pointing instead to the risk that capital inflows occasionally threaten to cause an exchange rate overvaluation. Is it reasonable to assume that other countries largely accepted this policy because the SNB was out of options, having a zero or even negative policy rate? If so, would the SNB still contemplate using foreign exchange interventions to weaken the franc even if the policy rate was not at the lower bound? Or would it refrain from that because it would be seen as unfair currency manipulation?

Questions: Does the reduction of the balance sheet represent a secondary objective that makes the SNB prefer selling foreign assets even if it could use interest rate to achieve its objective? Are expansionary foreign exchange interventions contemplated only when the interest rate tool is unavailable?

6. Publish more intervention data?

The SNB [publishes](#) intervention data at quarterly frequency since 2020. To be able to gauge interventions farther back, they must be estimated. This is possible with some imprecision by analyzing the components of balance sheet of the SNB which it publishes monthly. We use a formula that was originally developed by Maxime Botteron (UBS), which is explained in the note to Figure 1. The estimate is not perfect, but close to the values the SNB publishes (except for the emergency liquidity operations in connection with the demise of Credit Suisse, which Botteron's formula is not expected to deal with).

There was a time when central banks valued secrecy to the point that some were even reluctant to announce their interest rate decisions. Over time most have recognized the merits of a high degree of transparency and the SNB has moved in the same direction. A similar evolution has been under way concerning foreign exchange market interventions. Eight of ten developed country central banks surveyed by the IMF 2016 now disclose their interventions, either when they conduct them or with lags: Australia, Canada, Euro area, Iceland, Japan, Sweden, UK and US.

⁴ See our report "The SNB is not a currency manipulator", 1 January 2021 ([link](#)).

Those that do not release any information are Korea and Singapore. Switzerland did not participate in the survey.⁵

Questions: Are the quarterly intervention data published by the SNB sufficiently informative? Why not publish data monthly, perhaps with some lag? Would publishing historical data starting in 2008 when interventions became important be helpful for evaluating SNB policy?

⁵ Source: Oscar A. Hendrick, Nicolás E. Magud, and Asad Qureshi (2019) "A Taxonomy of Intervention" in: Chamon, David Hofman, Nicolás E. Magud, and Alejandro Werner (Eds), *Foreign exchange intervention in inflation targeters in Latin America*, IMF.

Box 1 Exchange rate policy: 2000 to 2024

Since the release of the new monetary policy concept in 2000, there have been three broad types of exchange rate policy pursued by the SNB. They are shown in Figures 1 and 2 and discussed below.

① Interest policy alone (until September 2008)

In this period, the SNB used only the interest rate as its policy tool, as mandated by its monetary policy concept. The exchange rate was broadly stable, so that there was no immediate need to intervene.

② Exchange rate policy alone (October 2008 to August 2022)

After the global financial crisis, all major central banks rapidly lowered their policy rates, as did the SNB. Interest rates were close to zero and the inflation rate was also unusually low, hovering below zero. At the same time, the franc appreciated.

Faced with an inability to use the interest rate instrument, the SNB started to provide liquidity to the market by purchasing foreign assets. This can be interpreted as the Swiss variation of quantitative easing (QE). Other central banks implemented QE using domestic assets.

Foreign asset purchases became the main policy instrument. The SNB intervened in the foreign exchange market at a substantial scale, which multiplied the size of its balance sheet from CHF 130 billion in mid-2008 to over CHF 1 trillion in 2021.

The interventions were not uniform across this long time span but varied with the development of the Swiss economy and the inflation rate. Throughout, the SNB did not communicate a particular exchange rate target, but only indicated that whether it deemed the franc to be overvalued or strongly overvalued.

One exception was the period from September 6, 2011, to January 15, 2015, when the SNB committed to a floor of EUR/CHF. It had to defend this floor only in the beginning with very substantial interventions.

Shortly before abandoning the floor, substantial interventions were again required. It continued to intervene after that in a sustained and substantial fashion.

③ Interest rate policy and interventions together to fight inflation (September 2022 to November 2023), see Figure 2

The recovery from the COVID pandemic was accompanied by a worldwide rise in inflation. Initially most central banks, including the SNB, did not react because they expected the inflation surge to be temporary.

After the inflation breached the 2% upper limit of the range the SNB uses to define price stability, it started to raise the policy rate quickly in June 2022. According to our estimates, it intervened in the foreign exchange market to strengthen the Franc in September or October of the same year, until November of the following year. We see sustained interventions in this period of roughly CHF 10 billion per month.

Box 1 (continued)

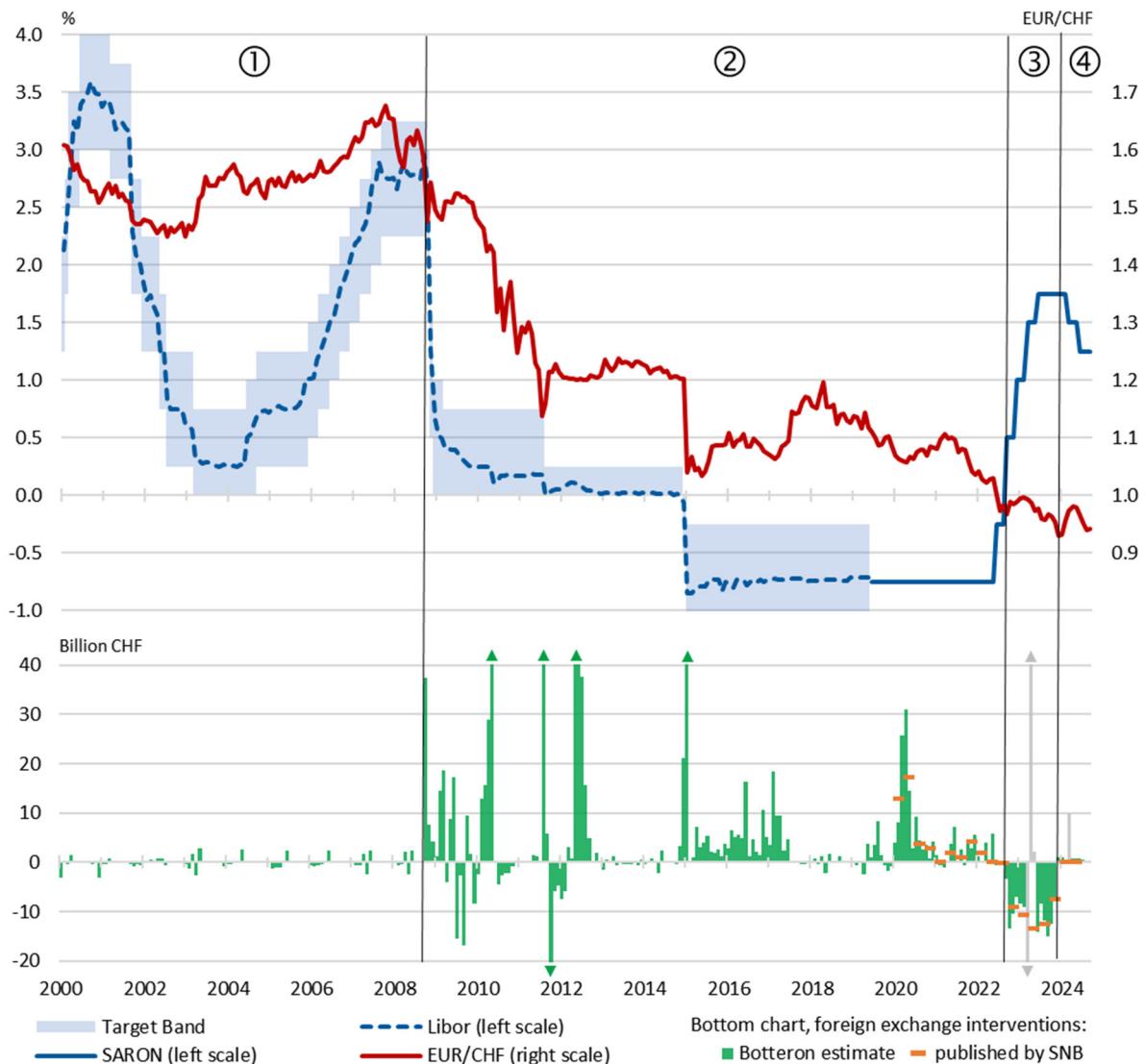


Figure 1: Monetary policy since 2000.

Note: The orange lines in the lower chart are the quarterly intervention data that the SNB publishes (divided by three to make them comparable with monthly data). The green bars in the same chart are estimates of foreign exchange interventions. We do this by studying the liability side of the balance sheet to isolate changes that involve foreign assets. The main component is the change of sight deposits for domestic and foreign banks. We must control for the changes of liabilities that are due to repo transactions or happen in the account of the federal government, because these changes do not indicate interventions. We use Maxime Botteron's formula: Change of sight deposits of domestic and foreign banks and institutions *plus* Change of amount due to the Confederation *plus* Change of other sight deposits *plus* Change of banknotes in circulation *plus* Change of SNB bills *plus* Change of liabilities from CHF repo transactions *minus* Change of claims from CHF repo transactions *minus* Change of secured loans (COVID) *minus* Profit distribution. The occasional arrows on top of the bars indicate that the levels exceed the boundaries of the axis. The four grey bars in 2023 and 2024 are distorted due to the emergency liquidity operations in connection with the demise of Credit Suisse.

