



“Keep Your Gun Powder Dry?” — The SNB’s Rate Cut in Perspective

Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler and Charles Wyplosz

March 25, 2025 Commentary

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.

Commentaries are short texts that allow us to react quickly to current events.

The text is available in English, German, and French.

Kommentare sind kurzen Texte, die es uns ermöglichen, schnell auf aktuelle Ereignisse zu reagieren.

Der Text ist auf Englisch, Deutsch und Französisch verfügbar.

Les Commentaires sont des textes qui nous permettent de réagir rapidement aux événements actuels.

Le texte est disponible en anglais, en allemand et en français.

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

Keep Your Gun Powder Dry? The SNB's Rate Cut in Perspective

Central banks facing falling inflation and a risk of deflation are often advised to “keep their gun powder dry”. This is the idea that as they lower interest rates toward zero, they should become increasingly cautious about making further cuts. Instead, they should preserve some capacity to implement a final, decisive rate cut to zero if deflation actually takes hold.

Most people find this logic odd. Imagine driving along a country road that suddenly narrows and fills with pedestrians. The typical response would be to slow down, reducing the risk of an accident. However, proponents of the “keep-the-powder-dry” approach argue, in effect, that you should maintain your speed, preserving the option of a sudden, dramatic braking maneuver if a dangerous situation arises.

The Swiss National Bank recently faced criticism for cutting its policy rate from 0.5% to 0.25% in response to inflation falling to 0.3% and thus limiting the scope for a further cut. In this note, we take issue with the “keep-the-powder-dry” view and argue that the SNB's decision was appropriate.

The Case for Cutting Rates Now

Several arguments support the SNB's decision to cut interest rates:

1. **The SNB is unconcerned by the Zero Lower Bound:** The “keep-the-powder-dry” view assumes there is a lower limit—often 0%—below which interest rates should not fall. However, the SNB has explicitly stated that although it prefers to avoid negative interest rates, it remains willing to reintroduce them if needed.
2. **Preempting lower inflation:** Inflation in Switzerland is now close to the lower limit of the SNB's definition of price stability (0–2%), increasing the risk that a further disinflationary shock could lead to deflation. Cutting rates proactively reduces this risk.
3. **Monetary policy operates with a lag:** Changes in interest rates take time to impact the economy. Waiting until inflation becomes critically low would leave the SNB insufficient time to respond effectively. Thus, central banks must adopt a forward-looking approach rather than a reactive one.

4. **Avoiding Negative Rates Later:** A mild rate cut today might help stabilize inflation expectations and demand, preventing the need for steeper cuts or a return to negative rates in the near future.
5. **Preventing CHF appreciation:** Given the current unstable geopolitical environment, the CHF could once again strengthen significantly as a safe-haven currency, intensifying deflationary pressures in Switzerland. By acting promptly, the SNB sends a strong and clear message to markets.

The Case for Keeping the Powder Dry

Commentators in favour of the “keep-the-powder-dry” view make several arguments.

1. **Lack of urgency:** Switzerland is not in recession, and inflation is low but not dangerously so. The SNB forecasts that with a 0.5% interest rate inflation will further decline during 2025 but recover to close to 1% over 2026-2027.
2. **Financial Stability Risks:** Persistently low rates encourage excessive risk-taking, potentially fueling asset bubbles in real estate and equities. A sudden future correction in these markets could destabilize the banking sector, as has previously happened.
3. **Global Trends:** The Federal Reserve and the European Central Bank have not yet pivoted to aggressive rate cuts. If the SNB is cutting too early, it could undermine the Swiss franc's position, requiring future interventions to stabilize the currency.

Conclusion: A Calculated Risk

The “keep-the-powder-dry” argument has little merit. The SNB's decision to cut rates aims to avoid a prolonged period of very low inflation. By acting early and decisively, the SNB may reduce the need for more drastic cuts in the future. Of course, only time will tell if this decision was optimal. But policymaking inherently involves uncertainty—making informed decisions based on current information while looking forward. In our view, the SNB's decision is appropriately forward-looking.

„Das Pulver im Trockenen halten?“ — Perspektiven der Zinssenkung der SNB

Zentralbanken, die mit einer sinkenden Inflation und dem Risiko einer Deflation konfrontiert sind, wird oft geraten, ihr „Pulver trocken zu halten“. Dahinter steckt die Idee, dass sie mit weiteren Zinssenkungen vorsichtiger werden sollten, je näher sie bei Null Prozent sind. Stattdessen sollten sie sich eine gewisse Kapazität bewahren, um eine letzte, entscheidende Zinssenkung auf Null vorzunehmen, falls die Deflation tatsächlich eintritt.

