

Trump's tariffs: What role for the SNB?

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.

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

Trump's tariffs: What role for the SNB?

The 39% tariffs imposed on Swiss goods by the Trump administration will seriously affect the Swiss economy. This raises the question what the Swiss authorities should do to mitigate these effects. Here we focus on whether SNB has a role to play. Our broad conclusion is that the SNB does not.

The SNB's mandate requires it to take account of broader economic developments. Should the tariffs lead to an economic slowdown or trigger deflation, the SNB cannot simply be a passive observer. Since monetary policy takes time to affect the economy, early action might seem desirable. This view needs to be taken with a grain of salt, for several reasons.

1. Uncertainty

Since "Liberation Day" on April 2, the Trump administration has been constantly changing its position regarding tariffs, including on the eve of the latest decisions on July 31st. It is next to impossible to judge whether the 39% tariff rate will stay, increase, or decrease, or when it might change.

More recently, President Trump has focused on the price of pharmaceutical products exported to the USA, complaining that American citizens pay higher prices than citizens of other countries do. He apparently plans to use escalating tariffs ("up to 250%", [Reuters](#)) to force pharmaceutical companies to give the USA a better deal. The Swiss pharmaceutical industry provides about 9% of all pharma imports into the USA ([UN Comtrade Database](#)). In addition, Swiss pharma exports to the USA account to roughly 3.5% of Swiss GDP. An escalation of the pharmaceutical conflict could therefore be painful for the Swiss economy.

Given the significant stakes and the extent of uncertainty, a healthy dose of caution seems better suited than hyperactivity.

2. The role of the exchange rate

The increase of the prices that US customers will have to pay for imported goods from Switzerland can be offset by a decline of the price that Swiss exporters charge, or by a weaker Swiss franc. That would

depress the profitability of the exporting firms. Here is a potential role for the SNB to play.

Under normal circumstances, the tariffs would lead to a decline in the demand for Swiss goods which requires a decline in their relative price. That can happen either by inflation in Switzerland declining and perhaps turning into deflation, or in a depreciation of the franc.

This is not what happened after Liberation Day, however. This unusual development reflects the markets' view that the tariff war will lead to a US recession, as the initial fall of stock prices confirms. That the subsequent recovery of the US (and other) stock markets has been accompanied by continued dollar weakness suggests that international investors believe that the Fed will cut interest rates in the coming [months](#). At any rate, the apparently lasting dollar depreciation, and the implied appreciation of the franc, magnifies the effects of the tariffs. That suggests that, at the very least, the SNB should resist the appreciation of the franc and, possibly, encourage a depreciation.

3. How much?

What would be a desirable depreciation of the Swiss franc? Matching the 39% tariff with a fall in the franc against the dollar would also mean a similar fall against other major currencies, which is unnecessary. Since the US takes 16.8% of Swiss exports, one might aim for a 6.5% depreciation instead ($16.8\% \times 39\% \approx 6.5\%$). That would still leave Swiss goods much more expensive in the US while making them cheaper in other markets. It would not help much in the US and could irritate other trading partners, risking existing and future trade deals. There is no clear rate that would achieve the intended aim.

On the other hand, a depreciation that would completely offset the effect of the new tariffs would be inflationary, because imported goods would become more expensive in Switzerland. The SNB has some leeway to soften the blow by intervening in the currency market, but it can do so only within the limits of price stability.

4. Two options

Because the tariffs will affect the Swiss economy so broadly, the SNB may still explore how it could contribute to the overall policy response. Short of voluntarily depreciating the franc, it has two options.

First, if the franc were to depreciate, the SNB could accelerate its fall. This might involve lowering the interest rate below zero or selling francs, but in moderate amounts to avoid being accused of currency manipulation.

Negative interest rate have the advantage of being seen as a standard monetary policy tool, although a controversial policy because it distorts the financial sector. Moreover, the impact on the exchange rate would be market-driven, therefore impossible to guarantee.

Accompanying a market-driven depreciation with foreign exchange market interventions is more likely to be effective but it implies an increase in the balance sheet of the SNB. It would further increase its uniquely large size, which is problematic. The distinction between the interest rate and the intervention channel is not clear-cut, however. In order to lower the interest rate, the SNB should stand ready to sell francs on the domestic market, but it would likely spill over to the foreign exchange market as financial institutions might want to sell some of the newly created francs, which carry a negative yield, to acquire better-remunerated foreign currency assets.