Box 1 (continued)

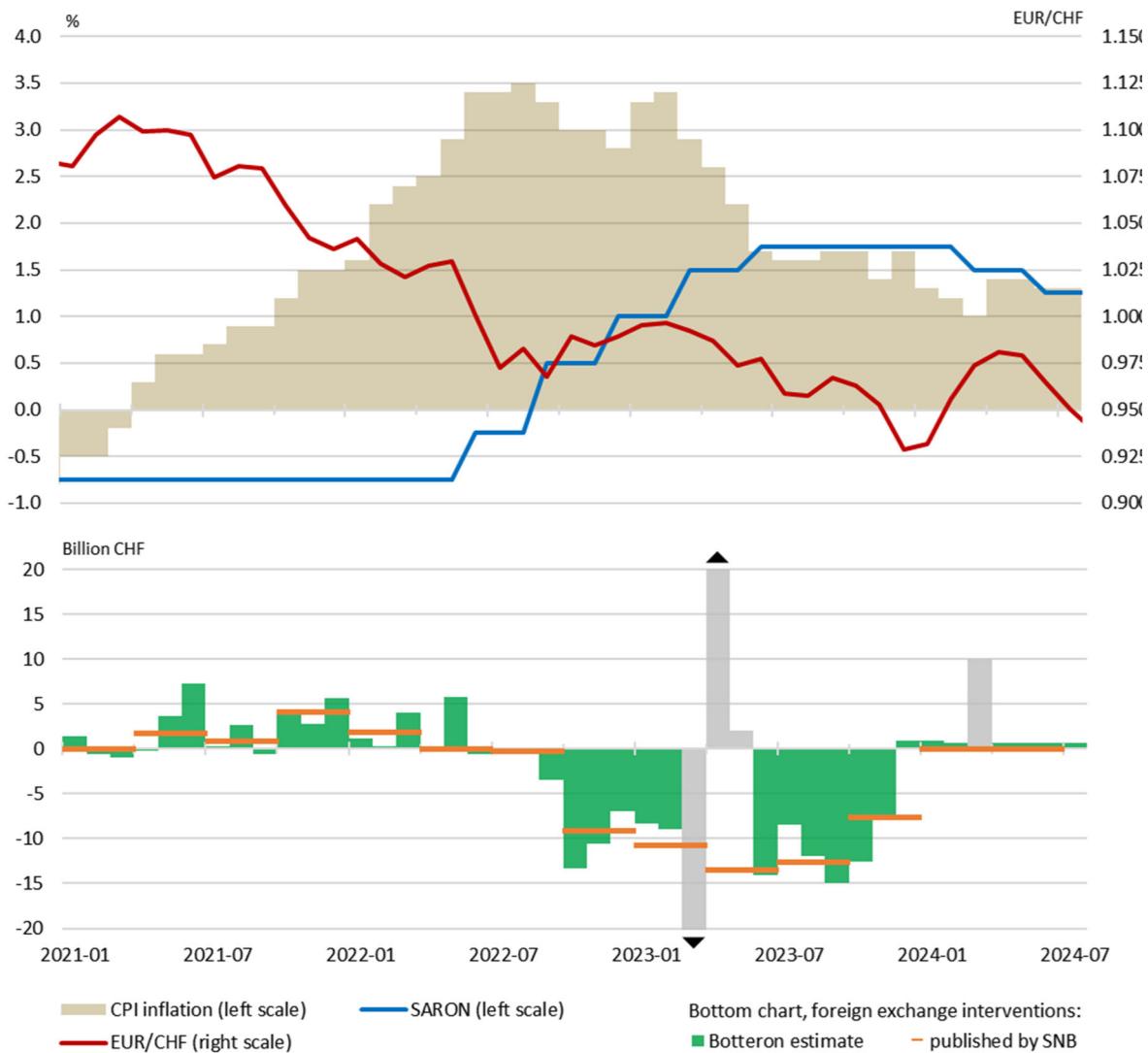


Figure 2: Monetary policy since 2021.

The SNB has thus simultaneously raised the interest rate and intervened to strengthen the franc — both moves tightening the monetary conditions — at the same time. This is an example when the SNB used its two tools in tandem. As far as we know, this is also the first time in Swiss monetary history that the SNB has actively pushed the Franc up.

④ Back to normal? (since December 2023)

With inflation having returned to the target range, and given the slowdown in economic activity among Switzerland's main trading partners, the SNB adopted a neutral or slightly expansionary monetary policy. It cut its interest rate before most other major central banks. Even so, the exchange rate has appreciated modestly, and foreign exchange market interventions have ceased.

Die Wechselkurspolitik der SNB wird offiziell

1. Devisenmarktinterventionen werden Teil der geldpolitischen Strategie

Die im Jahr 2000 neu implementierte geldpolitische Strategie der SNB stützte sich auf den Zinssatz als wichtigstes geldpolitisches Instrument. In der globalen Finanzkrise wich die SNB jedoch von dieser Strategie grundlegend ab. Bis dahin intervenierte die SNB nur selten am Devisenmarkt.

Während viele Notenbanken «Quantitative Easing» (QE) einsetzten, um die Liquidität an den inländischen Geldmärkten auszuweiten und so geldpolitische Impulse zu geben, erkannte die SNB, dass es zu wenig CHF-Aktiva gab, um diese zu kaufen. Sie beschloss stattdessen, durch Interventionen am Devisenmarkt Liquidität in CHF bereitzustellen. Die Befriedigung der Auslandsnachfrage nach CHF war die Schweizer Version von QE, die offiziell damit begründet wurde, eine übermässige Aufwertung des CHF zu verhindern. Dies führte zu regelmässigen Interventionen in grossem Umfang im Zeitraum 2008-2021, wie in Box 1 erläutert.

Damals handelte die SNB aus der Not heraus. Die Devisenmarktinterventionen wurden zu einem alternativen Instrument der Geldpolitik, nachdem das Instrument der Zinssätze ausgeschöpft war. Dies war in ihrem geldpolitischen Konzept nicht vorgesehen, das bis 2022 unverändert blieb, bis die SNB bekannt gab, dass das geldpolitische Konzept nach einer internen Überprüfung erweitert wurde.

Im Rechenschaftsbericht von 2021 kommunizierte die SNB:

«Eine eigenständige, am Ziel der Preisstabilität orientierte Geldpolitik setzt grundsätzlich flexible Wechselkurse voraus. Dennoch interveniert die Nationalbank bei Bedarf am Devisenmarkt, um für angemessene monetäre Bedingungen zu sorgen. Sie berücksichtigt hierbei die gesamte Währungssituation. Ein Bedarf für Devisenmarktinterventionen ergibt sich gegenwärtig vor allem dann, wenn durch die Aufwertung des Frankens eine anhaltend negative Inflation bzw. Deflation droht. Devisenmarktinterventionen können zudem in Phasen grosser Unsicherheit dazu dienen, für geordnete Marktverhältnisse zu sorgen.» (Rechenschaftsbericht 2023, S. 25)

Im Jahr darauf ergänzte die SNB ihre Darlegung:

«Sie berücksichtigt hierbei nicht einzelne Währungspaare, sondern die gesamte Währungssituation. Ein Bedarf für Devisenkäufe ergibt sich vor allem dann, wenn der Spielraum für Zinssenkungen klein ist und durch die Aufwertung des Frankens eine deflationäre Entwicklung droht. Umgekehrt können Devisen zur Gewährleistung angemessener monetärer Bedingungen auch verkauft werden.» (Rechenschaftsbericht 2023, S. 25, Hervorhebung ergänzt)

Damit werden Devisenmarktinterventionen zu einem Instrument, das ebenso wie der Leitzins zur Lockerung oder Straffung der monetären Bedingungen eingesetzt werden kann. Unserer Ansicht nach rechtfertigt eine so wichtige Überarbeitung der Strategie eine ausführliche Diskussion und Dokumentation. Wir hätten erwartet, dass einschlägige Forschungsarbeiten und Evaluationen veröffentlicht und die Änderungen in Reden der obersten Führungsebene erörtert werden, damit die Öffentlichkeit versteht, warum und wie die geldpolitische Strategie geändert wurde.

Es ist natürlich hilfreich, dass die SNB in ihrer Strategieüberprüfung 2022, die sich auf den Zeitraum 2008-2021 zu erstrecken scheint, endlich die wichtige Rolle anerkennt, welche die Devisenmarktinterventionen bei der Umsetzung der Geldpolitik spielen.

In der zweiten Hälfte des Jahres 2021 liess die SNB angesichts der steigenden Inflation eine Aufwertung des Wechselkurses zu, ohne zu intervenieren. Präsident Jordan erläuterte dies in einer [Rede](#) in Jackson Hole im August 2022:

"Wir haben bereits in den letzten Monaten des Jahres 2021 aufgrund des drohenden Inflationsdrucks reagiert. Sowohl die Inflation als auch unsere Inflationsprognose lagen damals noch auf einem sehr tiefen Niveau. An der geldpolitischen Lagebeurteilung im Dezember haben wir angekündigt, dass wir eine gewisse nominale Aufwertung des Frankens zulassen werden, um den Inflationsdruck aus dem Ausland zu reduzieren. Zwischen Herbst 2021 und Frühjahr 2022 wertete der Franken nominal um rund 4% auf, was die Importe verbilligte und so dem allgemeinen Preisanstieg entgegenwirkte. Im Juni 2022 haben wir dann den Leitzins der SNB zum ersten Mal seit 15 Jahren um einen halben Prozentpunkt auf -0,25% erhöht. Gleichzeitig haben wir signalisiert, dass in absehbarer Zeit weitere Zinsschritte notwendig sein könnten. Mit unserer Leitzinserhöhung wertete der Schweizer Franken weiter auf." (eigene Übersetzung)

Die SNB hat jedoch mehr getan, als nur die Aufwertung des Schweizer Frankens zuzulassen. Ab September 2022 intervenierte die SNB am Devisenmarkt, um den starken CHF durch Verkäufe von ausländischen Vermögenswerten weiter zu stützen. Diese Schweizer Version der quantitativen Straffung (QT) stellt wiederum eine Weiterentwicklung der Strategie dar. Devisenmarktinterventionen haben sich somit schrittweise von einem Instrument zur Glättung heftiger Wechselkurschwankungen zu einem Instrument entwickelt, das neben dem Leitzins zur Lockerung oder Straffung der monetären Bedingungen eingesetzt werden kann.

