

Bulletin trimestriel
3/2025 Septembre

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Bulletin trimestriel
3/2025 Septembre

43^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 25 septembre 2025	6
Stratégie de politique monétaire de la BNS	7
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	8
3 Évolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Évolution monétaire	22
Signaux conjoncturels	28
Chronique monétaire	36
Glossaire	38

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse (BNS) pour l'examen de septembre 2025 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 25 septembre 2025) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 25 septembre 2025. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

L'essentiel en bref

- Le 25 septembre 2025, la Banque nationale a décidé de maintenir son taux directeur à 0%. La pression inflationniste n'a guère changé depuis le deuxième trimestre. La politique monétaire contribue à maintenir l'inflation dans la plage de stabilité des prix et soutient l'activité.
- La croissance de l'économie mondiale s'est quelque peu ralentie au premier semestre 2025. Sa dynamique devrait être modeste au cours des prochains trimestres en raison des droits de douane américains et de la persistance d'une forte incertitude.
- En Suisse, la croissance a été faible au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut (PIB) n'a progressé que de 0,5%, après avoir connu une hausse marquée au premier trimestre. Les perspectives économiques de la Suisse se sont assombries du fait de la nette hausse des droits de douane américains. Ceux-ci devraient surtout peser sur les exportations et les investissements.
- Les incertitudes entourant les perspectives économiques du monde et de la Suisse demeurent élevées, notamment en raison de l'évolution des politiques commerciales.
- L'inflation a augmenté, passant de -0,1% en mai à 0,2% en août, principalement en raison de l'évolution des prix dans le secteur du tourisme et des prix des biens importés. Les anticipations d'inflation n'ont guère varié et sont demeurées dans la plage de stabilité des prix.
- Le franc s'est apprécié face au dollar des États-Unis. Les rendements des obligations de la Confédération à 10 ans ont légèrement reculé, tandis que les cours des actions suisses n'ont que peu varié. Les prix de l'immobilier résidentiel et le volume des prêts hypothécaires ont augmenté plus rapidement qu'au trimestre précédent. La croissance des agrégats monétaires larges s'est accélérée.

1

Décision de politique monétaire du 25 septembre 2025

La Banque nationale maintient son taux directeur à 0%

La Banque nationale suisse (BNS) maintient son taux directeur à 0%. Les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS sont rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS. Pour la part des avoirs à vue dépassant ce seuil, la rémunération continue d'être inférieure de 25 points de base au taux directeur. La BNS reste disposée à être active au besoin sur le marché des changes.

La pression inflationniste n'a guère changé depuis le deuxième trimestre. La politique monétaire contribue à maintenir l'inflation dans la plage de stabilité des prix et soutient l'activité. La BNS continuera d'observer la situation et adaptera si nécessaire sa politique monétaire afin de garantir la stabilité des prix.

L'inflation a légèrement augmenté depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire. Elle est passée de -0,1% en mai à 0,2% en août. Cette hausse s'explique principalement par l'accélération du renchérissement dans le secteur du tourisme et des biens importés.

Depuis l'examen de juin, la pression inflationniste n'a guère varié. L'inflation devrait certes être légèrement plus élevée à court terme, mais la prévision d'inflation conditionnelle à moyen terme reste inchangée. Cette prévision se situe dans la plage de stabilité des prix pour toute la période sur laquelle elle porte (voir graphique 1.1). En moyenne annuelle, elle s'établit aux mêmes niveaux que lors de notre dernier examen, à savoir 0,2% pour 2025, 0,5% pour 2026 et 0,7% pour 2027 (voir tableau 1.1). La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un taux directeur de la BNS maintenu constant à 0% sur toute la période de prévision.

La croissance de l'économie mondiale s'est quelque peu ralentie au premier semestre 2025. Les droits de douane mis en place par les États-Unis et la persistance d'une forte incertitude pèsent sur l'évolution de la conjoncture mondiale.

Dans son scénario de base, la BNS considère que la croissance de l'économie mondiale sera modeste au cours des prochains trimestres. Aux États-Unis, l'inflation devrait se maintenir à un niveau relativement élevé encore un certain temps. Dans la zone euro, en revanche, elle devrait demeurer proche de l'objectif de la BCE.

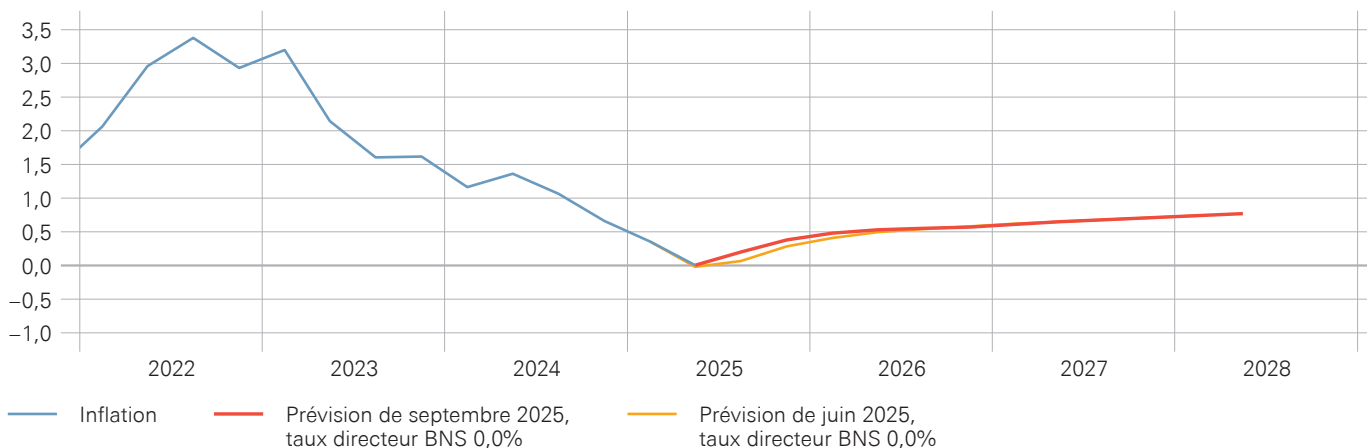
Ce scénario pour l'économie mondiale reste entouré d'une forte incertitude. Les barrières commerciales, par exemple, pourraient être encore relevées et davantage ralentir l'activité. Dans le même temps, il n'est pas exclu que l'économie mondiale résiste mieux que supposé dans ce scénario.

En Suisse, la croissance a été faible au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut (PIB) n'a progressé que de 0,5%,

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2025

Variation en % de l'indice des prix à la consommation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

après avoir connu une hausse marquée au premier trimestre. Les fortes fluctuations des six premiers mois de l'année s'expliquent principalement par l'activité de l'industrie pharmaceutique. Celle-ci a généré une importante création de valeur au premier trimestre, car les exportations vers les États-Unis ont été avancées dans le temps. Il en a résulté une baisse de la création de valeur au deuxième trimestre, tandis que les services ont soutenu la conjoncture. Le chômage a continué d'augmenter au cours des derniers mois.

Les perspectives économiques de la Suisse se sont assombries du fait de la nette hausse des droits de douane américains. Ceux-ci devraient surtout peser sur les exportations et les investissements. L'industrie des

machines et l'horlogerie sont particulièrement concernées. Jusqu'ici, les répercussions sur d'autres branches, notamment dans le secteur des services, ont été limitées. De nombreux indicateurs conjoncturels suggèrent ainsi une situation stable et une croissance modérée. La BNS continue de tableur sur un accroissement du PIB compris entre 1% et 1,5% pour 2025. Pour 2026, elle prévoit une progression d'à peine 1%, en raison des droits de douane et de la forte incertitude. Dans ce contexte, le chômage devrait continuer à progresser.

Les perspectives économiques de la Suisse restent incertaines. Les risques principaux découlent de la politique commerciale des États-Unis et de l'évolution de l'économie mondiale.

Stratégie de politique monétaire de la BNS

Conformément à la loi, la Banque nationale suisse (BNS) a pour mission d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la conjoncture.

Pour remplir cette mission, la BNS a développé une stratégie de politique monétaire comportant trois éléments. Premièrement, la BNS entend par stabilité des prix une hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Elle prend ainsi en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC. Elle estime par ailleurs que le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel.

Deuxièmement, la BNS résume chaque trimestre, sous la forme d'une prévision d'inflation, son appréciation de la pression inflationniste et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux directeur de la BNS constant, montre l'évolution de l'IPC que la Banque nationale attend pour les trois prochaines années. Troisièmement, la BNS fixe son taux directeur pour la mise en œuvre de sa politique monétaire. Elle vise à maintenir les taux d'intérêt à court terme des prêts gagés sur le marché monétaire en francs proches de celui de son taux directeur. Au besoin, elle peut recourir à d'autres mesures de politique monétaire pour influencer sur le cours de change ou sur le niveau des taux d'intérêt.

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, SEPTEMBRE 2025

	2022				2023				2024				2025				2022	2023	2024	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Inflation	2,1	3,0	3,4	2,9	3,2	2,1	1,6	1,6	1,2	1,4	1,1	0,7	0,4	0,0				2,8	2,1	1,1

Source: OFS.

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2025

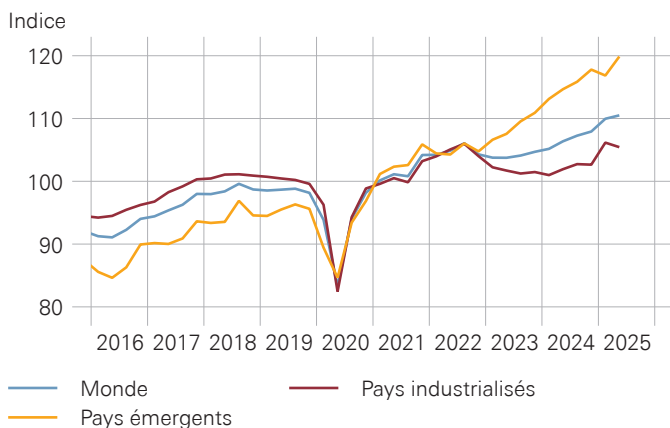
	2025				2026				2027				2028				2025	2026	2027	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prévision de juin 2025, taux directeur BNS 0,0%		0,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7					0,2	0,5	0,7
Prévision de septembre 2025, taux directeur BNS 0,0%			0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8				0,2	0,5	0,7

Source: BNS.

Graphique 2.1

COMMERCE INTERNATIONAL DE BIENS

Moyenne de la période considérée = 100



Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) et LSEG Datastream.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La croissance de l'économie mondiale s'est quelque peu ralentie au premier semestre 2025, surtout aux États-Unis, où l'évolution a été moins soutenue qu'en 2024. Le rythme de croissance est demeuré modeste dans la zone euro, tandis qu'il a été solide en Chine. Les droits de douane mis en place par les États-Unis et la persistance d'une forte incertitude pèsent sur l'évolution de la conjoncture mondiale.

Le commerce mondial a légèrement progressé au deuxième trimestre (voir graphique 2.1), tiré par l'évolution très dynamique du secteur des biens technologiques, en particulier en Asie. En revanche, le relèvement des droits sur les importations américaines a pesé sur les échanges internationaux.

Aux États-Unis, l'inflation a augmenté au cours des derniers mois. Cependant, les risques d'une dégradation de l'emploi s'étant également accrus, la Réserve fédérale (Fed) vient d'assouplir sa politique monétaire. Dans la zone euro, l'inflation a fluctué à un niveau proche de l'objectif fixé par la Banque centrale européenne (BCE), et celle-ci a maintenu ses taux directeurs inchangés.

Dans son scénario de base, la BNS considère que la croissance de l'économie mondiale sera modeste aux prochains trimestres. Les droits de douane américains devraient freiner le commerce mondial et réduire le pouvoir d'achat des ménages aux États-Unis. De plus, l'incertitude reste forte et devrait peser sur l'investissement. Aux États-Unis, l'inflation devrait se maintenir à un niveau relativement élevé pendant encore un certain temps. Dans la zone euro, en revanche, elle devrait demeurer proche de l'objectif de la BCE.

Tableau 2.1

SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2021	2022	2023	2024	Scénario	
					2025	2026
PIB, variation sur 12 mois, en %						
Monde ¹	6,6	3,6	3,5	3,3	3,0	2,6
États-Unis	6,1	2,5	2,9	2,8	1,7	1,5
Zone euro	6,3	3,7	0,5	0,8	1,2	1,1
Chine	8,6	3,1	5,4	5,0	4,8	4,1
Prix du baril de pétrole en dollars des États-Unis						
	70,8	102,4	83,6	81,3	69,9	67,0

1 Agrégat mondial selon la définition du FMI, pondération PPA.

Sources: BNS et LSEG Datastream.

Ce scénario reste entouré d'une forte incertitude. Les barrières commerciales, par exemple, pourraient être encore relevées et davantage ralentir l'activité. Dans le même temps, il n'est pas exclu que l'économie mondiale résiste mieux que supposé dans ce scénario.

Pour ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole (67 dollars des États-Unis le baril de Brent, contre 65 dollars dans le scénario de juin) et le cours de l'euro en dollar (1,16 dollar pour 1 euro, contre 1,12 précédemment). Ces deux chiffres correspondent à la moyenne sur vingt jours calculée au moment de l'établissement du scénario de base de ce trimestre.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire, les marchés financiers internationaux ont été marqués par le ralentissement conjoncturel qui s'esquisse aux États-Unis et par les craintes liées à la politique budgétaire de certains pays industrialisés.

Par rapport au mois de mars, les rendements des obligations d'État à long terme ont évolué de manière disparate dans les pays industrialisés. Ils ont reculé aux États-Unis, où les signes d'une dégradation du marché du travail ont accentué les anticipations d'un assouplissement rapide de la politique monétaire. Ces rendements ont progressé dans d'autres grands pays industrialisés, reflétant principalement une hausse des primes de risque en raison des craintes liées à la viabilité de la politique budgétaire. Par exemple, l'écart de rendement entre les obligations d'État françaises et allemandes s'est creusé, car la situation politique en France a conduit à une prime de risque accrue. Les primes de risque des obligations d'État à long terme ont également augmenté au Royaume-Uni et au Japon (voir graphiques 2.2 et 2.3).

L'indice mondial MSCI a atteint un nouveau record. L'assouplissement attendu de la politique monétaire des États-Unis, les solides bénéfices des entreprises américaines et l'anticipation d'un non-durcissement des tensions commerciales ont soutenu les cours. Malgré les incertitudes liées à la politique commerciale, l'indice VIX, qui mesure à partir du prix des options la volatilité attendue des actions aux États-Unis, est resté bas (voir graphique 2.4).

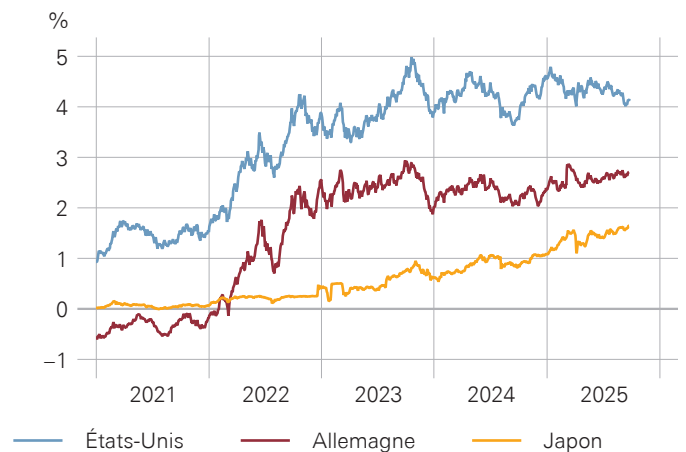
Les cours de change des principales monnaies n'ont que peu fluctué. En termes pondérés par le commerce extérieur, le dollar des États-Unis a eu tendance à se stabiliser et l'euro s'est légèrement apprécié, tandis que la livre sterling et le yen japonais se sont un peu dépréciés (voir graphique 2.5).