Das ist eine merkwürdige Logik. Stellen Sie sich vor, Sie fahren auf einer Landstrasse, die plötzlich schmaler wird und sich mit Fussgängern füllt. Die typische Reaktion wäre, langsamer zu fahren, um das Unfallrisiko zu verringern. Die Befürworter des Trockenen-Pulver-Ansatzes argumentieren jedoch, dass man die Geschwindigkeit beibehalten sollte, um sich die Möglichkeit eines plötzlichen, drastischen Bremsmanövers zu bewahren, wenn eine gefährliche Situation eintritt.

Die Schweizerische Nationalbank wurde kürzlich dafür kritisiert, dass sie ihren Leitzins von 0,5% auf 0,25% gesenkt hat, als Reaktion auf den Rückgang der Inflation auf 0,3%, wodurch der Spielraum für eine weitere Senkung eingeschränkt wurde. In dieser Notiz widersprechen wir der Ansicht, dass die SNB ihr «Pulver im Trockenen halten» sollte und argumentieren, dass die Entscheidung der SNB angemessen war.

Das Argument für eine Zinssenkung jetzt

Mehrere Argumente sprechen für die Entscheidung der SNB, den Leitzinssatz zu senken:

1. **Null Prozent Zins ist nicht das Minimum:** Die Trockenes-Pulver-Ansicht geht davon aus, dass es eine Untergrenze - häufig 0% - gibt, unter die die Zinsen nicht fallen sollten. Die SNB hat jedoch ausdrücklich erklärt, dass sie es zwar vorzieht, Negativzinsen zu vermeiden, aber bereit ist, sie bei Bedarf wieder einzuführen.
2. **Vorwegnahme einer niedrigeren Inflation:** Die Inflation in der Schweiz liegt inzwischen nahe am unteren Rand der SNB-Definition von Preisstabilität (0-2%), was das Risiko erhöht, dass ein weiterer disinflationärer Schock zu Deflation führen könnte. Eine proaktive Zinssenkung verringert dieses Risiko.

3. **Die Geldpolitik wirkt mit Verzögerung:** Änderungen der Zinssätze brauchen Zeit, um sich auf die Wirtschaft auszuwirken. Würde die SNB warten, bis die Inflation kritisch niedrig wird, hätte sie nicht genügend Zeit, um wirksam zu reagieren. Die Zentralbanken müssen daher vorausschauend und nicht reaktiv handeln.
4. **Spätere Negativzinsen vermeiden:** Eine leichte Zinssenkung heute könnte dazu beitragen, die Inflationserwartungen und die Nachfrage zu stabilisieren, so dass in naher Zukunft keine stärkeren Zinssenkungen oder eine Rückkehr zu negativen Zinsen erforderlich werden.
5. **Verhinderung einer CHF-Aufwertung:** Angesichts des derzeit instabilen geopolitischen Umfelds könnte der Schweizer Franken als Safe-Haven-Währung wieder deutlich an Wert gewinnen und damit den Deflationsdruck in der Schweiz verstärken. Durch ihr rasches Handeln sendet die SNB eine starke und klare Botschaft an die Märkte.

Das Argument, das Pulver trocken zu halten

Die Befürworter des «Trockenen-Pulver-Standpunkts» führen mehrere Argumente an.

1. **Mangel an Dringlichkeit:** Die Schweiz befindet sich nicht in einer Rezession, und die Inflation ist niedrig, aber nicht gefährlich. Die SNB prognostiziert, dass die Inflation bei einem Zinssatz von 0,5% im Laufe des Jahres 2025 weiter zurückgehen wird, sich aber im Zeitraum 2026-2027 wieder auf fast 1% erholen wird.
2. **Risiken für die Finanzstabilität:** Anhaltend niedrige Zinssätze verleiten zu einer übermässigen Risikobereitschaft, was zu Vermögensblasen bei Immobilien und Aktien führen kann. Eine plötzliche künftige Korrektur an diesen Märkten könnte den Bankensektor destabilisieren, wie dies in der Vergangenheit geschehen ist.
3. **Globale Trends:** Die Federal Reserve und die Europäische Zentralbank sind noch nicht zu aggressiven Zinssenkungen übergegangen. Wenn die SNB die Zinsen zu früh senkt, könnte dies die Position des Schweizer Frankens untergraben und künftige Interventionen zur Stabilisierung der Währung erforderlich machen.

Schlussfolgerung: Ein kalkuliertes Risiko

Das Strategie, das „Pulver trocken zu halten“, ist wenig stichhaltig. Die Entscheidung der SNB, die Zinsen zu senken, zielt darauf ab, eine längere Periode sehr niedriger Inflation zu vermeiden. Durch ihr frühzeitiges und entschlossenes Handeln kann die SNB die Notwendigkeit drastischerer Zinssenkungen in der Zukunft verringern. Selbstverständlich wird nur die Zeit zeigen können, ob sich diese Entscheidung als richtig herausstellt. Politische Entscheidungen sind jedoch von Natur aus mit Unsicherheiten behaftet: es sollten fundierte Entscheidungen auf _der Grundlage aktueller Informationen_ mit Blick auf die Zukunft sein. Unseres Erachtens ist die Entscheidung der SNB angemessen vorausschauend, so wie es sein sollte.