Viele Fragen bleiben offen. In diesem Bericht gehen wir auf einige dieser Fragen ein. Wir geben nicht vor, klare Ansichten oder gar Antworten zu diesen Fragen zu haben. Die SNB sollte Klarheit über diese Punkte schaffen, damit die Öffentlichkeit verstehen und bewerten kann, was sie tut.

2. Wann und wie werden Entscheidungen über Wechselkurse oder Interventionen getroffen?

Das Direktorium der Nationalbank tritt häufig zusammen, entscheidet aber nur vierteljährlich über den Leitzins. Gemäss der erklärten Strategie tut es dies auf der Grundlage der bedingten Inflationsprognose. Zwischen den Sitzungen wird der Tagesgeldsatz (SARON) durch die Marktoperationen des dritten Departements in der Nähe des Leitzinses gehalten.

Devisenmarktinterventionen werden täglich durchgeführt, oft als Reaktion auf unerwartete Kapitalbewegungen aus dem Ausland. Die Verwaltung der beiden Instrumente umfasst daher unterschiedliche Verfahren, sowohl auf der Planungs- als auch auf der Durchführungs-ebene. Die SNB weist darauf hin, dass "*Devisenmarktinterventionen ein gut etabliertes geldpolitisches Instrument der SNB sind. Seit vielen Jahren setzt sie die Devisenmarktinterventionen als ergänzendes Instrument zum Leitzins ein. In dieser Zeit hat sie beträchtliche Erfahrungen mit dem wirksamen Einsatz dieses Instruments gesammelt*".⁶

Fragen: Wer trifft die Entscheidungen über Devisenmarktinterventionen? Entscheidet das gesamte Direktorium über jede Intervention und gibt es dem dritten Departement (zuständig für Marktoperationen) lediglich Leitlinien vor? Wie leitet die Bank Interventionsentscheidungen aus der bedingten Inflationsprognose ab? Welche Indikatoren neben der

⁶ Antoine Martin und Thomas Moser, "Die Umsetzung und Transmission der Geldpolitik der SNB im jüngsten Straffungszyklus," SNB Geldmarktveranstaltung, 18. April 2024 ([Link](#)).

bedingten Inflationsprognose werden zur Beurteilung dieser Entscheidungen herangezogen? Werden diese Entscheidungen in vierteljährlichen Abständen oder häufiger getroffen?

3. Welches Verhältnis besteht zwischen dem Instrument der Zinssätze und dem Instrument der Devisenmarktinterventionen?

Der Zinssatz und der Devisenkurs sind nicht unabhängig voneinander. Jede Intervention auf dem einen Markt wirkt sich auf den anderen Markt aus. Dennoch haben die beiden Instrumente unterschiedliche Auswirkungen auf die Wirtschaft. Der Zinssatz wirkt sich zunächst auf die private Kreditaufnahme und -vergabe aus, was sich direkt auf den Wohnungsmarkt auswirkt, während sich der Wechselkurs auf die Importe und Exporte auswirkt und schneller auf die Gesamtinflation wirkt als das Zinsinstrument. Aus einer kürzlich gehaltenen Rede geht hervor, dass sich die SNB dieser Unterschiede bewusst ist und sie zu ihrem Vorteil nutzen will.⁷

Man beachte, dass die SNB vor 2008, wie die meisten anderen Notenbanken, ihre Devisenmarktinterventionen sterilisierte: Wenn sie CHF auf den Devisenmärkten verkaufte, zog sie gleichzeitig die gleiche Menge an Liquidität vom inländischen Geldmarkt ab. Der Zweck der Sterilisierung besteht darin, die beiden Politikinstrumente voneinander zu trennen.

Seit 2008 besteht die Strategie darin, die Geldpolitik durch Interventionen zu steuern, weshalb die Sterilisierung aufgegeben wurde. Dies hat zu einer massiven Ausweitung der SNB-Bilanz und des Bestands an ausländischen Vermögenswerten geführt, was für die SNB schwierige Fragen aufgeworfen hat, welche wir in früheren Berichten erläutert haben. Die Grösse der Bilanz könnte die Wahl des Instruments beeinflussen.

Die SNB trifft ihre Zinsentscheidungen auf der Grundlage ihrer Inflationsprognosen und geht dabei von einem unveränderten Zinssatz aus. Da nun auch Wechselkursinterventionen als Instrument in das geldpolitische Konzept Eingang gefunden haben, sollte sie bei der Erstellung der bedingten Inflationsprognose davon ausgehen, dass auch der Wechselkurs unverändert bleibt.

Fragen: Wie berücksichtigt das SNB diese wichtigen Unterschiede, die sich auf Haushalte und Unternehmen auswirken werden? Welches

⁷ Martin Schlegel, „Zinsen und Devisenmarktinterventionen: Gewährleistung der Preisstabilität in herausfordernden Zeiten“, Öffentliche Vorlesung am ICMB, Genf, 9. April 2024 ([Link](#)). Wir kommen auf diese Rede in Abschnitt 5 zurück.

Gewicht misst sie der Geschwindigkeit der Transmission bei? Gibt es eine Hierarchie der Instrumente? Welche Rolle spielt der Wechselkurs bei der Erstellung der bedingten Prognosen?

4. Hat die SNB ein Ziel für den Wechselkurs?

Die SNB kommuniziert verschieden über die beiden Instrumente. Zinsentscheidungen werden vierteljährlich bekannt gegeben. Beschlüsse über Interventionen am Devisenmarkt werden in der Regel nicht kommuniziert, weder im Voraus noch im Nachhinein. Die SNB hat ihre Ansicht über das «richtige» Wechselkursniveau bisher nur vage angedeutet, indem sie Formulierungen wie «der Schweizer Franken ist stark überbewertet» und ähnliches verwendete.

Da nicht bekannt ist, welchen Wechselkurs die SNB anstrebt, kann nicht beurteilt werden, inwieweit und warum sich der tatsächliche Wechselkurs von dem gewünschten Niveau entfernt, wenn überhaupt. Was die Auswirkungen auf die Wirtschaft anbelangt, so ist der reale Wechselkurs ausschlaggebend. Diesen scheint die SNB im Auge zu haben, aber auch hier veröffentlicht sie verschiedene Masse für den realen Wechselkurs, ohne zu bezeichnen, welchen sie für den wichtigsten hält. Eine Ausnahme von dieser Unbestimmtheit war die Einführung der Untergrenze für den Euro.

Im Allgemeinen kann eine klare Aussage über den gewünschten Wechselkurs die Erwartungen stabilisieren. Die Anleger halten es oft für riskant, die Notenbank herauszufordern, so dass die Anleger den Wechselkurs wahrscheinlich in die von der Notenbank gewünschte Richtung bieten werden. Manchmal kann jedoch auch das von der Notenbank bekannt gegebene Ziel oder Limit in Frage gestellt werden, so dass ein klar bekannt gegebenes Ziel von Nachteil ist. Dieses Risiko ist ein wichtiger Grund, weshalb viele Notenbanken aufgehört haben, ihren Wechselkurs zu steuern.

Fragen: Hat die SNB ein Ziel für die Höhe des Wechselkurses, oder nur für die Richtung, in die er sich bewegen soll? Entscheidet die SNB über eine bestimmte Menge an Interventionen (eine Anzahl von Milliarden Franken), oder entscheidet sie über ein Wechselkursniveau, das erreicht werden soll? Wenn sie am Devisenmarkt interveniert, um die monetären Bedingungen zu verändern, wie kommuniziert sie dies?

5. Politische Sachzwänge und Nebenziele

Nachdem die SNB nun erklärt hat, dass Devisenmarktinterventionen zu ihrem Instrumentarium gehören, sollte sie ihre Strategie eingehender erläutern. Es stellen sich zwei zusätzliche Fragen.

Die erste Frage betrifft die Episode zwischen September 2022 und November 2023. Die SNB erhöhte ihren Zinssatz und intervenierte gleichzeitig am Devisenmarkt, indem sie Franken zurückkaufte und ausländische Vermögenswerte verkaufte, um die Inflation durch eine Aufwertung des Wechselkurses zu senken. Sie hätte den Wechselkurs nicht einsetzen müssen, da sie den Zinssatz einfach weiter hätte anheben können, wie es andere Notenbanken damals taten. Diese Episode wurde in einem Vortrag von Martin Schlegel eingehend erörtert.⁸ Er deutet an, dass einer der Gründe für die Interventionen auch darin bestand, dass der Wechselkurs die Inflation schneller beeinflusst als die Transmission über den Zinssatz. Nachdem die Wechselkursinterventionen als zweites Instrument etabliert sind ist es sinnvoll, sich die Unterschiede in den jeweiligen Transmissionsmechanismen zu nutzen.

Man kann sich fragen, ob die SNB mit dem Verkauf ausländischer Vermögenswerte auch ein sekundäres Ziel verfolgt haben könnte. Sie könnte die Gelegenheit genutzt haben, um ihre aufgeblähte Bilanz zu verkleinern. Eine derartig umfangreiche Bilanz führt zu sehr volatilen Gewinnen und Verlusten für die SNB, was zu einer Menge unwillkommener politischer Aufmerksamkeit geführt hat. Unseres Wissens hat die SNB diese These bisher weder bestätigt noch dementiert.