Le prix du pétrole a sensiblement fléchi. Selon les derniers chiffres, le baril de Brent s'établissait à 69 dollars des États-Unis, contre 77 dollars en juin. Ce recul tient

Graphique 2.2

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Obligations d'État à 10 ans

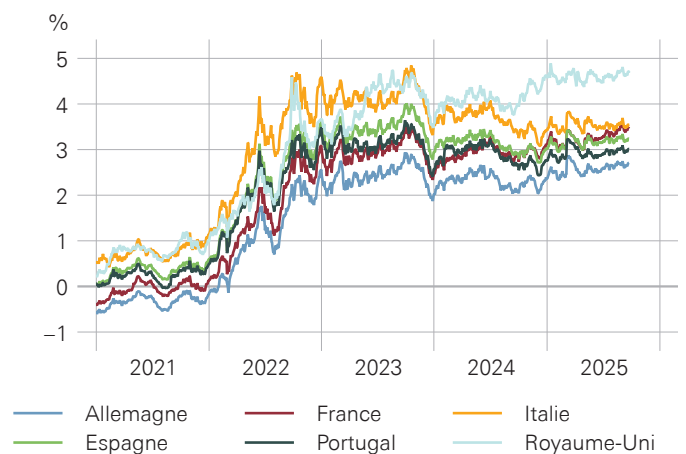


Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

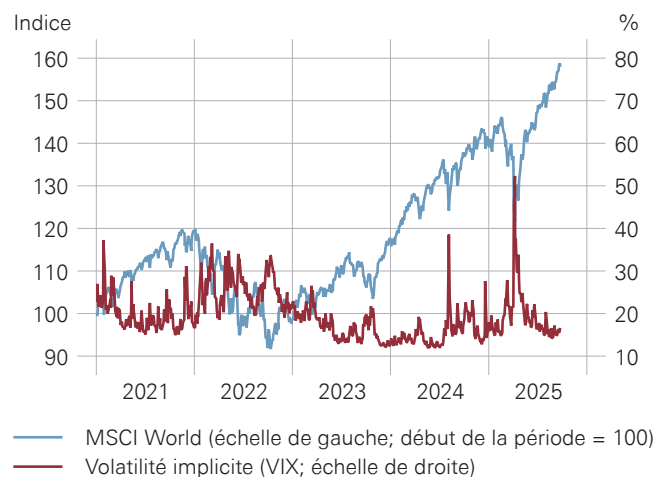
Obligations d'État à 10 ans



Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.4

MARCHÉS DES ACTIONS



Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

Pondérés par le commerce extérieur

Indice, début de la période = 100



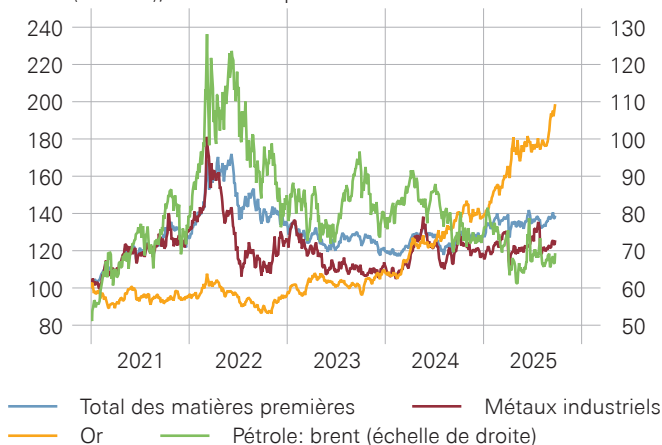
Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Indice (en USD), début de la période = 100

USD/baril

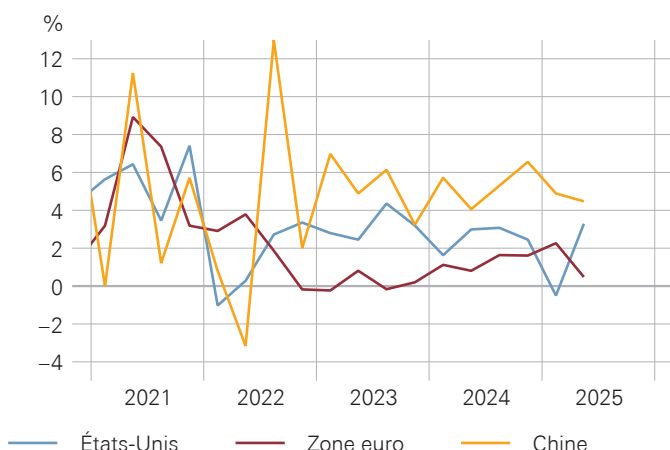


Sources: Bloomberg, LSEG Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL

Évolution par rapport au trimestre précédent



Source: LSEG Datastream.

principalement à l'atténuation des risques d'escalade au Proche-Orient. Un accroissement de la production de l'OPEC+ et l'anticipation d'un affaiblissement de la conjoncture ont également pesé sur le prix du pétrole. Le gaz naturel est lui aussi devenu moins cher. Les prix des métaux industriels ont fluctué à la suite des modifications des droits de douane américains sur le cuivre, mais ils ont fini par retrouver un niveau similaire à celui de juin. Au cours des derniers trimestres, la demande d'or a nettement augmenté, ce métal servant notamment de couverture face aux risques politiques et budgétaires accrus. Cela s'est traduit par une forte hausse des cours. Cette évolution s'est poursuivie durant la période sous revue, et l'or a atteint un nouveau pic (voir graphique 2.6).

ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, le PIB a progressé de 3,3% au deuxième trimestre, après un léger recul au trimestre précédent (voir graphique 2.7). L'évolution volatile au premier semestre tient aux importations, qui ont soudainement augmenté au premier trimestre dans la perspective de droits de douane plus élevés pour diminuer au trimestre suivant. Globalement, la croissance a été plus modeste pendant les six premiers mois de l'année qu'en 2024. En particulier, la consommation privée a perdu de sa vigueur.

Compte tenu du rythme plus modéré de l'activité économique, la croissance de l'emploi a ralenti et le taux de chômage s'est légèrement accru, s'établissant à 4,3% en août (voir graphique 2.9). Dans l'ensemble, l'utilisation des capacités devrait être moyenne sur le marché du travail.

Les perspectives conjoncturelles demeurent limitées en raison du relèvement des droits de douane. Le gouvernement a certes conclu des accords commerciaux bilatéraux avec plusieurs pays ces trois derniers mois, mais les droits sur les importations américaines ont dans l'ensemble encore augmenté durant l'été. Ceux-ci sont désormais supérieurs de 15% à 20% à leur niveau du début de l'année pour de nombreux pays. Des hausses spécifiques s'appliquent aux importations de véhicules et de certains métaux industriels. Globalement, les droits de douane sont plus élevés qu'en juin.

Les droits sur les importations, l'incertitude liée à la politique commerciale et la morosité du climat de consommation devraient peser sur l'activité économique, tandis que la politique monétaire, qui a de nouveau été assouplie en septembre, devrait la soutenir.

En matière de PIB, les prévisions de la BNS sont restées quasiment inchangées pour 2025, à 1,7%. Pour 2026, elles s'établissent à 1,5%, en légère baisse par rapport à juin, principalement en raison du relèvement global des droits de douane (voir tableau 2.1). L'évolution ultérieure de la politique commerciale reste néanmoins entourée d'une forte incertitude, qui pèse aussi sur ces prévisions.

L'inflation s'est un peu accélérée ces trois derniers mois et s'établissait à 2,9% en août (voir graphique 2.10), ce qui reflète, d'une part, le renchérissement accru de l'énergie. D'autre part, l'inflation sous-jacente a aussi progressé (3,1% en fin de trimestre, voir graphique 2.11). Cela s'explique probablement en partie par la répercussion de la hausse des droits de douane sur les prix à la consommation. L'inflation mesurée par le déflateur de la consommation privée, sur lequel la Fed s'appuie pour son objectif d'inflation de 2%, était de 2,6% en juillet. La hausse des prix devrait se maintenir à un niveau relativement élevé pendant encore un certain temps en raison du relèvement des droits de douane.

L'accentuation des risques de dégradation de l'emploi a conduit la Fed à réduire la marge de fluctuation de son taux de référence de 25 points de base en septembre, à 4%-4,25%, après l'avoir laissée inchangée depuis décembre 2024 (voir graphique 2.12). La Fed poursuit par ailleurs la réduction de son bilan comme prévu: elle devrait continuer d'alléger son portefeuille d'obligations d'État et de créances hypothécaires titrisées d'un montant pouvant aller jusqu'à 40 milliards de dollars par mois, ce qui correspond à environ 0,6% de son bilan actuel.

ZONE EURO

Dans la zone euro, le PIB a progressé de 0,5% au deuxième trimestre, soit à un rythme sensiblement plus lent qu'au trimestre précédent (voir graphique 2.7). Cela tient en partie à des effets exceptionnels: à l'inverse de l'évolution aux États-Unis, les exportations ont fortement augmenté au premier trimestre en raison des livraisons anticipées, pour enregistrer un mouvement contraire au deuxième trimestre. Dans l'ensemble, la dynamique conjoncturelle est demeurée plutôt modeste durant les six premiers mois de l'année. De plus, la croissance de l'emploi a ralenti au deuxième trimestre, mais le taux de chômage est resté historiquement bas, à 6,2% en juillet (voir graphique 2.9).

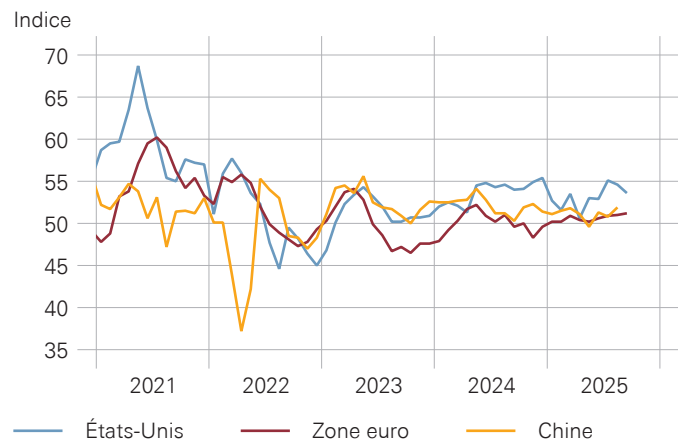
Les perspectives de croissance à court terme continuent d'être limitées. Les incertitudes liées aux tensions commerciales, la hausse des droits de douane sur les exportations européennes vers les États-Unis et la demande mondiale plus faible devraient peser sur la croissance dans les trimestres à venir. À moyen terme, l'économie devrait se redresser un peu, soutenue notamment par l'assouplissement de la politique monétaire aux trimestres précédents et par les mesures budgétaires adoptées par l'Allemagne.

Pour la zone euro, la BNS table sur un accroissement du PIB de 1,2% en 2025 et de 1,1% en 2026 (voir tableau 2.1). Le nouveau chiffre pour 2025, légèrement plus élevé qu'en juin, s'explique par des révisions de données.

En juin et en août, la hausse des prix à la consommation correspondait à l'objectif de 2% visé par la BCE (voir graphique 2.10). L'inflation sous-jacente reste un peu

Graphique 2.8

PMI COMPOSITE¹

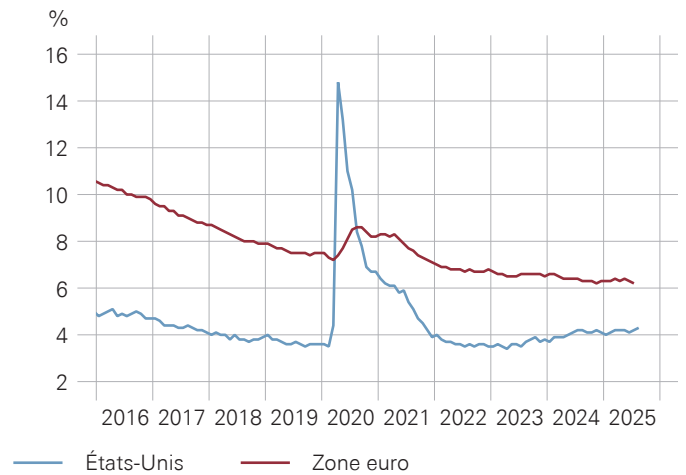


¹ Indice combinant l'industrie manufacturière et les services.

Source: S&P Global.

Graphique 2.9

TAUX DE CHÔMAGE

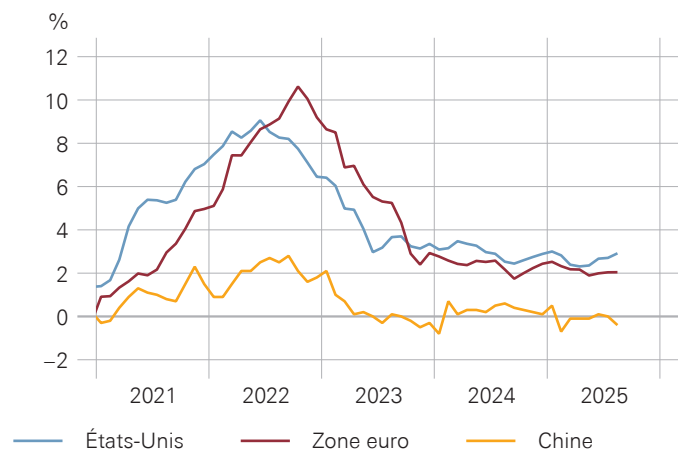


Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.10

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation sur 12 mois

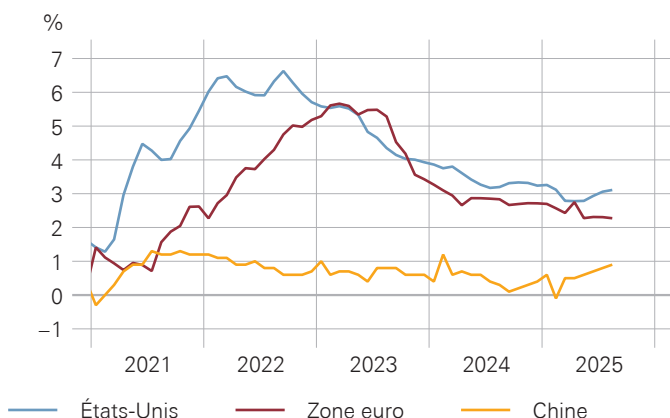


Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.11

INFLATION SOUS-JACENTE¹

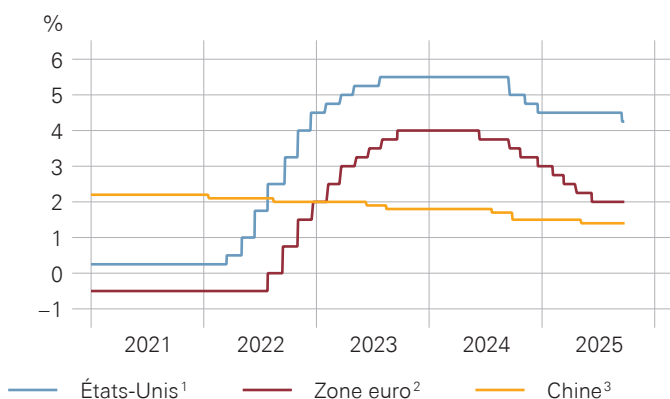
Variation sur 12 mois



1 Hors alimentation et énergie.

Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.12

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS

1 Taux des fonds fédéraux (limite supérieure de la marge de fluctuation).

2 Taux de la facilité de dépôt.

3 Taux des prises en pension de titres (7 jours).

Source: LSEG Datastream.