Second, to minimize the risk of being accused again of manipulating the exchange rate, the SNB could create a Sovereign Wealth Fund, which would be tasked to invest abroad the proceeds from foreign exchange market interventions. Quite possibly, as we explain in a [previous report](#), the fund should be created outside the SNB to isolate the central bank from accusations. Of course, any blame could then fall on the sovereign wealth fund instead.

5. Conclusions

While the SNB has tools that could, in theory, offset some of the impact of US tariffs, the costs, uncertainties, and risks to Switzerland's trade relationships, its scope for action is very limited. Any policy intervention would carry inflationary risks and invite renewed accusations of currency manipulation. In practice, the SNB can do little that would be effective in mitigating the effects of the tariff without creating other problems. Our broad conclusion is that it should not be involved in responding to the tariffs.

Trumps Zölle: Welche Rolle spielt die SNB?

Die von der Trump-Regierung auf Schweizer Waren verhängten Zölle in Höhe von 39 % werden die Schweizer Wirtschaft schwer treffen. Dies wirft die Frage auf, was die Schweizer Behörden tun sollten, um diese Auswirkungen abzumildern. Wir konzentrieren uns auf die Frage, ob die SNB eine Rolle spielen kann. Unsere allgemeine Schlussfolgerung lautet, dass dies eher nicht der Fall ist.

Das Mandat der SNB verpflichtet sie, die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu berücksichtigen. Sollten die Zölle zu einer Konjunkturabschwächung oder zu einer Deflation führen, kann die SNB nicht einfach passiv zusehen. Da geldpolitische Massnahmen erst mit zeitlicher Verzögerung auf die Wirtschaft wirken, könnten frühzeitige Massnahmen wünschenswert erscheinen. Diese Sichtweise ist jedoch aus mehreren Gründen mit Vorsicht zu betrachten.

1. Unsicherheit

Seit dem «Tag der Befreiung» am 2. April hat die Trump-Regierung ihre Haltung zu den Zöllen ständig geändert, auch am Vorabend der jüngsten Entscheidungen vom 31. Juli. Es ist nahezu unmöglich zu beurteilen, ob der Zollsatz von 39 % bestehen bleibt, erhöht oder gesenkt wird und wann es zu einer Änderung kommen könnte.

In jüngster Zeit hat Präsident Trump den Fokus auf die Preise von in die USA exportierten Arzneimitteln gelegt und beklagt, dass die amerikanischen Bürger höhere Preise zahlen als die Bürger anderer Länder. Er plant offenbar, mit eskalierenden Zöllen („bis zu 250%“, [Reuters](#)) die Pharmaunternehmen zu besseren Konditionen für die USA zu zwingen. Die Schweizer Pharmaindustrie liefert etwa 9% aller Pharmaprodukte in die USA ([UN Comtrade Database](#)). Darüber hinaus machen die Schweizer Pharmaexporte in die USA rund 3,5% des Schweizer BIP aus. Eine Eskalation des Pharmakonflikts könnte daher für die Schweizer Wirtschaft schmerzhaft sein.

Angesichts der hohen potentiellen Schadens und der grossen Unsicherheit scheint eine gesunde Portion Vorsicht besser angebracht als übertriebene Aktivität.

2. Die Rolle des Wechselkurses

Der Anstieg der Preise, die US-Kunden für importierte Waren aus der Schweiz zahlen müssen, kann durch einen Rückgang der Preise, die Schweizer Exporteure verlangen, oder durch einen schwächeren Schweizer Franken ausgeglichen werden. Dies würde die Rentabilität der exportierenden Unternehmen d n senken. Hier könnte die SNB eine Rolle spielen.

Unter normalen Umständen würden die Zölle zu einem Rückgang der Nachfrage nach Schweizer Gütern führen, was einen Rückgang ihres relativen Preises erforderlich machen würde. Dies kann entweder durch einen Rückgang der Inflation in der Schweiz, der möglicherweise in eine Deflation übergeht, oder durch eine Abwertung des Frankens geschehen.