Die zweite Frage betrifft den umgekehrten Fall, als die SNB zur Schwächung des Frankens intervenierte, um die Wirtschaft zu stützen. Sie tat dies regelmässig von Oktober 2008 bis August 2022. In diesem Zeitraum wurde der SNB gelegentlich vorgeworfen, den Wechselkurs zu manipulieren, um einen unfairen Wettbewerbsvorteil zu erlangen.⁹ Die SNB hat diesen Vorwurf stets zurückgewiesen und stattdessen auf das Risiko verwiesen, dass Kapitalzuflüsse gelegentlich eine Überbewertung des Wechselkurses verursachen. Kann man davon ausgehen, dass die anderen Länder diese Politik weitgehend akzeptiert haben, weil die SNB mit einem Leitzins von null oder sogar negativ keine andere Wahl mehr hatte? Wenn ja, würde die SNB auch dann Devisenmarktinterventionen zur Schwächung des Frankens in Erwägung ziehen, wenn der Leitzins nicht an der Untergrenze läge? Oder würde sie davon absehen, weil dies als unlautere Währungsmanipulation angesehen würde?

Fragen: Stellt der Bilanzabbau ein Nebenziel dar, das die SNB dazu veranlasst, den Verkauf von ausländischen Vermögenswerten vorzuziehen, auch wenn sie ihr Ziel mit dem Zinssatz erreichen könnte?

⁸ Martin Schlegel, „Zinsen und Devisenmarktinterventionen: Gewährleistung der Preisstabilität in herausfordernden Zeiten“, Öffentliche Vorlesung am ICMB, Genf, 9. April 2024 ([Link](#)).

⁹ Siehe unseren Bericht „The SNB is not a currency manipulator“ vom 1. Januar 2021 ([Link](#)).

Werden expansive Devisenmarktinterventionen nur dann in Betracht gezogen, wenn das Instrument des Zinssatzes nicht zur Verfügung steht?

6. Mehr Interventionsdaten veröffentlichen?

Die SNB [veröffentlicht](#) die Interventionsdaten seit 2020 vierteljährlich. Um weiter zurückliegende Interventionen beurteilen zu können, müssen sie geschätzt werden. Dies ist mit einer gewissen Ungenauigkeit möglich, indem die Komponenten der SNB-Bilanz analysiert werden, die die SNB monatlich veröffentlicht. Wir verwenden eine Formel, die ursprünglich von Maxime Botteron (UBS) entwickelt wurde und die in der Anmerkung zu Abbildung 1 erläutert wird. Die Schätzung ist nicht perfekt, ist aber nahe an den von der SNB veröffentlichten Werten (mit Ausnahme der Liquiditätsnotoperationen im Zusammenhang mit dem Untergang der Crédit Suisse, die Botterons Formel nicht berücksichtigen kann).

Früher waren Notenbanken derart zurückhaltend in ihrer Kommunikation, dass einige sogar zögerten, ihre Zinsentscheidungen bekannt zu geben. Im Laufe der Zeit haben die meisten die Vorzüge einer transparenten Kommunikation erkannt, und die SNB hat sich in dieselbe Richtung bewegt. Eine ähnliche Entwicklung hat sich bei den Devisenmarktinterventionen vollzogen. Acht der zehn vom IWF 2016 befragten Notenbanken der Industrieländer legen ihre Interventionen nun offen, entweder wenn sie sie durchführen oder mit Verzögerung: Australien, Kanada, Eurozone, Island, Japan, Schweden, Vereinigtes Königreich und USA. Diejenigen, die keine Informationen veröffentlichen, sind Korea und Singapur. Die Schweiz hat sich nicht an der Umfrage beteiligt.¹⁰

Fragen: Sind die von der SNB veröffentlichten vierteljährlichen Interventionsdaten ausreichend informativ? Warum werden die Daten nicht monatlich veröffentlicht, vielleicht mit einer gewissen Verzögerung? Wäre die Veröffentlichung historischer Daten ab 2008, als die Interventionen wichtig wurden, hilfreich für die Bewertung der SNB-Politik?

¹⁰ Quelle: Oscar A. Hendrick, Nicolás E. Magud, und Asad Qureshi (2019) "A Taxonomy of Intervention" in: Chamon, David Hofman, Nicolás E. Magud, and Alejandro Werner (Eds), *Foreign exchange intervention in inflation targeters in Latin America*, IMF.

Box 1 Wechselkurspolitik: 2000 bis 2024

Seit der Verabschiedung des neuen geldpolitischen Konzepts im Jahr 2000 hat die Nationalbank im Wesentlichen drei Arten von Wechselkurspolitik verfolgt. Sie sind in den Abbildungen 1 und 2 dargestellt und werden im Folgenden erläutert.

① Nur Zinspolitik (bis September 2008)

In diesem Zeitraum setzte die Nationalbank nur den Zinssatz als geldpolitisches Instrument ein, wie es ihr geldpolitisches Konzept vorsieht. Der Wechselkurs war weitgehend stabil, so dass keine unmittelbare Notwendigkeit für Interventionen bestand.

② Wechselkurspolitik allein (Oktober 2008 bis August 2022)

Nach der globalen Finanzkrise haben alle grossen Notenbanken ihre Leitzinsen rasch gesenkt, so auch die SNB. Die Zinssätze lagen nahe bei null und auch die Inflationsrate war ungewöhnlich niedrig und zeitweise gar negativ. Zugleich wertete der Franken auf.

Da die SNB nicht mehr in der Lage war, das Zinsinstrument zu nutzen, begann sie, den Markt mit viel Liquidität zu versorgen, indem sie ausländische Vermögenswerte kaufte. Dies kann als die Schweizer Variante der quantitativen Lockerung (QE) interpretiert werden. Andere Notenbanken führten QE mit inländischen Vermögenswerten durch.

Die Ankäufe von ausländischen Vermögenswerten wurden zum wichtigsten politischen Instrument. Die SNB intervenierte in erheblichem Umfang am Devisenmarkt, wodurch sich der Umfang ihrer Bilanz von 130 Mrd. Franken Mitte 2008 auf über 1 Billion Franken im Jahr 2021 vervielfachte.

Die Interventionen waren über diese lange Zeitspanne nicht einheitlich, sondern variierten mit der Entwicklung der Schweizer Wirtschaft und der Inflationsrate. Während der gesamten Zeit kommunizierte die SNB kein bestimmtes Wechselkursziel, sondern gab nur an, ob sie den Franken für überbewertet oder stark überbewertet hielt.

Eine Ausnahme bildete der Zeitraum vom 6. September 2011 bis zum 15. Januar 2015, als sich die SNB zu einer Untergrenze von EUR/CHF verpflichtete. Sie musste diese Untergrenze nur anfangs mit sehr umfangreichen Interventionen verteidigen.

Kurz vor der Aufgabe der Untergrenze waren erneut erhebliche Interventionen erforderlich. Aber auch nach Aufgabe der Untergrenze griff sie immer wieder in erheblichem Umfang ein.

③ Zinspolitik und Interventionen zusammen zur Inflationsbekämpfung (September 2022 bis November 2023), siehe Abbildung 2

Die Erholung von der COVID-Pandemie wurde von einem weltweiten Anstieg der Inflation begleitet. Die meisten Notenbanken, darunter auch die SNB, reagierten zunächst nicht, da sie davon ausgingen, dass der Inflationsschub nur vorübergehend sein würde.

Box 1 (Fortsetzung)

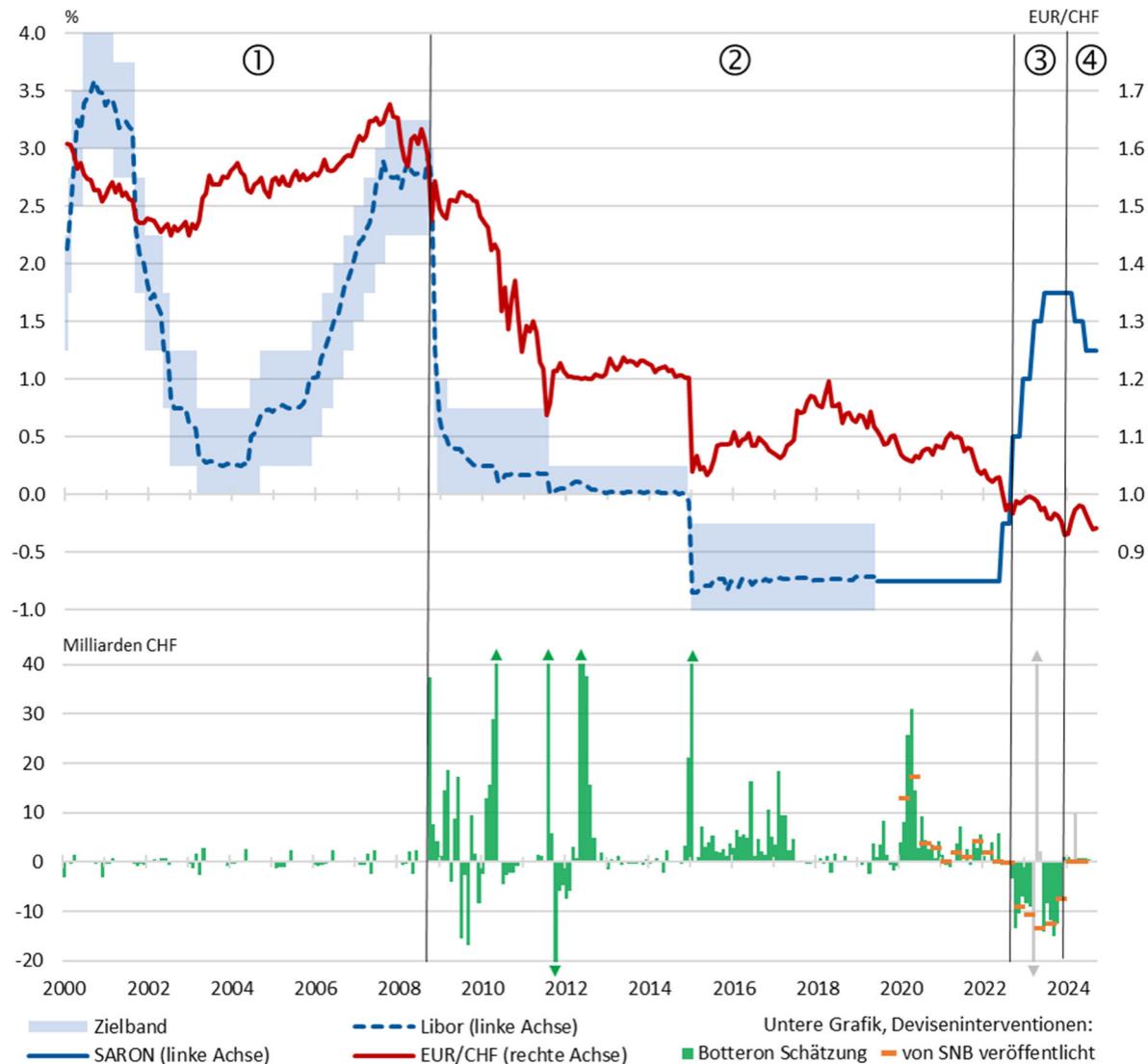


Abbildung 1: Geldpolitik seit 2000.