élevée, à 2,3%, en raison d'un renchérissement des services supérieur à la moyenne (voir graphique 2.11).

La BCE a laissé inchangés ses taux directeurs en juillet et en septembre, après les avoir progressivement abaissés depuis le milieu de l'année 2024. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est ainsi de 2% depuis le mois de juin (voir graphique 2.12). Depuis fin 2024, la BCE renonce par ailleurs à renouveler les obligations de son programme d'achat d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme PEPP (*pandemic emergency purchase programme*) qui arrivent à échéance. Son portefeuille diminue ainsi de 40 à 45 milliards d'euros par mois, ce qui correspond à environ 0,7% de son bilan actuel.

CHINE

En Chine, le PIB a progressé de 4,5% au deuxième trimestre, contre 4,9% au trimestre précédent (voir graphique 2.7). Les exportations de biens vers les États-Unis ont sensiblement reculé en raison de la forte hausse des droits de douane américains. Les exportations prises dans leur ensemble ont néanmoins poursuivi leur progression, car les livraisons vers d'autres pays asiatiques, notamment, ont vigoureusement augmenté sur la même période. De plus, la politique budgétaire expansionniste a soutenu la demande intérieure. Les capacités de production sont restées sous-utilisées en raison de la crise immobilière, qui a continué de peser sur l'activité économique.

La Chine reste confrontée à des défis considérables du fait des tensions commerciales avec les États-Unis. En août, les deux pays ont certes convenu de prolonger jusqu'à la mi-novembre les droits de douane en vigueur depuis la désescalade de mai. Les droits américains sur les biens chinois restent néanmoins nettement supérieurs à leur niveau du début de l'année et continueront vraisemblablement de freiner les exportations. En outre, l'affaiblissement de la demande mondiale et l'incertitude accrue liée au commerce devraient peser sur l'activité économique dans les trimestres à venir. Au début du troisième trimestre, la dynamique économique a un peu perdu de sa vigueur.

Le gouvernement continue de soutenir l'activité par sa politique économique expansionniste. Compte tenu de l'évolution conjoncturelle favorable au premier semestre, il considère que l'objectif de croissance d'environ 5% pour 2025 pourra être atteint. La BNS n'a guère modifié ses prévisions pour la Chine et mise sur une croissance de 4,8% en 2025 et de 4,1% en 2026 (voir tableau 2.1).

L'inflation est restée basse. En août, elle était encore négative, à -0,4%, en raison du faible renchérissement des denrées alimentaires (voir graphique 2.10). L'inflation sous-jacente a augmenté à 0,9% (voir graphique 2.11), sans doute en raison de l'élargissement du programme d'échange des biens de consommation en 2025, qui a stimulé la demande et entraîné des hausses de prix.

3 Évolution économique en Suisse

En Suisse, la croissance a été faible au deuxième trimestre. Le PIB n'a progressé que de 0,5%, après avoir connu une hausse marquée au premier trimestre¹. Les fortes fluctuations des six premiers mois de l'année s'expliquent principalement par l'activité de l'industrie pharmaceutique. Celle-ci a généré une importante création de valeur au premier trimestre, car les exportations vers les États-Unis ont été avancées dans le temps. Il en a résulté une baisse de la création de valeur au deuxième trimestre, tandis que les services ont soutenu la conjoncture. Le chômage a continué d'augmenter au cours des derniers mois.

Les perspectives économiques de la Suisse se sont assombries du fait de la nette hausse des droits de douane américains. Ceux-ci devraient surtout peser sur les exportations et les investissements. L'industrie des machines et l'horlogerie sont particulièrement concernées. Jusqu'ici, les répercussions sur d'autres branches, notamment dans le secteur des services, ont été limitées. De nombreux indicateurs conjoncturels suggèrent ainsi une situation stable et une croissance modérée. La BNS continue de tableur sur un accroissement du PIB compris entre 1% et 1,5% pour 2025. Pour 2026, elle prévoit une progression d'à peine 1%, en raison des droits de douane et de la forte incertitude. Dans ce contexte, le chômage devrait continuer à progresser.

Les perspectives économiques de la Suisse restent incertaines. Les risques principaux découlent de la politique commerciale des États-Unis et de l'évolution de l'économie mondiale.

PRODUCTION ET DEMANDE

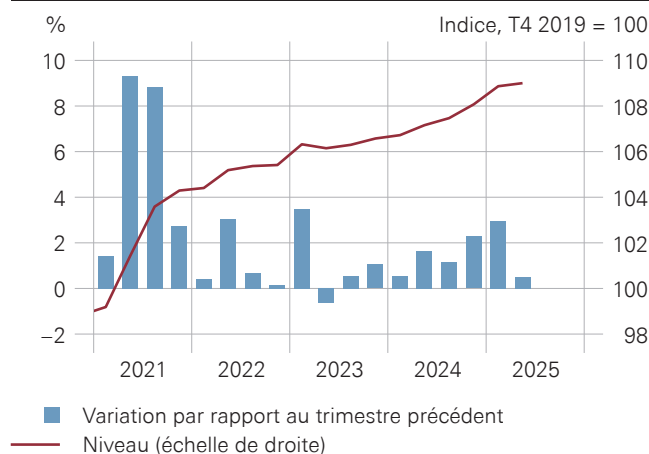
Pour évaluer la situation économique, la BNS se fonde sur un large éventail d'indicateurs conjoncturels. Ceux-ci montrent que l'activité économique a perdu de sa vigueur au deuxième trimestre. Les chiffres disponibles laissent également entrevoir une progression modérée pour le troisième trimestre. La hausse des droits de douane américains a particulièrement assombri les perspectives commerciales de l'industrie manufacturière.

¹ Les données du PIB qui font l'objet de commentaires et de prévisions de la BNS dans le communiqué de presse relatif à l'examen de ce trimestre et dans le *Bulletin trimestriel* sont corrigées des événements sportifs (voir glossaire).

Graphique 3.1

PIB RÉEL

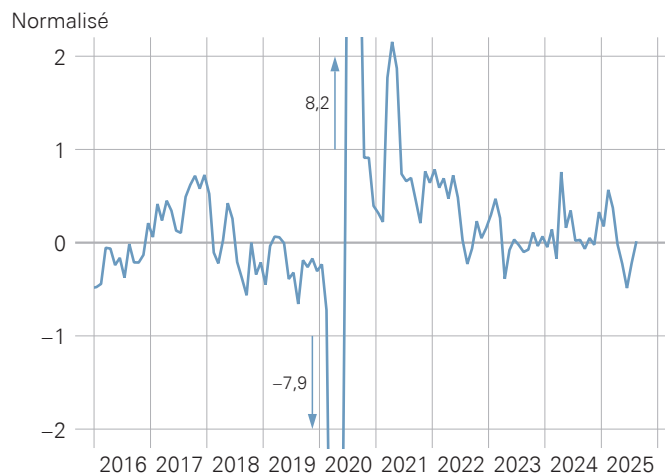
Données corrigées des événements sportifs



Source: Secrétariat d'État à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

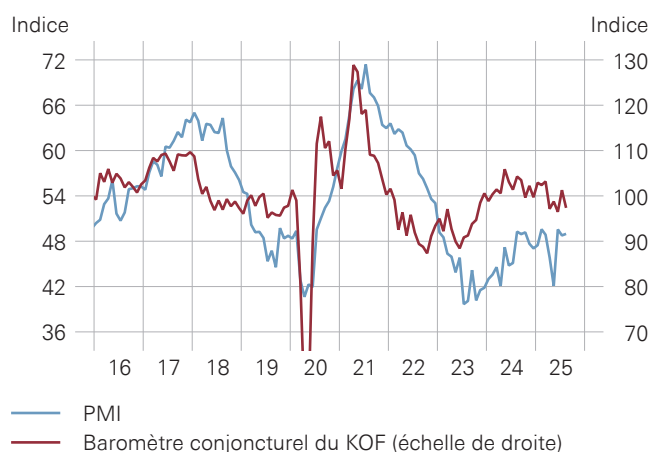
INDICE CONJONCTUREL BNS



Source: BNS.

Graphique 3.3

PMI INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



Sources: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) et UBS.

Faible croissance au deuxième trimestre 2025

D'après les estimations du Secrétariat d'État à l'économie (SECO), le PIB s'est accru de 0,5% au deuxième trimestre, ce qui représente une progression nettement moins forte qu'au premier (voir graphique 3.1). Selon l'approche par la production, le secteur des services a soutenu la croissance en raison notamment du commerce de gros, qui a de nouveau connu une évolution dynamique. Dans l'industrie manufacturière, en revanche, la création de valeur a sensiblement reculé. Ce recul s'explique surtout par le renversement observé dans l'industrie pharmaceutique, où les livraisons anticipées vers les États-Unis avaient provoqué une augmentation de la création de valeur au premier trimestre. La baisse de la création de valeur observée au deuxième trimestre touche toutefois aussi les autres branches industrielles et la construction.

Selon l'approche par les dépenses, la demande intérieure et le commerce extérieur ont enregistré une faible progression (voir tableau 3.1). La consommation privée a ainsi affiché une croissance inférieure à sa moyenne de long terme, et les investissements dans la construction et dans les biens d'équipement se sont réduits. Les exportations et les importations ont fortement baissé en raison de l'évolution de l'industrie pharmaceutique.

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

Taux de croissance par rapport à la période précédente, en %; taux annualisés, corrigés des variations saisonnières

	2021	2022	2023	2024	2023		2024				2025	
					T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Consommation privée	2,2	4,9	1,4	2,4	0,7	1,4	2,3	1,9	2,2	2,0	0,6	1,1
Consommation des administrations publiques	2,9	-0,6	1,4	1,3	3,0	2,5	-2,1	-0,6	1,0	2,2	1,5	3,6
Investissements	3,6	1,0	2,2	0,4	-0,5	-2,9	1,7	-0,5	-2,6	4,8	2,7	-2,3
Construction	-3,1	-6,9	-1,5	-1,4	1,2	2,7	2,4	4,5	2,9	0,4	1,8	-0,6
Biens d'équipement	7,0	4,7	3,8	1,2	-1,2	-5,3	1,4	-2,8	-5,1	7,0	3,1	-3,2
Demande intérieure finale	2,7	2,9	1,6	1,6	0,7	0,3	1,6	0,9	0,7	2,8	1,3	0,4
Variation des stocks ¹	-0,6	0,6	1,6	-0,3	-2,3	-3,8	13,5	-7,0	4,3	-4,9	2,9	-1,0
Exportations totales ^{2,3}	11,5	5,8	-2,0	3,0	7,3	14,6	-17,6	17,0	-7,4	12,6	20,5	-10,2
Biens ²	12,1	4,4	-3,3	2,7	12,7	18,8	-25,9	20,5	-10,9	21,8	30,8	-17,6
Biens sans commerce de transit ²	13,4	5,2	1,2	5,5	11,6	-7,0	10,1	27,7	-12,7	33,7	16,5	-15,3
Services ³	10,2	9,6	1,2	3,6	-4,8	4,5	5,6	9,8	0,5	-5,0	0,6	8,8
Importations totales ^{2,3}	4,8	6,6	1,1	3,7	4,2	8,7	7,0	3,8	-1,5	5,3	26,6	-14,1
Biens ²	4,5	8,2	0,8	4,2	3,4	10,5	7,0	0,4	-3,8	8,9	48,2	-23,8
Services ³	5,1	4,3	1,5	2,9	5,4	6,2	6,9	8,3	1,7	0,8	3,3	0,4
Commerce extérieur ^{3,4}	4,0	0,4	-1,8	0,0	2,3	4,5	-14,3	7,8	-3,7	4,7	-1,1	1,1
PIB ³	5,9	3,5	1,3	1,2	0,6	1,0	0,6	1,6	1,2	2,3	3,0	0,5

¹ Contribution à la croissance en points de PIB (y compris l'écart statistique).

² Hors objets de valeur (or non monétaire et autres métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités).

³ Données corrigées des événements sportifs.

⁴ Contribution à la croissance en points de PIB.

Source: SECO.

Dégradation des perspectives dans l'industrie manufacturière

Les chiffres disponibles laissent présager dans l'ensemble une croissance modérée au deuxième trimestre. Certains indicateurs font ainsi état de difficultés conjoncturelles du fait de la forte hausse des droits de douane américains, notamment dans l'industrie manufacturière. Comme les services restent stables, les répercussions économiques demeurent toutefois limitées jusqu'ici.

L'indice conjoncturel de la BNS et le baromètre conjoncturel du KOF permettent d'estimer, à partir d'une large base de données, le rythme de croissance de l'économie (voir graphiques 3.2 et 3.3). Ils font tous deux apparaître une dynamique conjoncturelle modérée pour le troisième trimestre.

Le durcissement de la politique douanière des États-Unis touche en premier lieu l'industrie manufacturière. Bien que le PMI de l'industrie manufacturière, qui avait nettement reculé au deuxième trimestre, se soit récemment redressé, il dénote toujours une baisse de la création de valeur. Le relèvement des droits de douane américains intervenu en août est surtout perceptible dans les enquêtes conjoncturelles réalisées par le KOF dans l'industrie manufacturière. Celles-ci révèlent une nette dégradation, notamment en ce qui concerne les perspectives économiques. Jusqu'ici, les effets sur l'économie semblent toutefois être restés modestes, car les services et la construction continuent de soutenir l'activité.

MARCHÉ DU TRAVAIL

Sur le marché du travail, la dynamique s'est encore ralentie. L'emploi a stagné, et le chômage a augmenté. Les difficultés de recrutement ont continué de reculer.

Stagnation de l'emploi

Selon la statistique de l'emploi (STATEM), le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps n'a pas évolué au deuxième trimestre en données corrigées des variations saisonnières (CVS). Les secteurs ont toutefois évolué de façon disparate. Le nombre de postes a encore diminué dans l'industrie manufacturière et a stagné dans la construction, tandis que des postes ont de nouveau été créés dans les services (voir graphique 3.4). D'après la statistique de la population active occupée (SPA0), le nombre de personnes actives occupées en données CVS est resté au même niveau.

Chômage en hausse

Le nombre de personnes au chômage recensées par le SECO a continué d'augmenter au cours des derniers mois. Fin août, 138 000 personnes étaient inscrites au chômage en données CVS. Le taux de chômage en données CVS est passé de 2,8% en mai à 2,9% en août. Le taux de chômage au sens du Bureau international du travail (BIT), calculé par l'Office fédéral de la statistique (OFS), s'est inscrit à 4,9% au deuxième trimestre, contre 4,5% au premier trimestre (voir graphique 3.5).