Dies war jedoch nach dem Liberation Day nicht der Fall. Diese ungewöhnliche Entwicklung spiegelt die Einschätzung der Märkte wider, dass der Zollkrieg zu einer Rezession in den USA führen wird, wie der anfängliche Rückgang der Aktienkurse bestätigt. Die Tatsache, dass die anschliessende Erholung der US-amerikanischen (und anderer) Aktienmärkte mit einer anhaltenden Dollarschwäche einherging, deutet darauf hin, dass internationale Investoren davon ausgehen, dass die Fed in den kommenden Monaten die [Zinsen senken wird](#). Auf jeden Fall verstärkt die offenbar anhaltende Abwertung des Dollars und die damit verbundene Aufwertung des Frankens die Auswirkungen der Zölle. Dies legt nahe, dass die SNB zumindest einer Aufwertung des Frankens entgegenwirken und möglicherweise eine Abwertung fördern sollte.

3. Um wie viel?

Wie stark sollte der Schweizer Franken abgewertet werden? Eine Abwertung des Frankens um 39%, um die Zölle auszugleichen, würde auch einen ähnlichen Rückgang gegenüber anderen wichtigen Währungen bedeuten, was nicht notwendig ist. Da 16,8% der Schweizer Exporte in die USA gehen, könnte man stattdessen eine Abwertung um 6,5% anstreben ($16,8\% \times 39\% \approx 6,5\%$). Damit wären Schweizer Waren in den USA immer noch deutlich teurer, während sie auf anderen Märkten billiger würden. In den USA würde dies nicht viel helfen und könnte andere Handelspartner verärgern, wodurch bestehende und künftige Handelsabkommen gefährdet würden. Es gibt keinen eindeutigen Kurs, mit dem das angestrebte Ziel erreicht werden könnte.

Andererseits wäre eine Abwertung, die die Auswirkungen der neuen Zölle vollständig ausgleichen würde, inflationär, da importierte Waren in der Schweiz teurer würden. Die SNB hat einen gewissen Spielraum, um

die Auswirkungen durch Interventionen am Devisenmarkt abzufedern, kann dies jedoch nur im Rahmen der Preisstabilität tun.

4. Zwei Optionen

Da die Zölle die Schweizer Wirtschaft so stark beeinträchtigen werden, könnte die SNB noch prüfen, wie sie zur allgemeinen politischen Reaktion beitragen könnte. Abgesehen von einer freiwilligen Abwertung des Frankens hat sie zwei Optionen.

Erstens könnte die SNB im Falle einer Abwertung des Frankens dessen Fall beschleunigen. Dies könnte eine Senkung des Zinssatzes unter null oder den Verkauf von Franken in moderaten Mengen beinhalten, um Vorwürfe der Währungsmanipulation zu vermeiden. Negative Zinsen haben den Vorteil, dass sie als gängiges geldpolitisches Instrument angesehen werden, auch wenn sie umstritten sind, da sie den Finanzsektor verzerren. Darüber hinaus wären die Auswirkungen auf den Wechselkurs marktbestimmt und daher nicht garantiert.

Eine marktgesteuerte Abwertung in Verbindung mit Devisenmarktinterventionen dürfte wirksamer sein, würde jedoch eine Ausweitung der Bilanz der SNB bedeuten. Dies würde ihre ohnehin schon einzigartig grosse Bilanzsumme weiter erhöhen, was problematisch ist. Die Unterscheidung zwischen dem Zinskanal und dem Interventionskanal ist jedoch nicht eindeutig. Um den Zinssatz zu senken, müsste die SNB bereit sein, Franken auf dem Binnenmarkt zu verkaufen, was jedoch wahrscheinlich auf den Devisenmarkt übergreifen würde, da Finanzinstitute einen Teil der neu geschaffenen Franken, die eine negative Rendite aufweisen, verkaufen könnten, um besser verzinsliche Fremdwährungsaktiva zu erwerben.