Bemerkung: Die orangen Linien im unteren Diagramm sind die vierteljährlichen Interventionsdaten, die die SNB veröffentlicht (dividiert durch drei, um sie mit den monatlichen Daten vergleichbar zu machen). Die grünen Balken im gleichen Diagramm sind Schätzungen der Devisenmarktinterventionen. Zu diesem Zweck untersuchen wir die Passivseite der Bilanz, um Veränderungen zu isolieren, die ausländische Vermögenswerte betreffen. Die Hauptkomponente ist die Veränderung der Sichteinlagen bei in- und ausländischen Banken. Wir müssen die Veränderungen der Verbindlichkeiten kontrollieren, die auf Repo-Geschäfte zurückzuführen sind oder auf dem Konto des Bundes stattfinden, da diese Veränderungen nicht auf Interventionen hindeuten. Wir verwenden die Formel von Maxime Botteron: Veränderung der Giroguthaben in- und ausländischer Banken und Institutionen *plus* Veränderung der Verpflichtungen gegenüber dem Bund *plus* Veränderung der übrigen Giroguthaben *plus* Veränderung des Notenumlaufs *plus* Veränderung der Wechsel der SNB *plus* Veränderung der Verpflichtungen aus CHF-Repogeschäften *minus* Veränderung der Forderungen aus CHF-Repogeschäften *minus* Veränderung der besicherten Kredite (COVID) *minus* Gewinnausschüttung. Die gelegentlichen Pfeile über den Balken zeigen an, dass die Werte die Grenzen der Achse überschreiten. Die vier grauen Balken in den Jahren 2023 und 2024 sind aufgrund der Notfall-Liquiditätsoperationen im Zusammenhang mit dem Untergang der Crédit Suisse verzerrt.

Box 1 (Fortsetzung)

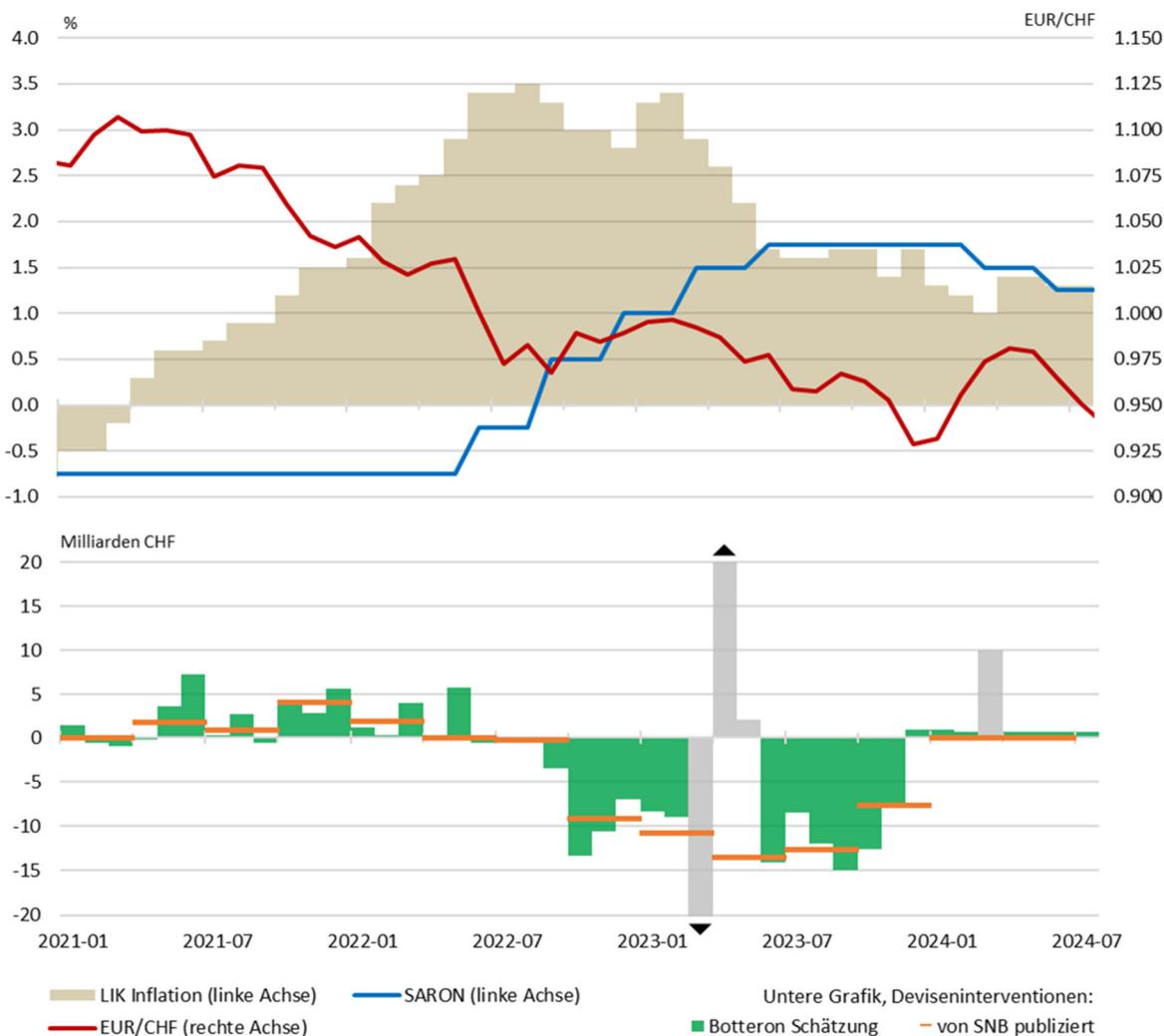


Abbildung 2: Geldpolitik seit 2021.

Nachdem die Inflation die von der SNB festgelegte obere Grenze von 2% überschritten hatte, begann sie im Juni 2022 mit einer raschen Anhebung des Leitzinses. Unseren Schätzungen zufolge intervenierte sie im September oder Oktober desselben Jahres bis zum November des folgenden Jahres am Devisenmarkt, um den Franken zu stärken. Wir rechnen in diesem Zeitraum mit anhaltenden Interventionen von rund 10 Milliarden Franken pro Monat.

Die SNB hat also gleichzeitig den Zinssatz erhöht und zur Stärkung des Frankens interveniert. Beides verschärft die monetären Bedingungen. Dies ist ein Beispiel dafür, dass die SNB ihre beiden Instrumente im Tandem eingesetzt hat. Soweit wir wissen, ist dies auch das erste Mal in der Schweizer Währungsgeschichte, dass die SNB den Franken aktiv aufgewertet hat.

④ Zurück zur Normalität? (seit Dezember 2023)

Da die Inflation in den Zielbereich zurückgekehrt ist und sich die Konjunktur bei den wichtigsten Handelspartnern der Schweiz verlangsamt hat, verfolgte die SNB eine neutrale oder leicht expansive Geldpolitik. Sie senkte ihren Zinssatz vor den meisten anderen grossen Notenbanken. Dennoch hat sich der Wechselkurs leicht aufgewertet, und die Devisenmarktinterventionen wurden eingestellt.

La naissance officielle de la politique de change de la BNS

1. Les interventions sur le marché des changes font partie de la stratégie de politique monétaire

La stratégie de politique monétaire de la BNS, annoncée en 2000, s'appuyait sur le taux d'intérêt comme principal instrument de politique monétaire. Jusqu'à la crise financière mondiale, la BNS n'intervenait que rarement sur le marché des changes. Depuis lors, elle s'est sérieusement écartée de cette stratégie.

C'est à ce moment que de nombreuses banques centrales ont adopté un nouvel instrument de politique monétaire, l'assouplissement quantitatif (QE), qui consiste à accroître les liquidités sur les marchés monétaires nationaux en achetant des actifs de bonne qualité. Il s'agissait de stimuler l'activité économique à un moment où les taux d'intérêt ne pouvaient plus être abaissés. La BNS a reconnu qu'il y avait trop peu d'actifs en francs suisses à acheter pour adopter cette approche. À la place, elle a décidé de fournir des liquidités en CHF en intervenant sur le marché des changes. Satisfaire la demande extérieure de CHF était la version suisse de l'assouplissement quantitatif, officiellement présenté comme visant à empêcher une appréciation excessive du CHF. Au cours de la période 2008-2021, la BNS est intervenue régulièrement et à grande échelle, comme indiqué dans l'encadré 1.