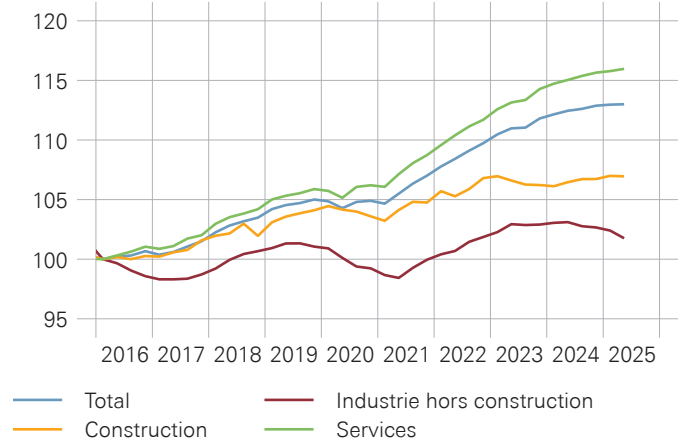
Poursuite de l'embellie sur le front des recrutements

Si, d'après la STATEM, des entreprises ont encore rencontré des difficultés à recruter du personnel qualifié, elles étaient de nouveau moins nombreuses qu'au trimestre précédent (voir graphique 3.6).

Graphique 3.4

EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

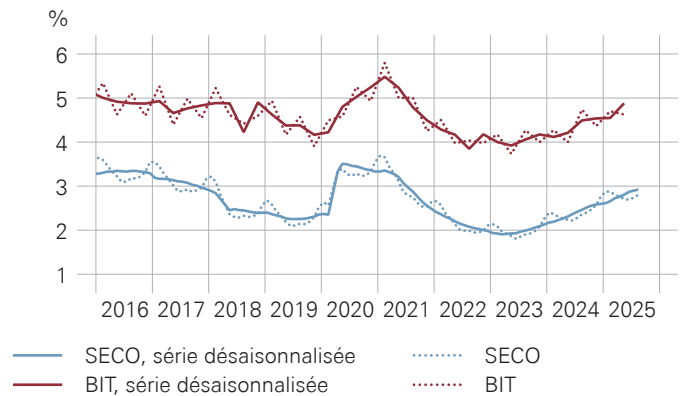
Indice, début de la période = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

TAUX DE CHÔMAGE

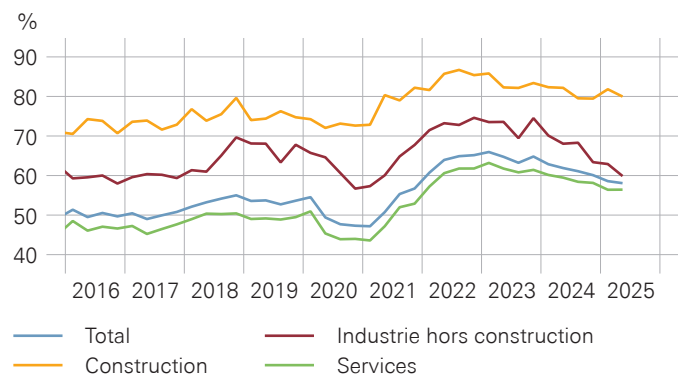


SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives.
BIT: taux de chômage selon la définition du Bureau international du travail.

Sources: OFS et SECO.

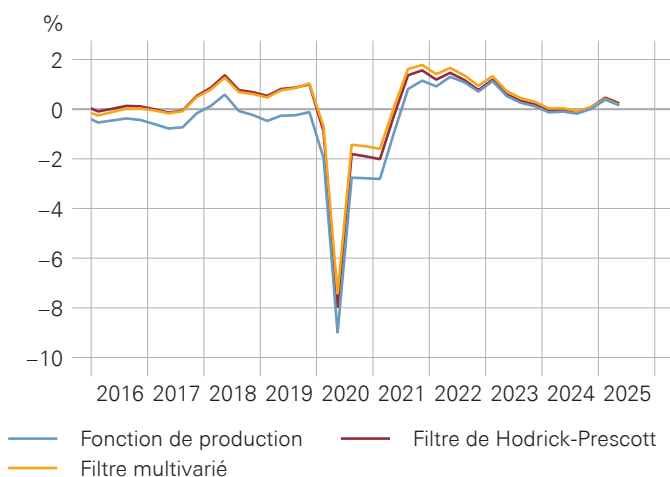
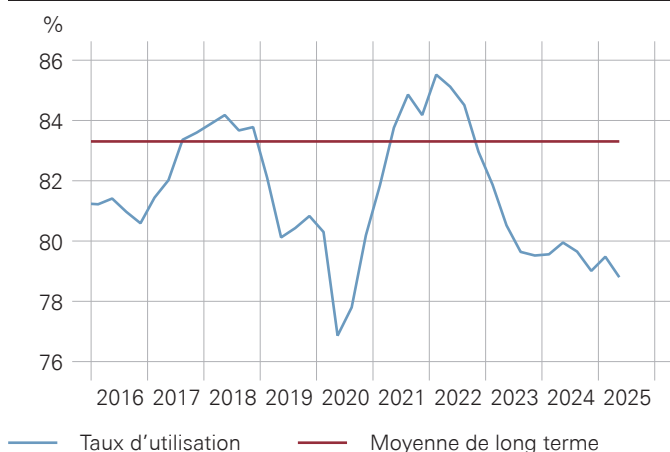
Graphique 3.6

DIFFICULTÉS DE RECRUTEMENT



Part des entreprises dont la recherche de personnel qualifié a été difficile ou infructueuse. Seules les entreprises recherchant activement du personnel qualifié sont prises en compte. Estimations établies sur la base de la statistique de l'emploi (STATEM).

Sources: BNS et OFS.

ÉCART DE PRODUCTION**UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE****UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION****Écart de production nul**

L'écart de production correspond à la différence entre le PIB observé et la production potentielle de l'économie; il renseigne donc sur l'utilisation des capacités de production. Exprimé en pourcentage, il est positif lorsque l'économie est en surchauffe et négatif lorsque les capacités sont sous-utilisées.

L'estimation de la production potentielle sur la base d'une fonction de production aboutit pour le deuxième trimestre à un écart nul, ce qui correspond à une utilisation normale des capacités de production. D'autres méthodes indiquent également un écart de production nul (voir graphique 3.7).

Utilisation des capacités de production contrastée selon les branches

Les enquêtes sont elles aussi importantes pour l'évaluation de l'utilisation des capacités de production. Celles réalisées par le KOF auprès des entreprises montrent que, dans l'industrie manufacturière, l'utilisation des capacités techniques s'est maintenue à un niveau nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). En revanche, elle est restée légèrement supérieure à cette moyenne dans la plupart des branches des services. Pour l'économie dans son ensemble, les indicateurs disponibles montrent une utilisation des capacités de production conforme à la moyenne de long terme.

En ce qui concerne la pénurie de main-d'œuvre, les enquêtes signalent également une nouvelle détente au deuxième trimestre. Il existe néanmoins des disparités entre les branches. Si les effectifs sont toujours jugés à peine suffisants dans la construction et dans certaines branches des services, les entreprises de l'industrie manufacturière font état de sureffectifs.

PERSPECTIVES

Au second semestre, la croissance économique devrait être faible. Il n'est pas exclu que le PIB connaisse même un léger recul. De nombreux indicateurs conjoncturels, dont le PMI de l'industrie manufacturière pour l'étranger en données pondérées par les exportations et l'indicateur du KOF sur la marche des affaires, laissent présager une croissance modeste (voir graphiques 3.9 et 3.10). La demande extérieure modérée et la forte hausse des droits de douane sur les livraisons de marchandises suisses aux États-Unis pèsent néanmoins sur les exportations. Cette situation devrait surtout avoir des effets négatifs sur l'industrie manufacturière au cours des prochains trimestres. Les services devraient continuer de soutenir la conjoncture.

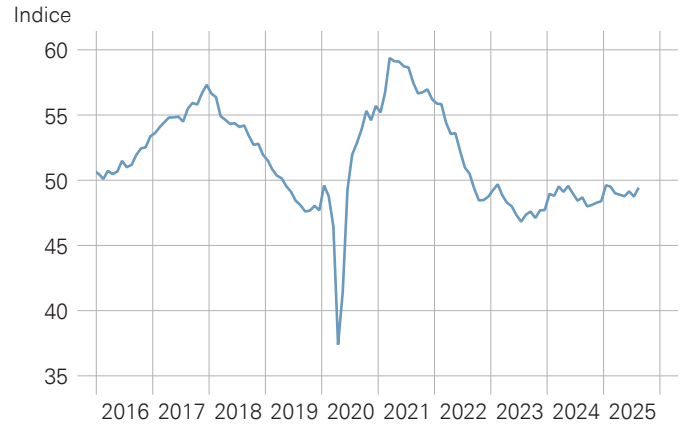
La BNS continue de tabler sur un accroissement du PIB compris entre 1% et 1,5% pour 2025. La morosité des perspectives conjoncturelles se reflète surtout dans les prévisions pour l'année prochaine. Ainsi, la BNS ne prévoit plus qu'une croissance d'à peine 1% pour 2026. Dans ce contexte, le chômage devrait continuer d'augmenter, et l'emploi ne connaître qu'une faible progression.

Les perspectives économiques de la Suisse restent incertaines. Les risques principaux découlent de la politique commerciale des États-Unis et de l'évolution de l'économie mondiale.

Graphique 3.9

PMI INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations



Sources: BNS, Direction of trade statistics du Fonds monétaire international (FMI DOTS) et LSEG Datastream.

Graphique 3.10

MARCHE DES AFFAIRES

Moyenne de toutes les enquêtes du KOF



Source: KOF.

Graphique 3.11

PERSPECTIVES D'EMPLOI

Séries désaisonnalisées, normalisées



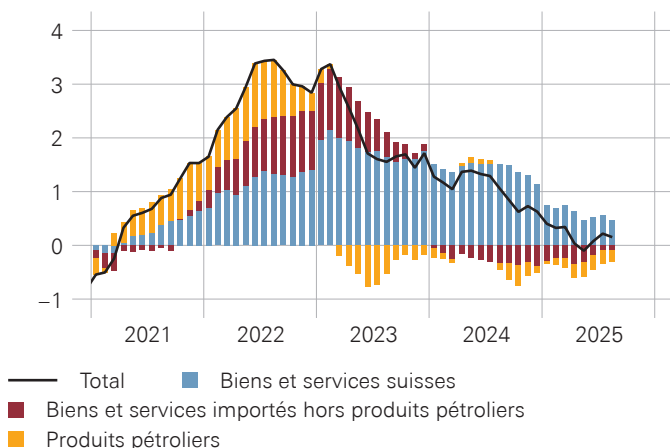
¹ Correction des variations saisonnières: BNS.

Sources: KOF, OFS et Réseau économique régional de la BNS.

Graphique 4.1

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

Variation en % sur 12 mois; contribution des composantes, en points

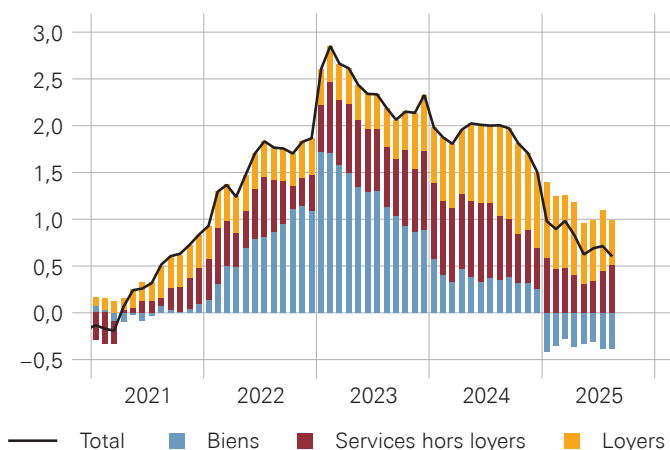


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

Variation en % sur 12 mois; contribution des composantes, en points



Sources: BNS et OFS.

Tableau 4.1

INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION

Variation sur 12 mois, en %

	2024	2024		2025		2025			
		T3	T4	T1	T2	Mai	Juin	Juil.	Août
IPC, indice total	1,1	1,1	0,7	0,4	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,2
Biens et services suisses	1,9	2,0	1,7	1,0	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6
Biens	1,7	1,7	1,3	-1,6	-1,5	-1,5	-1,4	-1,7	-1,7
Services	2,0	2,1	1,8	1,7	1,3	1,2	1,3	1,4	1,3
Services privés (hors loyers)	1,6	1,6	1,1	1,3	0,8	0,7	0,8	1,0	1,2
Loyers	3,3	3,8	3,6	3,3	2,8	2,6	2,6	2,6	1,9
Services publics	0,6	0,7	0,5	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
Biens et services importés	-1,5	-1,8	-2,5	-1,6	-2,3	-2,4	-1,9	-1,4	-1,3
Hors produits pétroliers	-1,2	-1,5	-1,7	-1,2	-1,3	-1,5	-0,9	-0,4	-0,5
Produits pétroliers	-3,7	-4,4	-8,8	-4,2	-9,3	-9,6	-9,8	-8,9	-8,3

Sources: BNS et OFS.

4

Prix et anticipations
d'inflation

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté, passant de -0,1% en mai à 0,2% en août. Cette hausse s'explique principalement par l'accélération du renchérissement dans le secteur du tourisme et des biens importés. L'inflation sous-jacente telle qu'elle ressort des indicateurs n'a guère changé.

La plupart des indicateurs des anticipations d'inflation à court terme n'ont guère varié ce trimestre. Les indicateurs des anticipations d'inflation à long terme sont majoritairement demeurés stables. Par conséquent, les anticipations d'inflation sont demeurées dans la plage de stabilité des prix.

PRIX À LA CONSOMMATION**Hausse du renchérissement annuel mesuré par l'IPC**

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC a augmenté de 0,3 point depuis le creux de mai, pour s'établir à 0,2% en août (voir graphique 4.1 et tableau 4.1). Cette progression s'explique principalement par celle de l'inflation importée. La contribution des biens et services importés est en effet passée de -0,6 point en mai à -0,3 point en août, et celle des biens et services suisses est demeurée inchangée sur la même période, à 0,5 point.

Progression de l'inflation importée

L'inflation importée est passée de $-2,4\%$ en mai à $-1,3\%$ en août. Cette hausse est due aussi bien aux produits pétroliers qu'aux autres biens et services importés (voir graphique 4.1 et tableau 4.1). Le renchérissement des produits pétroliers est ainsi passé de $-9,6\%$ en mai à $-8,3\%$ en août, et celui des autres biens et services importés, de $-1,5\%$ à $-0,5\%$ sur la même période, principalement en raison des prix dans le secteur du tourisme.

Inflation intérieure inchangée

En août, le taux de renchérissement annuel des biens et services suisses s'est établi à $0,6\%$, soit au même niveau qu'en mai (voir graphique 4.2 et tableau 4.1). Les prix des services suisses ont connu une augmentation légèrement plus marquée, passant de $1,2\%$ en mai à $1,3\%$ en août, alors que le renchérissement des biens suisses a faibli, passant de $-1,5\%$ à $-1,7\%$ sur la même période.