Zweitens könnte die SNB, um das Risiko einer erneuten Vorwurf der Wechselkursmanipulation zu minimieren, einen Staatsfonds einrichten, der die Erlöse aus Devisenmarktinterventionen im Ausland investieren würde. Wie wir in einem früheren [Bericht](#) erläutert haben, sollte dieser Fonds möglicherweise ausserhalb der SNB eingerichtet werden, um die Zentralbank von Vorwürfen zu schützen. Dann würde natürlich jegliche Schuld auf den Staatsfonds fallen.

5. Schlussfolgerungen

Die SNB verfügt zwar über Instrumente, mit denen sie einige der Auswirkungen der US-Zölle theoretisch ausgleichen könnte, doch sind die Kosten, Unsicherheiten und Risiken für die Handelsbeziehungen der Schweiz sehr begrenzt. Jede politische Intervention würde Inflationsrisiken mit sich bringen und könnte erneute Vorwürfe der

Währungsmanipulation nach sich ziehen. In der Praxis kann die SNB wenig tun, um die Auswirkungen der Zölle wirksam zu dämpfen, ohne andere Probleme zu schaffen. Unsere allgemeine Schlussfolgerung lautet deshalb, dass sie keinen grossen Beitrag zu den Verteidigungsmassnahmen gegen die Zölle beitragen sollte.

Les tarifs douaniers de Trump : quel rôle pour la BNS ?

Les tarifs de 39% imposés sur les produits suisses par l'administration Trump affecteront sérieusement l'économie suisse. Cela soulève la question de savoir ce que les autorités suisses devraient faire pour atténuer ces effets. Dans ce commentaire, nous nous concentrons sur la question de savoir si la Banque nationale suisse (BNS) a un rôle à jouer. Notre conclusion générale est que ce n'est pas le cas.

Le mandat de la BNS l'oblige à tenir compte de l'évolution générale de l'économie. Si les tarifs devaient entraîner un ralentissement économique ou déclencher une déflation, la BNS ne pourrait pas se contenter d'être un observateur passif. Étant donné que la politique monétaire met du temps à produire ses effets sur l'économie, une action précoce pourrait sembler souhaitable. Cette opinion doit toutefois être nuancée pour plusieurs raisons.

1. Incertitude

Depuis le « Jour de la libération » le 2 avril, l'administration Trump a constamment changé de position concernant les tarifs douaniers, y compris à la veille des dernières décisions du 31 juillet. Il est presque impossible de savoir si le taux de 39 % restera en place, augmentera ou diminuera, ni quand il pourrait changer.

Plus récemment, le président Trump s'est concentré sur le prix des produits pharmaceutiques exportés vers les États-Unis, se plaignant que les citoyens américains paient des prix plus élevés que ceux des autres pays. Il semble envisager d'utiliser une hausse progressive des tarifs (« jusqu'à 250% », selon [Reuters](#)) pour contraindre les entreprises pharmaceutiques à offrir de meilleures conditions aux États-Unis. L'industrie pharmaceutique suisse représente environ 9% de toutes les importations pharmaceutiques américaines (base de données [UN Comtrade](#)). De plus, les exportations pharmaceutiques suisses vers les États-Unis représentent environ 3,5% du PIB suisse. Une aggravation du conflit pharmaceutique pourrait donc être douloureuse pour l'économie suisse.

Compte tenu des enjeux importants et du degré d'incertitude, une dose de prudence semble plus appropriée qu'une hyperactivité.

2. Le rôle du taux de change

L'augmentation des prix que les consommateurs américains devront payer pour les biens importés de Suisse peut être compensée par une baisse du prix facturé par les exportateurs suisses ou par un affaiblissement du franc suisse. Cela réduirait toutefois la rentabilité des entreprises exportatrices. Voilà un rôle potentiel pour la BNS.

En temps normal, les tarifs entraîneraient une baisse de la demande de biens suisses, nécessitant une diminution de leur prix relatif. Cela pourrait se produire soit par une baisse de l'inflation en Suisse (pouvant aller jusqu'à la déflation), soit par une dépréciation du franc.