A l'époque, la BNS a agi par nécessité. Les interventions sur le marché des changes sont devenues un outil alternatif pour mener la politique monétaire une fois que l'outil des taux d'intérêt a été épousseté. Ce n'était pas prévu dans le concept de politique monétaire, qui est resté inchangé jusqu'en 2022, date à laquelle la BNS a révélé que le concept de politique monétaire avait été amélioré à la suite d'un examen interne.

En 2021, la BNS a expliqué dans son rapport de responsabilité que

« Une politique monétaire indépendante axée sur l'objectif de stabilité des prix suppose un système de changes flottants. Cependant, afin d'assurer des conditions monétaires appropriées, la Banque nationale intervient au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. Actuellement, la nécessité d'intervenir se fait surtout sentir lorsque l'appréciation du franc menace d'entraîner un renchérissement négatif persistant, c'est à dire une déflation. De telles interventions peuvent aussi servir à

assurer des conditions du marché stables dans des périodes de forte incertitude. » (Rapport de gestion 2021, p. 25)

Elle a modifié cette explication l'année suivante en ajoutant :

« Cependant, afin d'assurer des conditions monétaires appropriées, la Banque nationale intervient au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation de l'ensemble des devises, et non pas seulement de telle ou telle paire de monnaies. Elle envisage d'acheter des devises lorsqu'il est difficile d'abaisser les taux d'intérêt et que l'appréciation du franc menace d'entraîner une déflation. À l'inverse, elle peut être amenée à vendre des devises afin de maintenir des conditions monétaires appropriées. » (Rapport de gestion 2022, p. 25, soulignement ajouté)

Les interventions sur le marché des changes deviennent ainsi un outil qui peut être utilisé pour assouplir ou resserrer les conditions monétaires, au même titre que le taux d'intérêt directeur. Nous pensons qu'une révision aussi importante de la stratégie justifie une discussion et une documentation approfondies. Nous nous serions attendus à ce que les recherches pertinentes soient rendues publiques et à ce que les changements soient discutés dans les discours de la direction générale afin de permettre au public de comprendre pourquoi et comment la stratégie de politique monétaire a été modifiée.

Il est utile que la BNS reconnaisse enfin dans son examen de la stratégie annoncée en 2022 et qui semble couvrir la période 2008-2021, le rôle important que les interventions sur le marché des changes peuvent jouer et ont joué dans la mise en œuvre de la politique monétaire.

Au second semestre 2021, face à la hausse de l'inflation, la BNS a laissé le taux de change s'apprécier sans intervenir. Le président Jordan l'a expliqué dans un [discours](#) prononcé à Jackson Hole en août 2022 :

"Nous avons déjà réagi aux pressions inflationnistes imminentes au cours des derniers mois de 2021. L'inflation et notre prévision d'inflation se situaient alors encore à un niveau très bas. Lors de notre évaluation de la politique monétaire en décembre, nous avons annoncé que nous laisserions le franc suisse s'apprécier dans une certaine mesure en termes nominaux afin de réduire les pressions inflationnistes provenant de l'étranger. Entre l'automne 2021 et le printemps 2022, le franc suisse a gagné environ 4 % en termes nominaux, ce qui a rendu les importations moins chères et a ainsi permis de contrer la hausse générale des prix. En juin 2022, nous avons relevé le taux directeur de la BNS

pour la première fois depuis 15 ans, d'un demi-point de pourcentage pour le porter à -0,25%. Dans le même temps, nous avons signalé que de nouvelles modifications des taux d'intérêt pourraient s'avérer nécessaires dans un avenir proche. Cette hausse du taux directeur a entraîné une nouvelle appréciation du franc suisse". (Traduction propre)

Cependant, la BNS ne s'est pas contentée de laisser le franc suisse s'apprécier. À partir de septembre 2022, elle est intervenue sur le marché des changes pour soutenir davantage la vigueur du franc suisse en vendant des actifs étrangers. Cette version suisse du resserrement quantitatif (QT) représente une nouvelle évolution de la stratégie. Les interventions sur le marché des changes sont progressivement passées du statut d'outil permettant d'atténuer les mouvements trop violents du taux de change à celui d'outil pouvant être utilisé, parallèlement au taux d'intérêt directeur, pour assouplir ou resserrer les conditions monétaires.

De nombreuses questions restent sans réponse. Dans ce rapport, nous passons en revue certaines d'entre elles. Nous n'avons pas la prétention d'avoir des réponses, ni même des points de vue bien définis sur ces questions. La BNS devrait les clarifier afin que le public puisse comprendre et évaluer ce qu'elle fait.

2. Quand et comment les décisions relatives au taux de change ou aux interventions sont-elles prises ?

La direction générale de la BNS se réunit fréquemment, mais prend des décisions trimestrielles concernant le taux d'intérêt directeur. Conformément à sa stratégie, elle se fonde sur la prévision d'inflation conditionnelle. Entre les réunions, la fonction Opérations de marché du troisième département maintient le taux du marché au jour le jour (SARON) à un niveau proche du taux directeur.

Les interventions sur les taux de change ont lieu au jour le jour, souvent en réponse à des mouvements de capitaux inattendus en provenance de l'étranger. La gestion de ces deux instruments implique donc des procédures différentes, tant au niveau de la conception que de la mise en œuvre. La BNS indique que "*les interventions sur le marché des changes sont un instrument de politique monétaire bien établi à la BNS. Depuis de nombreuses années, elle utilise les interventions sur le marché des changes comme un instrument complémentaire au taux directeur. Durant cette*

période, elle a acquis une expérience considérable dans l'utilisation efficace de cet instrument".¹¹

Questions : Qui prend les décisions relatives aux interventions sur le marché des changes ? Le conseil d'administration dans son ensemble décide-t-il de chaque intervention ou se contente-t-il de donner des orientations au troisième département (responsable des opérations de marché) ? Comment la banque déduit-elle ses décisions d'intervention de la prévision d'inflation conditionnelle ? Quels indicateurs, outre la prévision d'inflation conditionnelle, sont utilisés pour évaluer ces décisions ? Ces décisions sont-elles prises à une fréquence trimestrielle ou plus fréquente ?

3. Quelle est la relation entre l'instrument de taux d'intérêt et l'instrument d'intervention sur le marché des changes ?

Le taux d'intérêt et le taux de change ne sont pas indépendants l'un de l'autre. Toute intervention sur un marché se répercute sur l'autre marché. Pourtant, les deux instruments ont des effets différents sur l'économie. Le taux d'intérêt affecte d'abord les emprunts et les prêts privés, avec un impact progressif sur le marché du logement, tandis que le taux de change affecte les importations et les exportations et se transmet plus rapidement à l'inflation globale que l'instrument du taux d'intérêt. Un discours récent indique que la BNS est bien consciente de ces différences et qu'elle a l'intention d'en tirer parti.¹²

On peut noter qu'avant 2008, comme la plupart des autres banques centrales, la BNS stérilisait ses interventions sur le marché des changes. Lorsqu'elle fournissait des CHF sur le marché des changes, elle retirait simultanément le même montant de liquidités du marché monétaire national. L'objectif de la stérilisation est de couper le lien entre les deux instruments de politique monétaire.

La stratégie post-2008 consiste à utiliser les interventions pour piloter la politique monétaire, et la stérilisation a donc été abandonnée. Il en résulte une augmentation massive de la taille du bilan de la BNS et de sa détention d'actifs étrangers, ce qui soulève des questions épineuses, comme nous l'avons expliqué dans des rapports précédents. Cela pourrait avoir une incidence sur le choix de l'instrument à utiliser.

¹¹ Antoine Martin et Thomas Moser, "Politique monétaire de la BNS: mise en oeuvre et transmission durant le récent cycle de resserrement", Apéritif "Marché monétaire", Zurich , 18 avril 2024 ([lien](#)).

¹² Martin Schlegel, « Taux d'intérêt et interventions sur le marché des changes: assurer la stabilité des prix en des temps difficiles », Conférence publique au CIMB, 9 avril 2024 ([lien](#)). Nous reviendrons sur ce discours à la section 5.

La BNS prend ses décisions en matière de taux d'intérêt sur la base de ses prévisions d'inflation, en supposant que le taux d'intérêt reste inchangé. Maintenant que le taux de change est reconnu comme un autre instrument de la politique monétaire, elle pourrait également supposer que le taux de change reste inchangé.

Questions: Comment la BNS tient-elle compte de ces différences importantes, qui risquent d'affecter les ménages et les entreprises ? Quelle importance accorde-t-elle à la rapidité des effets ? Existe-t-il une hiérarchie dans les instruments ? Quel est le rôle du taux de change dans l'élaboration des prévisions conditionnelles ?

4. La BNS a-t-elle un objectif de change ?

La communication sur les deux instruments diffère. Les décisions relatives aux taux d'intérêt sont annoncées chaque trimestre. Les décisions d'intervention sur le marché des changes ne sont généralement pas communiquées, ni à l'avance, ni après coup. Jusqu'à présent, la BNS n'a que vaguement indiqué son point de vue sur le niveau "correct" du taux de change en utilisant des expressions telles que "le franc suisse est fortement surévalué", etc.

En l'absence d'indication sur le taux de change visé par la BNS, il est impossible d'évaluer dans quelle mesure et pourquoi le taux de change effectif s'éloigne de son niveau souhaité, si tant est qu'il s'en éloigne. En outre, en ce qui concerne l'impact sur le commerce, c'est le taux de change réel qui importe. C'est ce que la BNS semble avoir à l'esprit mais, là encore, elle publie différentes mesures du taux de change réel sans indiquer celle qu'elle considère comme la plus pertinente. Une exception à ce flou a été l'introduction temporaire de la borne inférieure par rapport à l'euro.