Garder la poudre au sec ou baisser le taux d'intérêt?

Il est parfois conseillé aux banques centrales confrontées à une baisse de l'inflation et à un risque de déflation de « garder la poudre au sec ». Ainsi, au fur et à mesure où le taux d'intérêt s'approche de zéro, elles devraient se montrer de plus en plus prudentes avant de procéder à de nouvelles réductions. Cela leur permettrait de conserver une marge de manœuvre avant d'atteindre le taux zéro alors que la déflation s'installe réellement.

Cette logique est étrange. Imaginez que vous conduisiez sur une route de campagne qui se rétrécit soudainement et se remplit de piétons. La réaction typique serait de ralentir pour éviter un accident. L'idée de garder la poudre au sec implique que vous devriez maintenir votre vitesse et préserver l'option d'un freinage brusque pour faire face à une situation dangereuse.

La Banque Nationale Suisse a récemment été critiquée pour avoir réduit son taux directeur de 0,5 % à 0,25 % en réponse à une inflation tombée à 0,3 %, limitant ainsi la possibilité de réductions supplémentaires. Dans cette note, nous expliquons pourquoi cette critique est man venue. Nous considérons que la décision de la BNS était appropriée.

Les arguments en faveur de la baisse du taux

Plusieurs arguments plaident en faveur de la décision de la BNS de réduire les taux d'intérêt :

1. **La BNS ne se préoccupe pas de la limite inférieure de zéro.** Garder la poudre au sec suppose qu'il existe une limite inférieure - souvent 0 % - en dessous de laquelle le taux d'intérêt ne devrait pas baisser. Cependant, la BNS a explicitement déclaré que, bien qu'elle préfère éviter les taux d'intérêt négatifs, elle reste disposée à les réintroduire si nécessaire.
2. **Prévoir une baisse de l'inflation.** L'inflation en Suisse est maintenant proche de la limite inférieure de la définition de la stabilité des prix de la BNS (0-2%), ce qui augmente le risque qu'un nouveau choc désinflationniste conduise à une déflation. Une baisse des taux proactive réduit ce risque.
3. **La politique monétaire opère avec retard.** L'impact sur l'économie de changements du taux d'intérêt prennent du temps. Si elle attend que l'inflation atteigne un niveau critique, la BNS n'aurait pas assez de temps pour réagir efficacement. Les banques

centrales doivent adopter une approche prospective plutôt que réactive.

4. **Éviter les taux négatifs plus tard.** Une baisse du taux aujourd'hui pourrait contribuer à stabiliser les attentes en matière d'inflation et de demande, évitant ainsi de devoir procéder à des baisses plus importantes ou de revenir à des taux négatifs dans un avenir proche.
5. **Prévenir l'appréciation du franc suisse.** Compte tenu de l'instabilité géopolitique actuelle, le CHF risque à nouveau de s'apprécier de manière significative en tant que monnaie refuge. Une appréciation intensifierait les pressions déflationnistes en Suisse. En agissant rapidement, la BNS envoie un message fort et clair aux marchés.

Les arguments pour garder la poudre au sec

Les arguments avancés pour garder la poudre au sec sont les suivants.

1. **L'absence d'urgence.** La Suisse n'est pas en récession et, si l'inflation est faible, elle n'est pas dangereuse. La BNS prévoit qu'avec un taux d'intérêt de 0,5 %, l'inflation continuera de baisser en 2025, puis remontera à près de 1 % en 2026-2027.
2. **Risques pour la stabilité financière.** La persistance de taux bas encourage des prises de risque excessifs, ce qui pourrait alimenter des bulles d'actifs dans l'immobilier et les actions. Une correction soudaine de ces marchés pourrait déstabiliser le secteur bancaire, comme cela s'est déjà produit.
3. **Tendances mondiales.** La Réserve Fédérale des États-Unis et la Banque Centrale Européenne n'ont pas encore opté pour des baisses de taux agressives. Si la BNS procède à des baisses trop précoces, elle pourrait affaiblir la position du franc suisse, ce qui nécessiterait des interventions futures pour stabiliser la monnaie.

Conclusion : Un risque calculé

L'argument selon lequel il faut garder la poudre au sec n'est guère convaincant. La décision de la BNS d'abaisser son taux d'intérêt vise à éviter une période prolongée de très faible inflation. En agissant tôt et de manière décisive, la BNS espère réduire la nécessité de procéder à des réductions plus drastiques à l'avenir. Bien sûr, seul le temps nous dira si cette décision était optimale. Mais les décisions en matière de politique monétaires se font souvent dans des situations d'incertitude. Elles sont basées sur les informations disponibles en ce moment mais doivent regarder vers l'avenir. À notre avis, la décision de la BNS est convenablement tournée vers l'avenir.