Le renchérissement des services suisses hors loyers s'inscrivait à 1% en août, contre $0,6\%$ en mai. Cette évolution tient principalement aux prix dans le secteur du tourisme. En revanche, la hausse des loyers a reculé de $0,7$ point, pour s'établir à $1,9\%$ en août, ce qui reflète entre autres l'effet de la baisse du taux hypothécaire de référence en mars 2025.

Le taux hypothécaire de référence a connu une nouvelle baisse de 25 points de base en septembre, pour passer à $1,25\%$ (voir graphique 4.3). Ce second recul ne devrait faire ressentir ses effets qu'à partir de février 2026, car les modifications de ce taux se répercutent généralement avec un décalage de plusieurs mois en raison des délais contractuels d'ajustement des loyers.

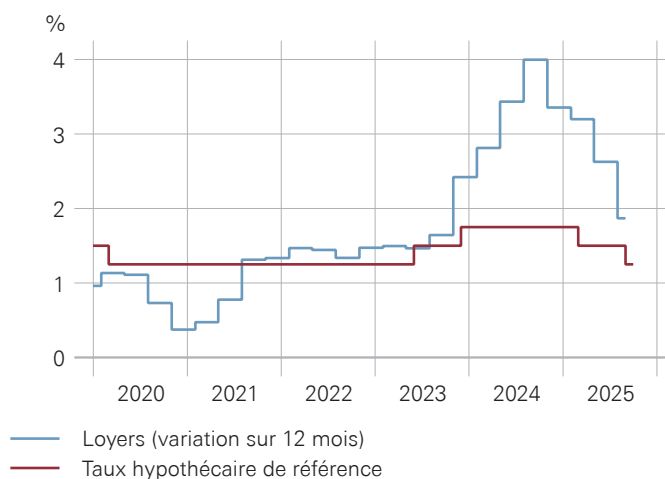
Inflation sous-jacente pratiquement inchangée

Les différents indicateurs de l'inflation sous-jacente n'ont que très légèrement varié par rapport à mai. L'inflation sous-jacente I (OFS1) établie par l'Office fédéral de la statistique est passée de $0,5\%$ en mai à $0,7\%$ en août, alors que l'inflation sous-jacente calculée par la BNS sur la base d'une moyenne tronquée (TM15) est passée de $0,7\%$ à $0,6\%$ sur la même période (voir graphique 4.4).

Cette évolution contraire reflète la différence de calcul des deux mesures de l'inflation sous-jacente. En effet, l'OFS1 exclut d'entrée certaines catégories de biens (produits frais et saisonniers, énergie, carburants), alors que le TM15 exclut chaque mois du panier de l'IPC les 15% des biens et services dont les prix ont enregistré les plus fortes fluctuations, à la hausse comme à la baisse.

Graphique 4.3

LOYERS DES LOGEMENTS

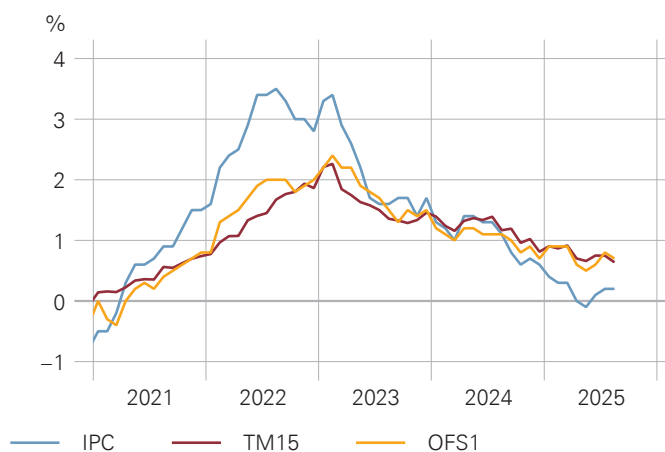


Sources: Office fédéral du logement (OFL) et OFS.

Graphique 4.4

INFLATION SOUS-JACENTE

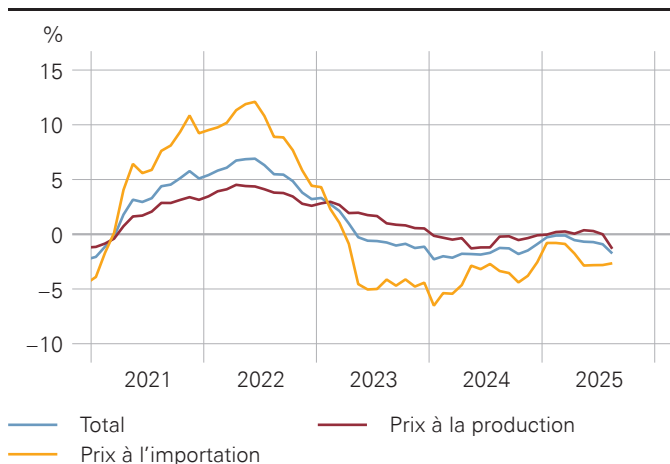
Variation sur 12 mois



Sources: BNS et OFS.

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

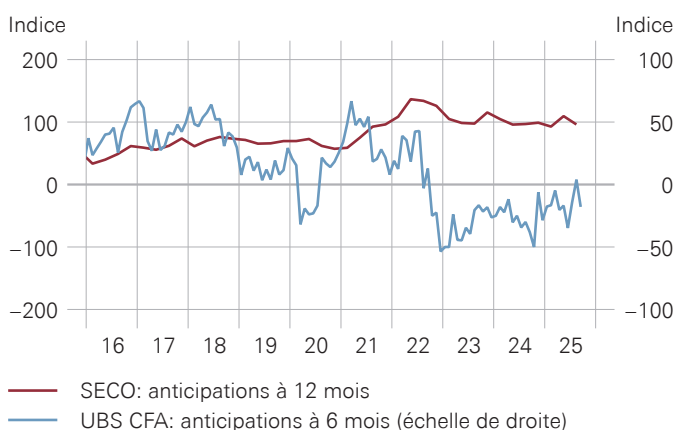
Variation sur 12 mois



Source: OFS.

ANTICIPATIONS D'INFLATION À COURT TERME

D'après l'enquête du SECO auprès des ménages et l'enquête UBS CFA auprès d'analystes des marchés financiers



Sources: CFA Society Switzerland, SECO et UBS.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION**Baisse du renchérissement pour l'offre totale**

Le renchérissement mesuré par l'indice des prix de l'offre totale est passé de -0,7% en mai à -1,8% en août (voir graphique 4.5), principalement à cause des prix à la production. En effet, le renchérissement mesuré par l'indice des prix à la production est passé de 0,4% à -1,3% sur cette période. Toutes les catégories des prix à la production, à l'exception de celle de l'énergie, sont à l'origine de ce repli depuis mai. En particulier, la contribution des biens de consommation a fortement diminué, ce qui est imputable à la baisse des prix des produits pharmaceutiques. Le renchérissement mesuré par l'indice des prix à l'importation a augmenté très légèrement depuis mai (+0,2 point), pour s'établir à -2,7% en août. Cette hausse s'explique surtout par les produits énergétiques.

ANTICIPATIONS D'INFLATION**Anticipations d'inflation à court terme largement stables**

La plupart des indicateurs des anticipations d'inflation à court terme n'ont guère varié ce trimestre.

L'indice relatif à l'évolution attendue des prix dans les douze prochains mois, établi par le SECO sur la base de son enquête sur le climat de consommation, a enregistré une baisse minime (voir graphique 4.6). Néanmoins, l'enquête de juillet indique qu'environ quatre ménages sur cinq continuaient de tabler sur des hausses de prix.

L'indice basé sur l'enquête mensuelle d'UBS et de CFA Society Switzerland auprès d'analystes des marchés financiers a certes sensiblement fluctué au cours du trimestre sous revue, mais a retrouvé sur la fin un niveau comparable à celui du trimestre précédent (voir graphique 4.6). Environ trois analystes sur cinq tablaient sur une inflation inchangée.

Les anticipations d'inflation à court terme des entreprises interrogées par les délégués et déléguées de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont légèrement diminué au troisième trimestre (voir graphique 11 des *Signaux conjoncturels*). Le taux de renchérissement annuel attendu dans les six à douze mois suivants s'élève à 0,7%, contre 0,8% au trimestre précédent.

En septembre, les anticipations d'inflation pour l'année 2025 formulées par les banques et les institutions économiques participant à l'enquête mensuelle de Consensus Economics se sont établies à 0,2%, comme c'était déjà le cas en juin (voir graphique 4.7). Les spécialistes continuent aussi de tabler sur une hausse de l'inflation de 0,6% pour 2026.

Anticipations d'inflation à moyen et à long terme pratiquement inchangées

La plupart des indicateurs des anticipations d'inflation à moyen et à long terme n'ont guère changé durant le trimestre sous revue.

Selon l'enquête UBS CFA auprès d'analystes des marchés financiers, la moyenne des anticipations d'inflation à un horizon de trois à cinq ans s'est en effet inscrite à 0,7% en septembre, après 1,2% en juin (voir graphique 4.8). De leur côté, les entreprises interrogées par les déléguées et délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale continuaient de tabler pour le même horizon sur un renchérissement d'environ 1,1%.

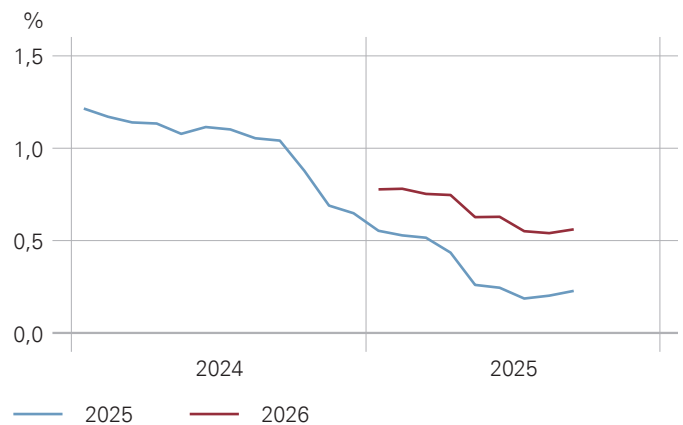
Les anticipations d'inflation à long terme (six à dix ans) des banques et des institutions économiques ayant participé à l'enquête de Consensus Economics en juillet étaient elles aussi inchangées par rapport au trimestre précédent, à 1%.

D'après les enquêtes, les anticipations d'inflation à moyen et à long terme se situent ainsi dans la plage de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC comprise entre 0% et 2%.

Graphique 4.7

ANTICIPATIONS D'INFLATION À COURT TERME SELON CONSENSUS ECONOMICS

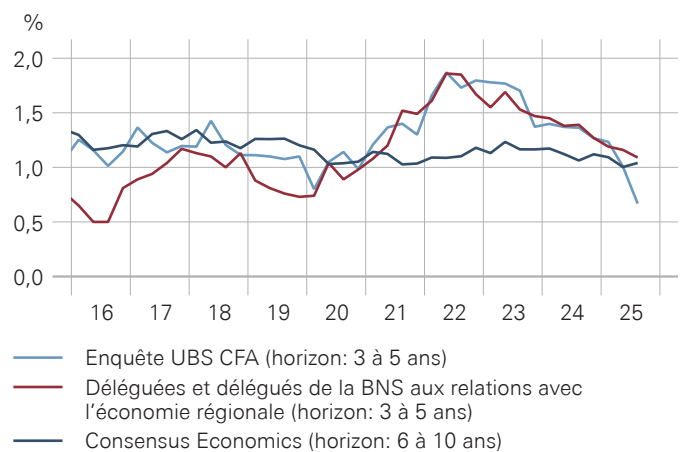
Prévisions mensuelles du taux d'inflation annuel



Source: Consensus Economics Inc.

Graphique 4.8

ANTICIPATIONS D'INFLATION À MOYEN ET À LONG TERME



Sources: BNS, CFA Society Switzerland, Consensus Economics Inc. et UBS.

Depuis l'examen de juin, les rendements des obligations de la Confédération ont quelque peu reculé. Le franc s'est apprécié face au dollar des États-Unis, mais est resté relativement stable face à l'euro. Sur le marché suisse des actions, les cours n'ont que peu varié. Les prix de l'immobilier résidentiel ont progressé un peu plus rapidement qu'au trimestre précédent. Les taux de croissance annuels de la monnaie au sens large et des prêts hypothécaires ont continué à augmenter.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS L'EXAMEN DE JUIN 2025

Assouplissement de la politique monétaire

Lors de l'examen du 19 juin 2025 de la situation économique et monétaire, la Banque nationale a décidé d'abaisser son taux directeur de 25 points de base, pour le faire passer à 0%. Elle a par ailleurs réaffirmé qu'elle était disposée à être active au besoin sur le marché des changes. La pression inflationniste avait diminué depuis le premier trimestre. L'assouplissement de la politique monétaire a permis à la Banque nationale de contrer cette diminution. La BNS a souligné qu'elle continuerait d'observer attentivement la situation et adapterait si nécessaire sa politique monétaire afin de garantir que l'inflation reste à moyen terme dans la plage de stabilité des prix. Elle a en outre indiqué qu'un taux directeur négatif peut avoir des effets secondaires non souhaités et constitue un défi pour de nombreux agents économiques.

Taux d'intérêt appliqués aux avoirs à vue

Durant la période considérée, les avoirs à vue se voyaient appliquer un taux de 0% jusqu'à un seuil défini, et un taux de -0,25% au-delà de ce seuil. Le taux appliqué aux avoirs à vue dépassant le seuil était donc inférieur de 25 points de base au taux directeur de la Banque nationale. Conjugué à la résorption d'avoirs à vue au moyen d'opérations d'*open market*, ce système à deux paliers a garanti la transmission de la politique monétaire aux taux d'intérêt du marché monétaire.

Résorption d'avoirs à vue par des pensions de titres et des Bons de la BNS

La Banque nationale a continué de résorber des avoirs à vue par des pensions de titres et par l'émission de Bons de la BNS. Elle a ainsi procédé à des appels d'offres quotidiens pour des pensions de titres à une semaine, et à des appels d'offres hebdomadaires pour des Bons de la BNS d'une durée comprise entre un et douze mois. Des pensions de titres à un jour ont également été conclues ponctuellement sur une base bilatérale. En résorbant des avoirs à vue, la Banque nationale a réduit l'offre de liquidités sur le marché monétaire afin que les taux d'intérêt à court terme des prêts gagés sur le marché monétaire en francs restent proches de son taux directeur.

Depuis l'examen de juin, l'encours moyen des pensions de titres destinées à résorber des liquidités s'inscrivait à 85,1 milliards de francs, et l'encours moyen des Bons de la BNS, à 59,5 milliards de francs.

Hausse des avoirs à vue à la BNS

Les avoirs à vue détenus à la BNS ont augmenté depuis l'examen de juin. Ils s'établissaient à 472,3 milliards de francs en moyenne dans la semaine se terminant le 19 septembre 2025 (dernière semaine avant l'examen de septembre), soit un montant supérieur à celui observé la semaine finissant le 13 juin 2025, avant l'examen de juin (434,8 milliards). Au cours des semaines comprises entre les deux examens, les avoirs à vue détenus à la BNS se sont élevés à 468,5 milliards de francs en moyenne, dont 439,3 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes et 29,2 milliards pour les autres avoirs à vue.