En général, la connaissance par les marchés du taux de change souhaité peut stabiliser les attentes. Les investisseurs considèrent souvent qu'il est risqué de défier la banque centrale, de sorte qu'ils sont susceptibles d'orienter spontanément le taux de change dans la direction souhaitée par la banque centrale. Parfois, cependant, l'objectif ou la limite que la banque centrale rend public peut également être contesté, auquel cas un objectif clairement rendu public est un inconvénient. Ce risque est l'une des principales raisons pour lesquelles de nombreuses banques centrales ont renoncé à contrôler leur taux de change.

Questions : La BNS a-t-elle un objectif pour le niveau du taux de change ou seulement pour la direction dans laquelle il doit évoluer ? La BNS décide-t-elle d'une quantité d'interventions (un nombre de milliards de francs) ou d'un niveau du taux de change à atteindre ? Lorsqu'elle

intervient sur le marché des changes pour modifier les conditions monétaires, comment le fait-elle savoir ?

5. Contraintes politiques et objectifs secondaires

Maintenant que la BNS a expliqué que les interventions sur le marché des changes font partie de sa panoplie, il lui incombe de clarifier sa stratégie. Deux questions supplémentaires se posent.

La première question concerne l'épisode entre septembre 2022 et novembre 2023. La BNS a augmenté son taux d'intérêt et est intervenue en même temps sur le marché des changes, en achetant des francs et en vendant des actifs étrangers pour réduire l'inflation par l'appréciation du taux de change. Elle n'avait pas besoin d'utiliser le taux de change puisqu'elle aurait pu simplement augmenter davantage le taux d'intérêt, comme l'ont fait d'autres banques centrales à l'époque. Cet épisode a été discuté en détail dans un discours de Martin Schlegel.¹³ Il a laissé entendre que l'une des raisons de recourir également aux interventions était que le taux de change affecte l'inflation plus rapidement que la transmission par le biais du taux d'intérêt. C'est bien sûr logique : maintenant que le taux de change est établi comme deuxième instrument, c'est une bonne idée de tirer parti des différences dans les mécanismes de transmission respectifs.

Mais on peut aussi se demander si la BNS n'avait pas aussi un objectif secondaire en vendant des actifs étrangers. Elle aurait pu profiter de l'occasion pour réduire son bilan gonflé. Un bilan aussi important conduit à des profits et des pertes très volatiles pour la BNS, ce qui a suscité beaucoup d'attention politique non souhaitée. A notre connaissance, la BNS n'a ni confirmé ni infirmé cette hypothèse.

La deuxième question concerne le cas inverse où la BNS est intervenue pour affaiblir le franc afin de soutenir l'économie. Elle l'a fait régulièrement d'octobre 2008 à août 2022. Durant cette période, la BNS a été accusée de manipuler le taux de change pour obtenir un avantage comparatif déloyal.¹⁴ La BNS a toujours nié cette accusation, soulignant plutôt le risque que des entrées de capitaux menacent occasionnellement de provoquer une surévaluation du taux de change. Peut-on raisonnablement supposer que les autres pays ont largement accepté cette interprétation parce que la BNS n'avait pas d'options, ayant un taux directeur nul ou même négatif ? Dans ce cas, la BNS envisagerait-elle encore de recourir à des interventions sur le marché des changes pour

¹³ Martin Schlegel, « Taux d'intérêt et interventions sur le marché des changes: assurer la stabilité des prix en des temps difficiles », Conférence publique au CIMB, 9 avril 2024 ([lien](#)).

¹⁴ Voir notre rapport « The SNB is not a currency manipulator », 1er janvier 2021 ([lien](#)).

affaiblir le franc même si le taux directeur n'était pas à la limite inférieure ? Ou s'en abstiendrait-elle parce que ce serait considéré comme une manipulation déloyale de la monnaie ?

Questions : La réduction du bilan représente-t-elle un objectif secondaire qui incite la BNS à vendre des actifs étrangers même si elle pourrait utiliser les taux d'intérêt pour atteindre son objectif ? Les interventions expansionnistes sur le marché des changes ne sont-elles envisagées que lorsque l'outil des taux d'intérêt n'est pas disponible ?

6. Publier davantage de données d'intervention ?

Depuis 2020, la BNS publie des données sur les interventions une fois par trimestre. Pour pouvoir évaluer les interventions plus loin dans le temps, il faut les estimer. Ceci est possible avec une certaine imprécision en analysant les composantes du bilan de la BNS qu'elle publie mensuellement. Nous utilisons une formule développée à l'origine par Maxime Botteron (UBS), qui est expliquée dans la note de la figure 1. L'estimation n'est pas parfaite, mais proche des valeurs publiées par la BNS (à l'exception des opérations de liquidités d'urgence liées à la disparition du Crédit Suisse, que la formule de Botteron ne devrait pas prendre en compte).

Il fut un temps où les banques centrales privilégiaient le secret, au point que certaines hésitaient même à annoncer leurs décisions en matière de taux d'intérêt. Au fil du temps, la plupart d'entre elles ont reconnu les mérites d'un degré élevé de transparence et la BNS s'est engagée dans la même direction. Une évolution similaire est en cours en ce qui concerne les interventions sur le marché des changes. Huit des dix banques centrales des pays développés interrogées par le FMI en 2016 publient désormais leurs interventions, soit au moment où elles les effectuent, soit avec un décalage : Australie, Canada, zone euro, Islande, Japon, Suède, Royaume-Uni et États-Unis. Les banques centrales qui ne divulguent aucune information sont la Corée et Singapour. La Suisse n'a pas participé à l'enquête.¹⁵

Questions : Les données trimestrielles sur les interventions publiées par la BNS sont-elles suffisamment informatives ? Pourquoi ne pas publier des données mensuelles, éventuellement avec un certain décalage ? La publication de données historiques à partir de 2008, lorsque les interventions sont devenues importantes, serait-elle utile pour évaluer la politique de la BNS ?

¹⁵ Source : Oscar A. Hendrick, Nicolás E. Magud, et Asad Qureshi (2019) "A Taxonomy of Intervention" in : Chamon, David Hofman, Nicolás E. Magud, et Alejandro Werner (Eds), *Foreign exchange intervention in inflation targeters in Latin America*, FMI.

Encadré 1 Politique de change : 2000 à 2024

Depuis la publication du nouveau concept de politique monétaire en 2000, la BNS a mené trois grands types de politique de change. Ils sont illustrés dans les figures 1 et 2 et discutés ci-dessous.

- ① Politique du taux d'intérêt, uniquement (jusqu'en septembre 2008)

Durant cette période, la BNS n'a utilisé que le taux d'intérêt comme instrument de politique monétaire, conformément à la stratégie annoncée. Le taux de change était globalement stable, de sorte qu'il n'était pas nécessaire d'intervenir.

- ② Politique d'interventions sur le marché des changes, uniquement (octobre 2008 à août 2022)

Après la crise financière mondiale, toutes les grandes banques centrales ont rapidement abaissé leurs taux directeurs, à l'instar de la BNS. Les taux d'intérêt étaient proches de zéro et le taux d'inflation était également exceptionnellement bas, se situant en dessous de zéro. Parallèlement, le franc s'est apprécié.

Face à l'incapacité d'utiliser l'instrument des taux d'intérêt, la BNS a commencé à fournir des liquidités au marché en achetant des actifs étrangers. Cela peut être interprété comme la variante suisse de l'assouplissement quantitatif (QE). D'autres banques centrales ont mis en œuvre l'assouplissement quantitatif en utilisant des actifs nationaux.

Les achats d'actifs étrangers sont devenus le principal instrument de la politique monétaire. La BNS est intervenue à grande échelle sur le marché des changes, ce qui a multiplié la taille de son bilan de 130 milliards de francs suisses à la mi-2008 à plus de 1 000 milliards de francs suisses en 2021.

Les interventions n'ont pas été uniformes sur cette longue période, elles ont varié en fonction de l'évolution de l'économie suisse et du taux d'inflation. Pendant toute cette période, la BNS n'a pas communiqué d'objectif particulier en matière de taux de change, mais a seulement indiqué si elle estimait que le franc était surévalué ou fortement surévalué.

La période allant du 6 septembre 2011 au 15 janvier 2015, au cours de laquelle la BNS s'est engagée à maintenir un cours plancher pour l'EUR/CHF, constitue une exception. Elle n'a dû défendre ce plancher qu'au début, par des interventions très importantes.

Peu avant d'abandonner le cours plancher, des interventions substantielles ont à nouveau été nécessaires. Elle a continué à intervenir par la suite de manière soutenue et substantielle.