Ce n'est cependant pas ce qui s'est produit après le Jour de la libération. Cette évolution inhabituelle reflète l'opinion des marchés selon laquelle la guerre tarifaire mènera à une récession américaine, comme l'a confirmé la baisse initiale des cours boursiers. Le fait que la reprise ultérieure des marchés boursiers américains (et autres) se soit accompagnée d'une faiblesse persistante du dollar suggère que les investisseurs internationaux croient que la Réserve fédérale réduira ses taux d'intérêt dans les prochains [mois](#). Quoi qu'il en soit, la dépréciation apparemment durable du dollar, et donc l'appréciation implicite du franc, amplifie les effets des tarifs. Cela suggère qu'au minimum, la BNS devrait résister à l'appréciation du franc, voire encourager sa dépréciation.

3. Dans quelle mesure ?

Quelle serait la dépréciation souhaitable du franc suisse ? Aligner la baisse du franc sur les 39% du tarif signifierait également une baisse similaire face aux autres grandes devises, ce qui n'est pas nécessaire. Étant donné que les États-Unis représentent 16,8% des exportations suisses, on pourrait plutôt viser une dépréciation d'environ 6,5% ($16,8\% \times 39\% \approx 6,5\%$). Cela rendrait néanmoins les biens suisses beaucoup plus chers aux États-Unis tout en les rendant moins chers sur d'autres marchés. Cela n'aiderait pas beaucoup sur le marché américain et pourrait irriter les autres partenaires commerciaux, mettant en péril des accords existants ou futurs. Il n'existe donc pas de taux qui atteindrait l'objectif visé.

D'un autre côté, une dépréciation qui compenserait totalement les effets des nouveaux tarifs serait inflationniste, car les biens importés deviendraient plus chers en Suisse. La BNS dispose d'une certaine marge

de manœuvre pour atténuer le choc en intervenant sur le marché des changes, mais uniquement dans les limites de la stabilité des prix.

4. Deux options

Comme les tarifs affecteront largement l'économie suisse, la BNS pourrait tout de même examiner comment contribuer à la réponse politique dans son ensemble. En dehors d'une dépréciation volontaire du franc, elle dispose de deux options.

Premièrement, si le franc devait se déprécier, la BNS pourrait accélérer cette baisse. Cela pourrait passer par une baisse du taux d'intérêt en territoire négatif ou par la vente de francs, mais en quantités modérées pour éviter d'être accusée de manipulation monétaire. Les taux d'intérêt négatifs ont l'avantage d'être considérés comme un outil classique de politique monétaire, mais il est controversé car il perturbe le secteur financier. De plus, l'impact sur le taux de change serait déterminé par le marché, donc impossible à garantir.

Intervenir sur le marché des changes pour accompagner une dépréciation provoquée par le marché a plus de chances d'être efficace, mais cela impliquerait une augmentation du bilan de la BNS, déjà exceptionnellement élevé, ce qui pose problème. La distinction entre le canal du taux d'intérêt et celui de l'intervention n'est cependant pas nette. Pour baisser le taux d'intérêt, la BNS devrait se tenir prête à vendre des francs sur le marché intérieur, mais cela se répercuterait probablement sur le marché des changes, les institutions financières pouvant vouloir échanger une partie des francs nouvellement créés, porteurs d'un rendement négatif, contre des actifs en devises étrangères mieux rémunérés.

Deuxièmement, pour minimiser le risque d'être à nouveau accusée de manipuler le taux de change, la BNS pourrait créer un fonds souverain, chargé d'investir à l'étranger le produit des interventions sur le marché des changes. Comme nous l'avons expliqué dans un [rapport précédent](#), il serait sans doute préférable que le fonds soit créé en dehors de la BNS pour protéger la banque centrale de ces accusations. Bien sûr, toute critique pourrait alors se reporter sur le fonds souverain.

5. Conclusions

Bien que la BNS dispose d'outils qui pourraient, en théorie, compenser une partie de l'impact des tarifs américains, les coûts, incertitudes et risques pour les relations commerciales de la Suisse limitent fortement

sa marge de manœuvre. Toute intervention comporterait des risques inflationnistes et pourrait raviver les accusations de manipulation monétaire. En pratique, la BNS ne peut faire que peu de choses, et elles seraient efficaces pour atténuer les effets des tarifs sans créer d'autres problèmes. Notre conclusion générale est qu'elle ne devrait pas être impliquée dans la réponse aux tarifs.