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales ont affiché un niveau moyen de 46,4 milliards de francs durant la période allant du 20 mai au 19 août 2025. Dans l'ensemble, les réserves excédant l'exigence légale s'élevaient à 392,3 milliards de francs (période précédente: 396,9 milliards), ce qui reste très élevé.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE ET LE MARCHÉ DES CAPITAUX

Le SARON proche du taux directeur de la BNS

Lors de l'examen de juin, la Banque nationale a abaissé son taux directeur de 25 points de base, le faisant passer de 0,25% à 0%. Le SARON, qui est le taux d'intérêt moyen au jour le jour des prêts gagés sur le marché monétaire, a ensuite continué à osciller légèrement au-dessous du taux directeur de la BNS (voir graphique 5.1). Mi-septembre, il s'inscrivait à -0,04%.

Faible recul des taux d'intérêt à long terme

Depuis l'examen de juin, les rendements des obligations de la Confédération à long terme ont fluctué dans une marge étroite d'environ 30 points de base (voir graphique 5.2). L'annonce de droits de douane nettement plus élevés qu'auparavant sur les exportations suisses de biens aux États-Unis a peu influencé les rendements des obligations de la Confédération.

Mi-septembre, le rendement des obligations de la Confédération à dix ans s'inscrivait à 0,21%, soit un niveau légèrement inférieur à celui de juin (voir graphique 5.3).

Léger aplatissement de la courbe des rendements

Mi-septembre, la courbe des rendements des obligations de la Confédération était un peu plus plate que lors de l'examen de juin (voir graphique 5.3). Cet aplatissement reflétait à la fois le niveau légèrement plus élevé des rendements à court terme et le niveau légèrement plus bas des rendements à long terme. Mi-septembre, les rendements des obligations de la Confédération d'une durée inférieure à cinq ans et demi s'inscrivaient dans la zone négative.

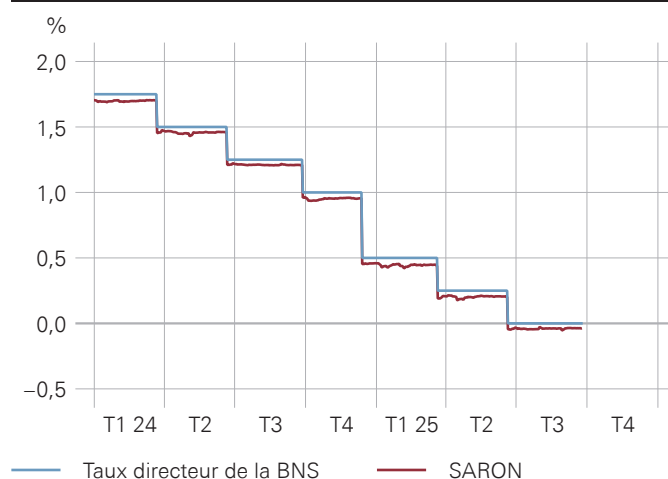
Niveau inchangé des taux d'intérêt réels

Les entreprises et les ménages fondent leurs décisions en matière d'épargne et d'investissement sur les taux d'intérêt réels. Ces derniers correspondent à la différence entre les taux d'intérêt nominaux et les anticipations d'inflation.

Depuis mi-juin, les taux d'intérêt nominaux à long terme et les anticipations d'inflation à long terme ont peu évolué (voir chapitre 4). De ce fait, les taux d'intérêt réels à long terme s'inscrivaient mi-septembre environ au même niveau que mi-juin.

Graphique 5.1

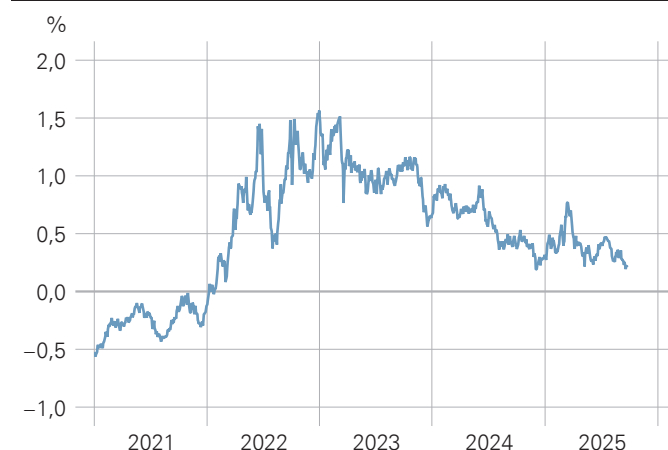
TAUX DIRECTEUR DE LA BNS ET SARON



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

RENDEMENT DES OBLIGATIONS DE LA CONFÉDÉRATION À 10 ANS

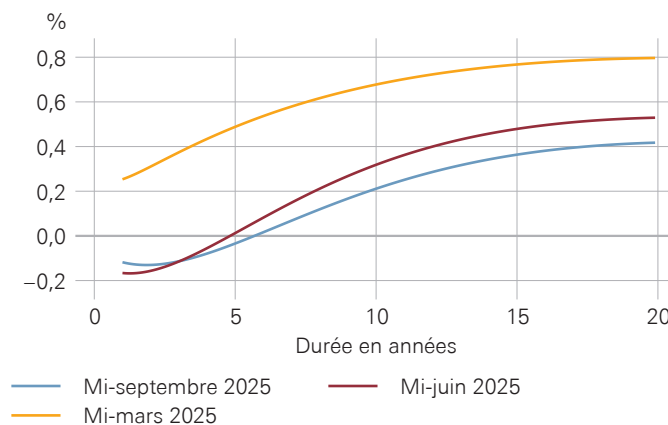


Source: BNS.

Graphique 5.3

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES OBLIGATIONS DE LA CONFÉDÉRATION

Méthode Nelson-Siegel-Svensson



Source: BNS.

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC

Source: BNS.

VALEUR EXTÉRIÈRE NOMINALE DU FRANC

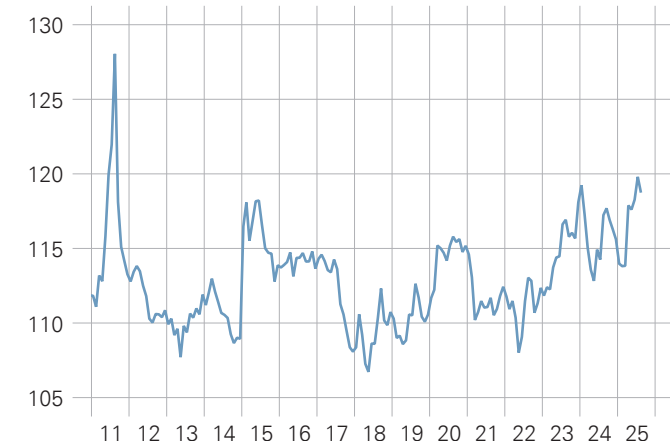
Indice, examen de juin 2025 = 100



Source: BNS.

VALEUR EXTÉRIÈRE RÉELLE DU FRANC

Indice, décembre 2000 = 100



Source: BNS.

COURS DE CHANGE**Appréciation du franc face au dollar des États-Unis et faible variation face à l'euro**

Mi-septembre, un dollar des États-Unis valait 79 centimes, soit 2,8% de moins que lors de l'examen de juin. Durant la même période, le franc s'est apprécié de 0,6% face à l'euro; mi-septembre, un euro valait 93 centimes (voir graphique 5.4).

L'évolution du cours du franc face à l'euro et au dollar des États-Unis depuis l'examen de juin correspondait largement à celle de l'écart de taux d'intérêt entre la Suisse et l'étranger. L'évolution de l'écart de taux reflétait notamment le fait que les marchés considéraient une baisse du taux directeur de la BNS comme peu probable et qu'ils s'attendaient à un assouplissement de la politique monétaire aux États-Unis.

L'annonce de droits de douane nettement plus élevés qu'auparavant sur les exportations suisses de biens aux États-Unis n'a pas eu de fort impact sur le cours du franc face à l'euro et au dollar des États-Unis.

Légère hausse de la valeur extérieure nominale du franc

Depuis l'examen de juin, le franc s'est apprécié de 1,9% en termes nominaux pondérés par le commerce extérieur (voir graphique 5.5).

Cette hausse traduit le raffermissement du franc non seulement face au dollar des États-Unis et à l'euro, mais aussi face aux monnaies d'autres partenaires commerciaux importants de la Suisse. Ainsi, entre mi-juin et mi-septembre, le franc s'est apprécié de 2% face au yuan (pondération de 9,5% dans l'indice), de 2,6% face à la livre sterling (pondération de 6%) et de 5% face au yen (pondération de 2,3%).

Hausse de la valeur extérieure réelle du franc

Au cours des derniers mois, la valeur extérieure du franc a également augmenté en termes réels. En juillet, elle a atteint temporairement son niveau le plus élevé depuis plusieurs années. Elle a de nouveau légèrement reculé en août, tout en s'établissant à 0,5% de plus qu'en juin (voir graphique 5.6).

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER

Cours des actions suisses presque inchangés

Depuis l'examen de juin, le Swiss Market Index (SMI) a d'abord légèrement augmenté au cours de l'été. Il a ensuite quelque peu faibli en septembre, retrouvant environ son niveau de mi-juin (voir graphique 5.7).

Le marché suisse des actions n'a guère réagi à l'annonce de droits de douane nettement plus élevés qu'auparavant sur les exportations suisses de biens aux États-Unis. De même, les marchés boursiers internationaux n'ont enregistré qu'un bref repli des cours à la suite des annonces de droits de douane par les États-Unis (voir chapitre 2).

Recul de la volatilité des actions suisses

L'indice de volatilité calculé à partir des options sur les contrats à terme portant sur le SMI permet de mesurer l'incertitude sur le marché des actions (voir graphique 5.7). Depuis l'examen de juin, il est demeuré largement stable. Mi-septembre, il se situait quelque peu au-dessous de son niveau de mi-juin, se maintenant ainsi à un niveau inférieur à sa moyenne historique (depuis 1999).

Évolution disparate des sous-indices du SPI

Le graphique 5.8 présente l'évolution des quatre principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI), qui inclut davantage de titres que le SMI. Mi-septembre, les sous-indices des industries et des sociétés financières cotées dépassaient de respectivement 7,7% et 10,1% leur niveau de mi-juin. En revanche, le sous-indice des biens de consommation essentiels a sensiblement reculé, une évolution qui est principalement liée à un poids lourd de ce sous-indice. Mi-septembre, les cours des entreprises du secteur de la santé étaient proches de leur niveau de mi-juin.

Croissance légèrement plus soutenue des prix de l'immobilier résidentiel

Au deuxième trimestre 2025, les prix de transaction de l'immobilier résidentiel ont continué d'augmenter (voir graphique 5.9). Ceux des appartements en propriété par étage et des immeubles locatifs résidentiels (détenus notamment par des particuliers ou par des investisseurs institutionnels) ont progressé à un rythme légèrement plus soutenu qu'au trimestre précédent. Quant aux maisons individuelles, la croissance des prix de transaction s'est tassée au cours des derniers mois. Dans l'ensemble, l'augmentation des prix de l'immobilier résidentiel est toutefois restée plus faible que pendant la période qui a précédé le resserrement de la politique monétaire en 2022 et 2023.

Graphique 5.7

COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

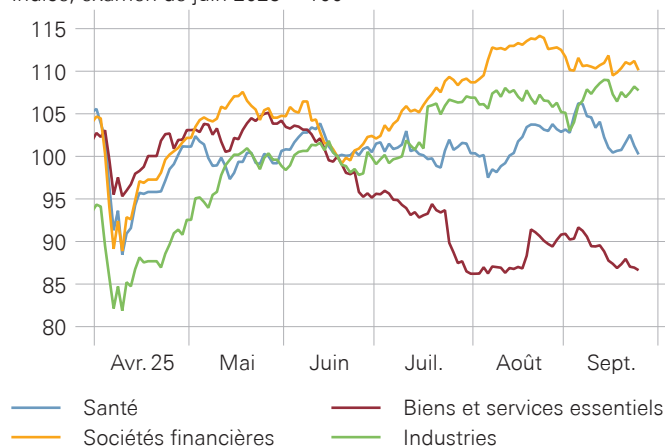


Source: SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.8

SÉLECTION DE SOUS-INDICES DU SPI

Indice, examen de juin 2025 = 100



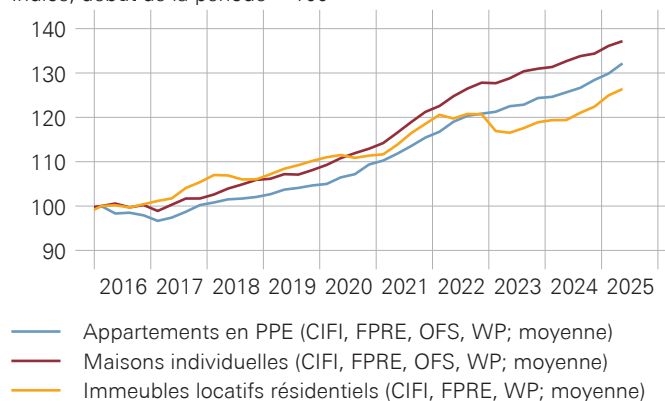
Source: SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.9

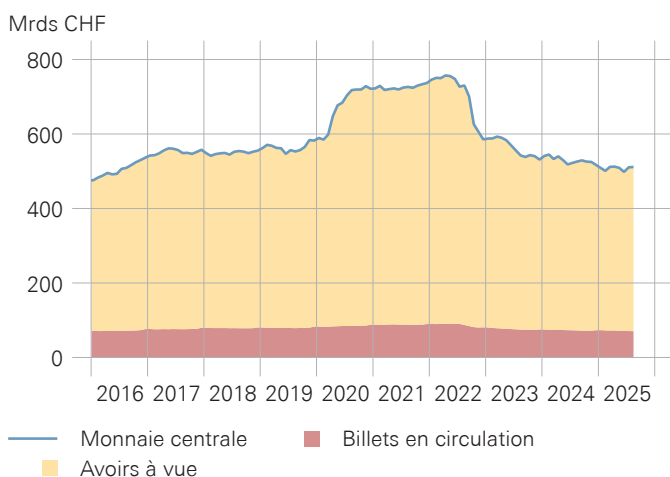
IMMOBILIER RÉSIDENTIEL: PRIX DE TRANSACTION

En termes nominaux (méthode hédoniste)

Indice, début de la période = 100

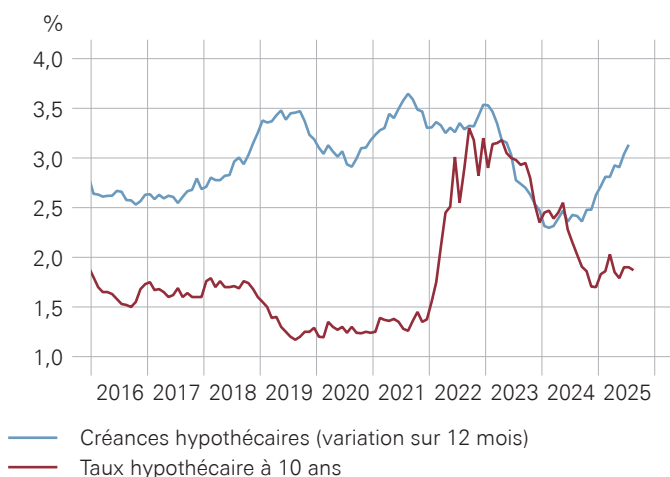


Sources: CIFI, Fahländer Partner Raumentwicklung (FPRE), OFS (depuis 2017) et Wüest Partner (WP).