Encadré 1 (Suite)

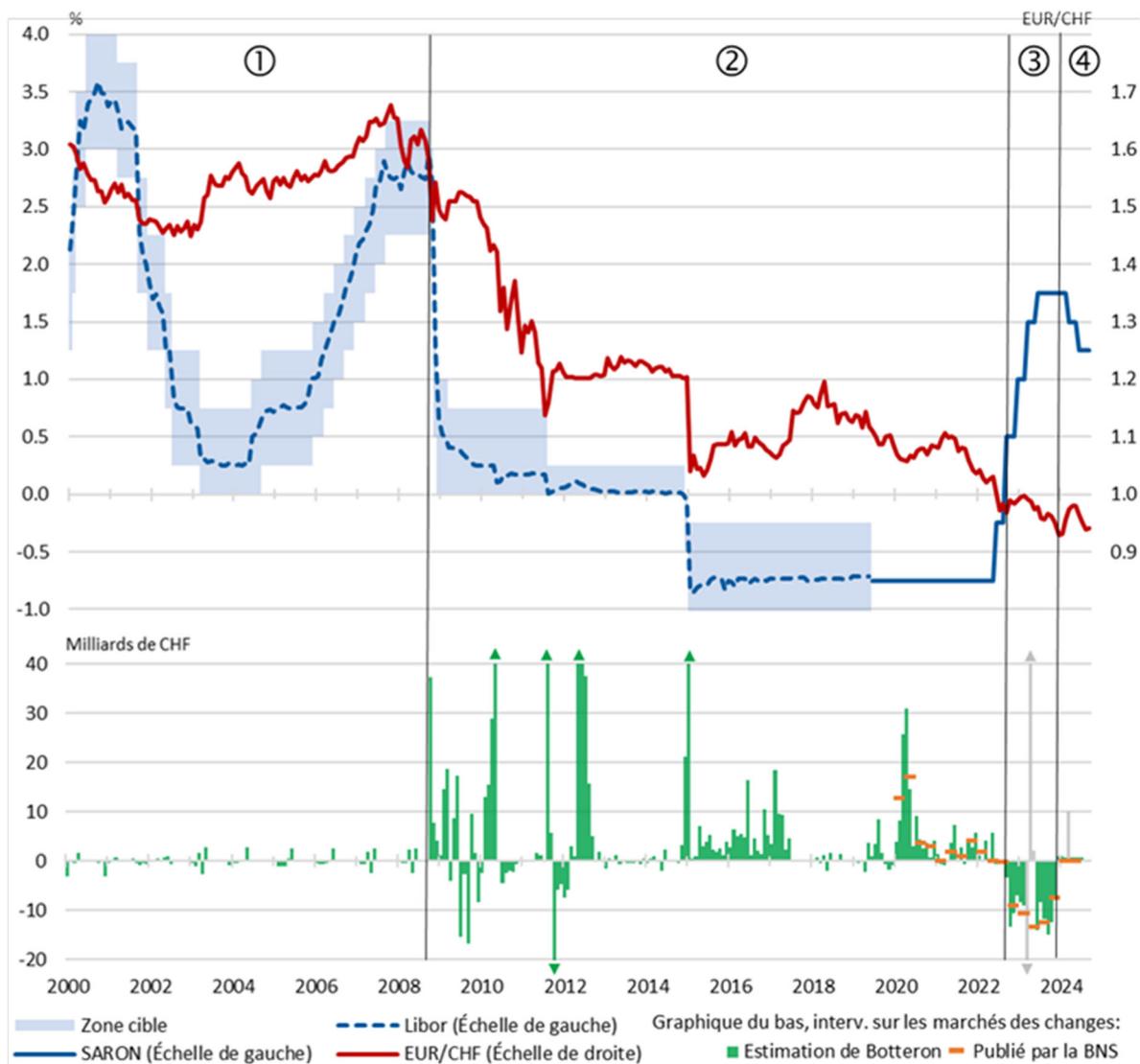


Figure 1 : Politique monétaire depuis 2000.

Note : Les lignes de couleur orange dans le graphique du bas sont des données trimestrielles sur les interventions que la BNS publie (divisées par trois pour les rendre comparables aux données mensuelles). Les barres vertes dans le même graphique sont des estimations des interventions sur le marché des changes. Pour ce faire, nous étudions le passif du bilan afin d'isoler les changements qui impliquent des actifs étrangers. La principale composante est la variation des dépôts à vue pour les banques nationales et étrangères. Nous devons cependant contrôler les variations du passif qui sont dues à des opérations de pension ou qui se produisent sur le compte du gouvernement fédéral, car ces variations n'indiquent pas d'interventions. Nous utilisons la formule de Maxime Botteron : Variation des avoirs à vue des banques et établissements suisses et étrangers *plus* Variation des créances sur la Confédération *plus* Variation des autres avoirs à vue *plus* Variation des billets en circulation *plus* Variation des bons de la BNS *plus* Variation des engagements résultant de pensions de titres en francs *moins* Variation des créances résultant de pensions de titres en francs *moins* Variation des prêts garantis (COVID) *moins* Distribution des bénéfices. Les flèches occasionnelles au-dessus des barres indiquent que les niveaux dépassent les limites de l'axe. Les quatre barres grises en 2023 et 2024 sont déformées en raison des opérations de liquidité d'urgence liées à la disparition du Crédit Suisse.

Encadré 1 (Suite)

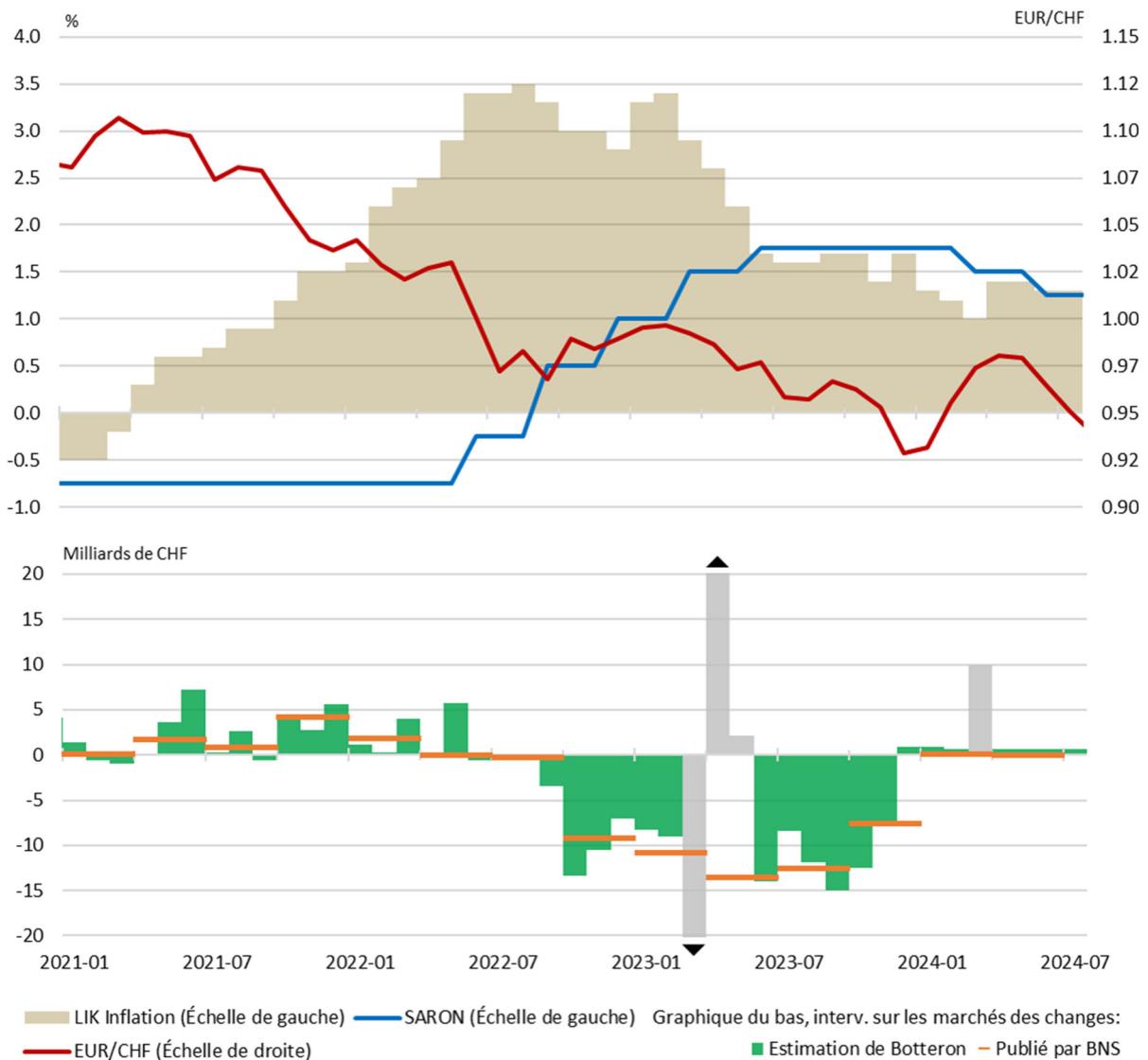


Figure 2 : Politique monétaire depuis 2021.

- ③ Politiques de taux d'intérêt et d'interventions combinées (septembre 2022 à novembre 2023), voir figure 2

La reprise après la pandémie de grippe aviaire s'est accompagnée d'une hausse de l'inflation à l'échelle mondiale. Dans un premier temps, la plupart des banques centrales, y compris la BNS, n'ont pas réagi car elles s'attendaient à ce que la poussée inflationniste soit temporaire.

Après que l'inflation a franchi la limite supérieure de 2% de la fourchette que la BNS utilise pour définir la stabilité des prix, elle a commencé à relever rapidement le taux directeur en juin 2022. Selon nos estimations, elle est intervenue sur le marché des changes pour renforcer le franc en septembre ou octobre de la même année, jusqu'en novembre de l'année suivante. Nous constatons des interventions soutenues durant cette période, d'environ 10 milliards de francs suisses par mois.

La BNS a donc simultanément relevé le taux d'intérêt et est intervenue pour renforcer le franc, ce qui a eu pour effet de resserrer les conditions monétaires. Il s'agit d'un exemple où la BNS a utilisé ses deux outils en tandem. A notre connaissance, c'est aussi la première fois dans l'histoire monétaire suisse que la BNS a activement poussé le franc à la hausse.

④ Retour à la normale ? (depuis décembre 2023)

L'inflation étant revenue dans la fourchette cible et compte tenu du ralentissement de l'activité économique chez les principaux partenaires commerciaux de la Suisse, la BNS a adopté une politique monétaire neutre ou légèrement expansionniste. Elle a commencé à baisser son taux d'intérêt avant la plupart des autres grandes banques centrales. Malgré cela, le taux de change s'est légèrement apprécié et les interventions sur le marché des changes ont cessé.