MONNAIE CENTRALE

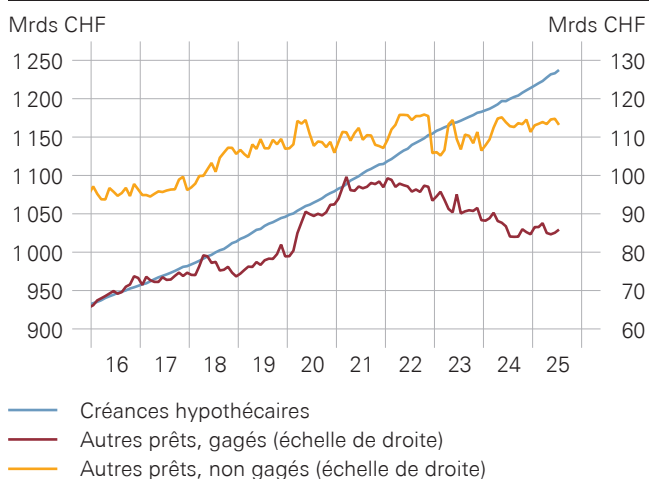
Source: BNS.

Graphique 5.11

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET TAUX D'INTÉRÊT

Source: BNS.

Graphique 5.12

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES PRÊTS

Source: BNS.

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET PRÊTS BANCAIRES**Monnaie centrale pratiquement inchangée**

Après avoir sensiblement reculé en 2022 et en 2023 sous l'effet du resserrement de la politique monétaire, la monnaie centrale n'a que peu évolué. En août 2025, elle s'inscrivait en moyenne à 511,4 milliards de francs, soit 2,4 milliards de plus qu'en mai (voir graphique 5.10).

Poursuite de la progression de la monnaie au sens large

Après avoir relativement longtemps reculé, la monnaie au sens large a de nouveau augmenté en glissement annuel depuis fin 2024 (voir tableau 5.1). Cette progression a découlé, d'une part, du fait que les taux d'intérêt du marché des capitaux ont davantage baissé que ceux des dépôts bancaires depuis 2023 (voir graphique 5.2), ce qui a renforcé l'attrait des dépôts bancaires à court terme. D'autre part, l'augmentation de la monnaie au sens large a été favorisée par la croissance du crédit et la création de dépôts qui y est liée. Ces facteurs sont demeurés les principaux moteurs de la progression des agrégats monétaires au cours des derniers mois.

En août, l'agrégat monétaire M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions de la clientèle bancaire résidente) a progressé de 21,8% en glissement annuel, après une hausse de 13% en mai. Ce même mois, l'agrégat M2 (M1 et dépôts d'épargne) a augmenté de 16,6% et l'agrégat M3 (M2 et dépôts à terme), de 4,6% sur douze mois; en mai, ils avaient affiché des taux de croissance annuels de 11,8% (M2) et de 3,5% (M3).

Croissance plus soutenue des créances hypothécaires

À l'instar des taux d'intérêt du marché des capitaux, les taux publiés des prêts hypothécaires à taux fixe ont baissé jusqu'en décembre 2024, avant de se stabiliser début 2025. Fin juillet 2025, le taux des prêts hypothécaires à dix ans s'établissait ainsi à environ 1,9% (voir graphique 5.11).

Encore soutenu par le repli des taux d'intérêt observé jusqu'à fin 2024, le taux de croissance des créances hypothécaires des banques a augmenté. Il s'est inscrit à 3,1% en juillet, après être passé de 2,5% au quatrième trimestre 2024 à 2,8% au premier trimestre 2025, puis à 3% au deuxième trimestre 2025 (voir graphique 5.11 et tableau 5.1).

Recul des autres prêts dû à l'évolution des prêts en monnaies étrangères

Les autres prêts fluctuent de manière nettement plus marquée que les créances hypothécaires (voir graphique 5.12). C'est pourquoi les valeurs mensuelles des taux de croissance annuels doivent être interprétées avec prudence et que le paragraphe suivant porte sur les chiffres trimestriels.

Le volume des autres prêts non gagés est demeuré largement stable depuis 2020, les fluctuations tenant avant tout à l'évolution des autres prêts accordés aux sociétés financières. En revanche, le volume des autres prêts gagés a diminué depuis 2022. Ce recul s'explique essentiellement par les prêts en monnaies étrangères et, dans une moindre mesure, par les remboursements des prêts COVID-19. Alors que les autres prêts en francs, qui représentent 80% de la catégorie des autres prêts, ont augmenté de 0,8% sur douze mois au deuxième trimestre 2025, les autres prêts en monnaies étrangères ont reculé de 10,8% (voir tableau 5.1).

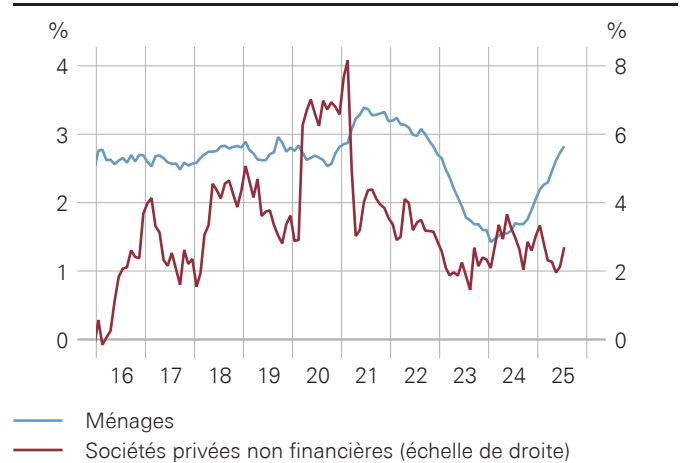
Croissance du crédit par secteur

L'évolution du crédit peut être analysée en fonction du type de prêt et de la monnaie, mais aussi selon les secteurs à l'origine des emprunts. L'analyse réalisée selon ce dernier critère révèle que les prêts bancaires aux ménages et aux sociétés non financières ont continué de progresser en glissement annuel (voir graphique 5.13). Fin juillet 2025, les prêts aux ménages avaient augmenté de 25,6 milliards de francs (+2,8%) sur douze mois, et ceux aux sociétés non financières, de 9,9 milliards (+2,7%).

Graphique 5.13

PRÊTS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

Variation sur 12 mois



Source: BNS.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET PRÊTS BANCAIRES

Variation sur 12 mois, en %

	2024	2024	2024	2025	2025	2025	2025	2025
		T3	T4	T1	T2	Juin	Juil.	Août
M1	-9,1	-6,2	-0,6	6,1	14,1	17,8	21,2	21,8
M2	-5,0	-2,5	2,2	7,4	12,5	14,8	16,5	16,6
M3	0,0	1,1	1,7	2,3	3,6	4,3	4,6	4,6
Prêts bancaires, total ^{1,3}	1,9	1,9	2,1	2,5	2,3	2,5	2,8	
Créances hypothécaires ^{1,3}	2,4	2,4	2,5	2,8	3,0	3,0	3,1	
Ménages ^{2,3}	1,7	1,7	1,9	2,3	2,7	2,8	2,9	
Entreprises du secteur privé ^{2,3}	4,2	4,1	4,0	3,8	3,5	3,6	3,8	
Autres prêts ^{1,3}	-0,9	-1,4	-0,3	0,7	-1,5	-0,4	1,1	
gagés ^{1,3}	-5,9	-7,2	-5,5	-2,5	-3,0	-1,9	2,2	
non gagés ^{1,3}	3,3	3,5	4,0	3,3	-0,3	0,8	0,3	
en francs ^{1,3}	2,2	2,0	2,0	2,0	0,8	1,2	2,9	
en monnaies étrangères ^{1,3}	-12,1	-13,8	-9,3	-4,4	-10,8	-7,1	-6,5	

1 Bilans mensuels (comptoirs résidents, positions vis-à-vis d'entités résidentes non bancaires, libellées dans toutes les monnaies).

2 Statistique sur l'encours des crédits (comptoirs résidents, positions vis-à-vis d'entités résidentes non bancaires, libellées dans toutes les monnaies).

3 Les taux de croissance des prêts bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations fournies par les banques sur la modification de leur méthode de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance indiqués sur le portail de données data.snb.ch.

Source: BNS.

Signaux conjoncturels

Résultats des entretiens menés par la BNS
avec les entreprises

3^e trimestre 2025

Rapport des déléguées et délégués aux relations avec
l'économie régionale destiné à la Direction générale de la BNS
pour l'examen trimestriel de la situation

Les appréciations présentées ci-après reposent sur les
informations recueillies auprès de décideuses et décideurs
économiques de toute la Suisse. La BNS analyse ces
informations, puis les interprète sous une forme agrégée. Au
total, 212 entretiens ont eu lieu avec des représentantes et
représentants d'entreprise entre le 22 juillet et le 9 septembre.

Régions

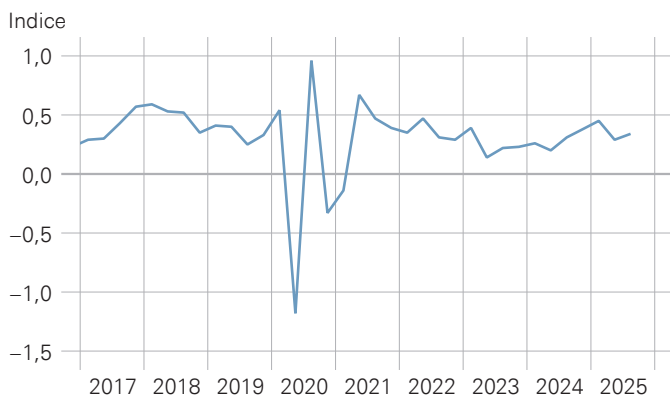
Fribourg, Valais et Vaud
Genève, Jura et Neuchâtel
Mittelland
Suisse centrale
Suisse du Nord-Ouest
Suisse italienne
Suisse orientale
Zurich

Déléguées et délégués

Aline Chabloz
Jean-Marc Falter
Roland Scheurer
Astrid Frey
Daniel Hanimann
Fabio Bossi
Urs Schönholzer
Marco Huwiler

L'essentiel en bref

- Selon les entretiens, l'économie suisse affiche dans l'ensemble une croissance solide au troisième trimestre. Cette dernière est essentiellement soutenue par les services et la construction. Dans l'industrie hors construction, les entreprises observent également des signes de redressement.
- Ces tendances positives sont toutefois nuancées par les droits de douane américains. Même si la hausse des droits intervenue en août ne laisse pour l'instant pas encore de trace évidente sur l'évolution des chiffres d'affaires, certains pans de l'industrie sont durement touchés et voient leur compétitivité compromise sur le marché américain.
- Dans les services et la construction, l'utilisation des capacités de production et les marges restent stables dans l'ensemble et sont proches de leur moyenne de long terme. Dans l'industrie hors construction, la main-d'œuvre et les capacités techniques demeurent nettement sous-utilisées, et les marges bénéficiaires sont sous pression.
- Les perspectives commerciales s'assombrissent. Dans l'industrie manufacturière, principalement, les entreprises ne s'attendent qu'à une progression modeste des chiffres d'affaires. Les entreprises industrielles interrogées après le 1^{er} août, en particulier, sont visiblement moins confiantes. En outre, les entreprises sont en proie à de grandes incertitudes concernant la politique commerciale des États-Unis.

CHIFFRES D'AFFAIRES

Évolution des chiffres d'affaires, en termes réels, par rapport au trimestre précédent. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les valeurs négatives, une diminution.

Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures opérationnelles par rapport au niveau normal. Les valeurs positives indiquent une utilisation supérieure à la normale, et les valeurs négatives, une utilisation inférieure.

Source: BNS.

SITUATION ACTUELLE**Croissance solide des chiffres d'affaires nuancée par la hausse des droits de douane américains**

Il ressort des entretiens que l'économie suisse connaît au troisième trimestre une croissance légèrement plus forte qu'au trimestre précédent. Les entreprises enregistrent dans l'ensemble une solide progression de leurs chiffres d'affaires (voir graphique 1). La croissance est soutenue par les services et la construction. Dans l'industrie hors construction, les entreprises observent également des signes de redressement. L'activité y est stimulée par la demande intérieure provenant de la construction.

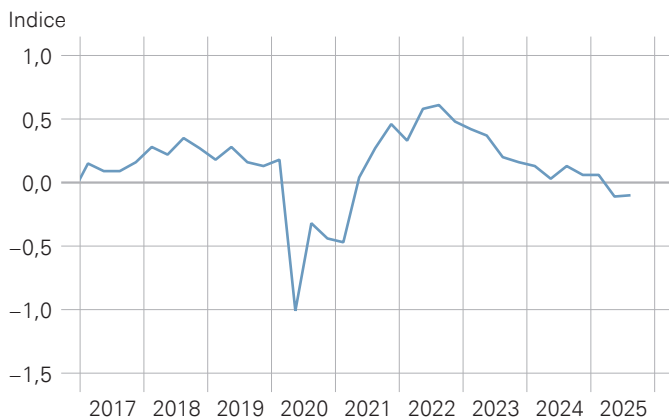
Certaines entreprises constatent en outre une hausse de la demande en provenance d'Europe, même faible. Cette tendance positive est cependant nuancée par l'augmentation des droits de douane américains. Ces droits très élevés pour la Suisse par rapport à ceux imposés à d'autres pays affectent sévèrement une partie des entreprises industrielles exportatrices. Ils remettent en cause la compétitivité de ces dernières sur le marché américain même si, pour le moment, ils ne laissent dans l'ensemble que peu de traces sur la croissance des chiffres d'affaires.

Faible utilisation des capacités de production, principalement dans l'industrie

L'utilisation des capacités techniques de production est inférieure au niveau habituel (voir graphique 2). La sous-utilisation est particulièrement notable dans l'industrie hors construction. Dans les services, en revanche, elle n'est que légèrement inférieure au niveau considéré comme normal. Les prestataires fournissant des services à l'industrie hors construction, par exemple dans le domaine des transports, ainsi que les entreprises commerciales, enregistrent une certaine sous-utilisation de leurs capacités de production. Dans les entreprises de la construction, en revanche, l'utilisation des capacités de production est conforme au niveau habituel.

Graphique 3

NIVEAU DES EFFECTIFS

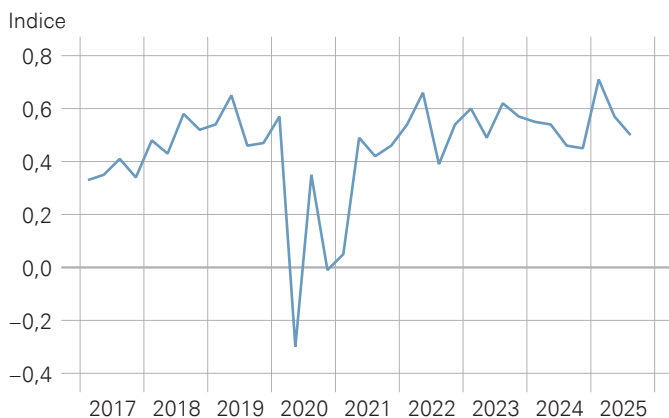


Évaluation du niveau des effectifs. Les valeurs positives indiquent des sous-effectifs, et les valeurs négatives, des sureffectifs.

Source: BNS.

Graphique 4

MARGES DES ENTREPRISES



Jugement porté par les entreprises sur leurs marges. Les valeurs positives indiquent des marges confortables, les valeurs négatives, des marges inconfortables.

Source: BNS.

Utilisation pratiquement normale des ressources en personnel

Les entreprises jugent le niveau de leurs effectifs adéquat dans l'ensemble (voir graphique 3). Il existe toutefois de nettes disparités entre les secteurs.

Dans les services, les effectifs correspondent dans la plupart des cas aux besoins. Dans l'industrie hors construction, en revanche, les entreprises considèrent leurs effectifs trop élevés. Certaines entreprises industrielles doivent recourir au chômage partiel. Dans la construction, l'utilisation des ressources en personnel a augmenté, et les effectifs sont jugés un peu trop justes.

Les efforts déployés pour pourvoir les postes vacants sont proches de la normale. Le manque de main-d'œuvre qualifiée largement constaté ces dernières années se limite désormais à des profils spécifiques. La situation est par exemple délicate pour certaines professions techniques et artisanales, notamment dans la construction. En revanche, les entreprises reçoivent un bon nombre de candidatures répondant aux profils recherchés dans les professions commerciales.

Faible évolution des marges dans l'ensemble

Les marges bénéficiaires ont peu fluctué par rapport au trimestre précédent et se maintiennent à un niveau robuste (voir graphique 4). C'est particulièrement le cas pour la majorité des entreprises des services et de la construction. Dans l'industrie hors construction, les marges sont soumises à une pression accrue, en premier lieu en raison de la faible utilisation des capacités de production. Le poids des droits de douane, la force du franc ainsi que l'augmentation du prix de certains produits agricoles de base sont cités par les entreprises comme des difficultés supplémentaires.

Certains pans de l'industrie suisse durement touchés par les droits de douane américains

Le 1^{er} août, les États-Unis ont annoncé le relèvement des droits de douane additionnels à 39% sur les importations suisses. Cette majoration a pris effet le 7 août 2025. Pour le moment, les produits pharmaceutiques ne sont pas concernés par cette décision, mais le gouvernement américain a averti la Suisse que les médicaments pourraient être soumis ultérieurement à des droits de douane plus élevés.

Un peu plus d'un cinquième des entreprises interrogées ressentent des effets négatifs directs de la politique commerciale des États-Unis (voir graphique 5). Cette part englobe les entreprises qui attribuent directement aux droits de douane la baisse de leurs prix, de leurs marges ou du volume de leurs commandes. Les entreprises industrielles sont les premières affectées, notamment celles de l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux (MEM) et celles de l'industrie horlogère. Environ 60% d'entre elles font état d'un impact négatif.

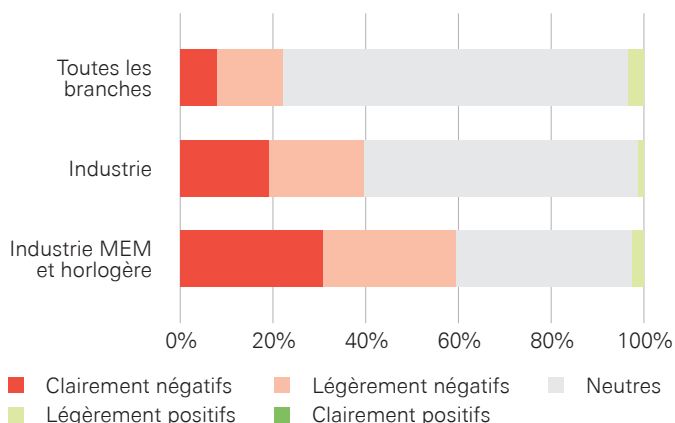
La proportion des entreprises concernées ne s'est guère modifiée depuis le trimestre précédent. Toutefois, les entreprises qui étaient déjà fortement touchées par la politique commerciale des États-Unis le sont davantage à présent. À cela s'ajoute le fait que l'Union européenne et le Royaume-Uni sont frappés par des droits de douane moins élevés que la Suisse. Les entreprises qui produisent en Suisse sont ainsi désavantagées par rapport à celles dont la production est établie dans ces espaces économiques.

Les entreprises concernées cherchent des moyens de rester compétitives aux États-Unis. Dans un premier temps, il est prévu d'engager des discussions au sujet de la répartition des frais de douane entre les entreprises situées en Suisse, les entreprises importatrices, les

Graphique 5

EFFETS DIRECTS DE LA POLITIQUE COMMERCIALE DES ÉTATS-UNIS SUR LA MARCHÉ DES AFFAIRES

Estimation des entreprises interrogées



Source: BNS.

acteurs commerciaux aux États-Unis et les clientes et clients finaux. D'autres options sont également à l'étude. Ainsi, les entreprises qui possèdent des sites de production dans des pays frappés par des droits de douane plus faibles envisagent d'y délocaliser leur production. Des mesures de réduction des coûts sont en outre évoquées. À court terme, le principal soutien provient du chômage partiel. Enfin, les entreprises indiquent redoubler d'efforts pour trouver de nouveaux débouchés afin de compenser les pertes subies aux États-Unis.

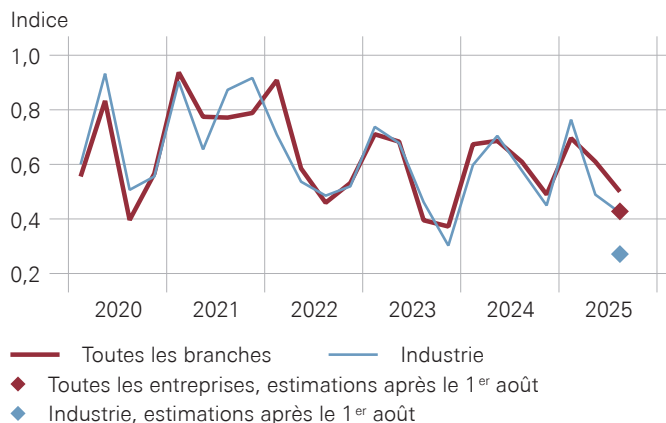
Comme une forte incertitude subsiste quant à la durée des droits de douane élevés, les entreprises qui envisageaient d'engager de gros investissements, par exemple pour développer de nouvelles capacités de production aux États-Unis, restent sur la réserve.

Une comparaison entre les entretiens menés en juillet dans l'industrie hors construction et ceux réalisés après l'annonce du relèvement des droits de douane additionnels le 1^{er} août montre que l'évolution des chiffres d'affaires n'a pas été considérablement influencée par les mesures douanières durant le trimestre en cours. Tous secteurs confondus, les entreprises interrogées après le 1^{er} août se montrent toutefois moins confiantes s'agissant des perspectives de croissance pour les deux prochains trimestres (voir graphique 6). Dans l'industrie hors construction en particulier, les entreprises s'attendent à une croissance nettement plus basse. Cela concerne également celles pour lesquelles les États-Unis constituent un débouché de moindre importance; ces entreprises craignent en effet que la marche de leurs affaires ne soit affaiblie par un ralentissement conjoncturel de grande ampleur.

Graphique 6

ÉVOLUTION ATTENDUE DES CHIFFRES D'AFFAIRES: EFFET DE L'ANNONCE DES DROITS DE DOUANE

Estimation en termes réels pour les 2 trimestres suivants



Source: BNS.

ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

Reprise dans l'industrie manufacturière nuancée par les droits de douane

Dans l'industrie manufacturière, les carnets de commandes sont soutenus par la demande de produits destinés aux infrastructures de transport, au secteur énergétique, à l'armement et aux biosciences. Les biens utilisés dans le secteur domestique de la construction sont demandés eux aussi. En revanche, la situation reste très difficile pour de nombreuses entreprises de l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux (MEM) qui fournissent l'industrie automobile. Certaines entreprises font état d'une hausse de la demande en provenance d'Europe, mais souvent à partir d'un niveau bas. La politique douanière des États-Unis est un souci supplémentaire pour les entreprises industrielles. Ces dernières notent que leur clientèle se montre en général prudente en matière d'investissements et que les commandes en provenance des États-Unis accusent une baisse partielle. Les entreprises confrontées à une faible demande depuis un certain temps font face à des difficultés majeures. C'est par exemple le cas des entreprises horlogères, qui sont frappées par les droits de douane à un moment où l'utilisation de leurs capacités de production est déjà réduite.

Marche des affaires modérée dans le commerce

Dans le commerce de détail, la croissance est modérée. Les entreprises constatent que la clientèle reste très attentive aux prix. Les chiffres de vente profitent en partie de produits relativement bon marché. Dans ce segment de produits, précisément, les entreprises sont toutefois confrontées à la concurrence de plus en plus vive des fournisseurs en ligne internationaux. Les entreprises suisses pointent la baisse des exigences auxquelles sont soumis les commerçants chinois en matière de durabilité et de transparence, qui leur permet d'offrir des produits nettement meilleur marché. Dans le commerce automobile, une vigilance accrue vis-à-vis des prix est également perceptible. Les entreprises observent néanmoins des signes de redressement progressif après les faibles chiffres de vente enregistrés aux trimestres précédents.

Dans le commerce de gros et dans la logistique, la situation diffère selon les marchés. Les entreprises constatent une croissance solide dans le commerce des produits pharmaceutiques et des denrées alimentaires, mais également des biens destinés à la construction. Celles axées sur les produits industriels font en revanche état d'une demande modérée.

Nombre de visiteurs stable dans l'hôtellerie

Dans l'hôtellerie, le nombre de visiteurs se maintient à un niveau élevé. Malgré la récente dépréciation du dollar des États-Unis, la demande est soutenue par des voyageurs individuels peu soucieux des prix, en provenance des États-Unis, du Moyen-Orient, d'Inde et de plusieurs marchés de niche. Les hôtels situés à proximité des villes hôtes du Championnat d'Europe féminin de football ont profité des retombées de l'événement. Dans la restauration, les impulsions nettement positives font toujours défaut. Les entreprises observent une dégradation du climat de consommation. Dans certaines villes, le tourisme permet de soutenir le nombre de visiteurs.

Marche des affaires solide dans les TIC, le conseil aux entreprises et le secteur financier

Dans la branche des technologies de l'information et de la communication (TIC), la marche des affaires reste robuste dans l'ensemble. La demande est toujours élevée pour les solutions de protection contre les cyberattaques et dans le domaine de la numérisation, dont font partie les applications d'intelligence artificielle. Les entreprises des TIC constatent néanmoins qu'une partie de leur clientèle hésite à investir tant qu'elle ne sait pas quelles applications d'intelligence artificielle vont s'imposer. Quelques-unes indiquent que la marche de leurs affaires est freinée par la situation difficile qui prévaut dans l'industrie.

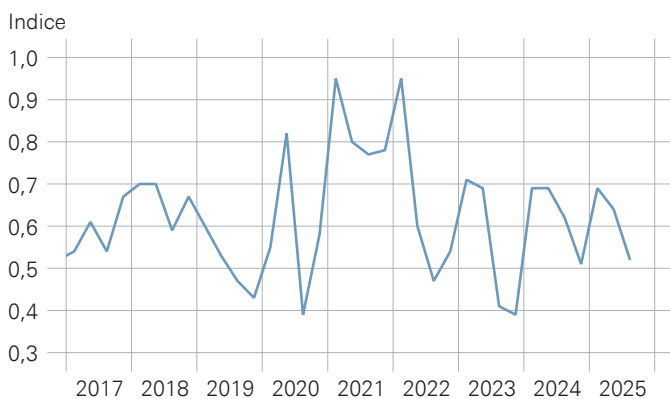
Les services de conseil aux entreprises sont toujours très demandés. Les clients ont des besoins accrus en la matière, notamment pour respecter les prescriptions réglementaires et pour faire face aux droits de douane des États-Unis. En revanche, le climat de forte incertitude freine les activités de conseil dans le domaine des rachats d'entreprises.

Le secteur financier affiche une marche des affaires robuste dans l'ensemble. Le volume des prêts hypothécaires connaît une forte hausse. La gestion de fortune est favorisée par l'activité boursière positive. Les opérations de négoce enregistrent quant à elles une progression relativement timide. Les banques font état d'une volatilité plus faible qu'au trimestre précédent sur le marché financier, d'une dégradation des activités liées au commerce international et d'une clientèle assez prudente dans l'ensemble.

Activité robuste dans la construction

Dans la construction, la marche des affaires est robuste. La demande dans le domaine de la construction d'infrastructures publiques continue de soutenir l'activité. En outre, les carnets de commandes se remplissent dans la construction de logements et les rénovations. Les entreprises de construction attribuent cette évolution à la raréfaction des logements et à la baisse des taux d'intérêt. La demande émanant de l'industrie connaît une évolution plutôt modérée, la forte incertitude qui règne dans ce secteur donnant lieu à des reports de projets.

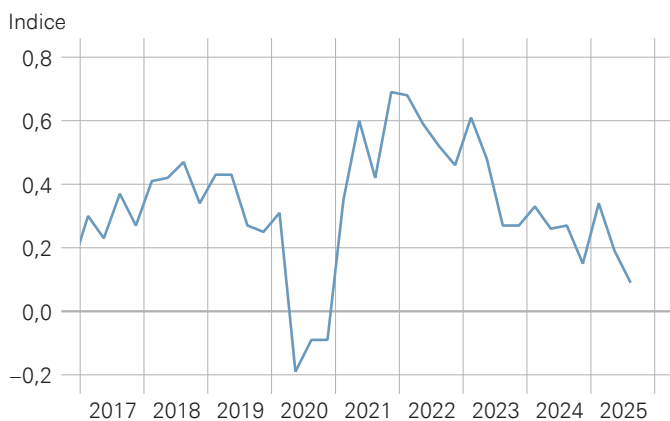
ÉVOLUTION ATTENDUE DES CHIFFRES D'AFFAIRES



Évolution attendue des chiffres d'affaires, en termes réels, pour les deux trimestres suivants. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les valeurs négatives, une diminution.

Source: BNS.

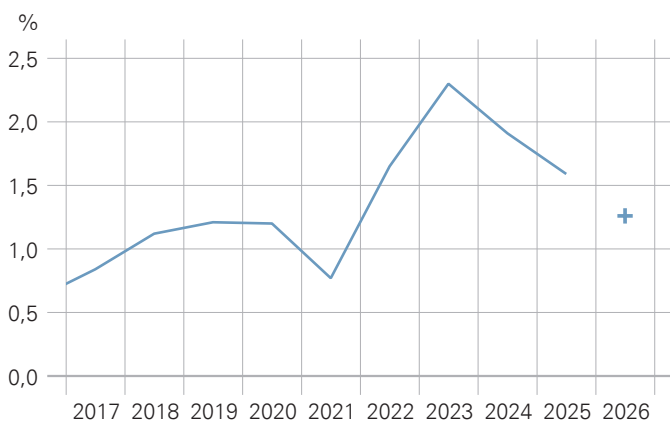
ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS



Évolution attendue des effectifs pour les deux trimestres suivants. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les valeurs négatives, une diminution.

Source: BNS.

AUGMENTATION DES SALAIRES



Augmentation annuelle moyenne des salaires (courbe) et moyenne des augmentations prévues pour l'année à venir (croix).

Source: BNS.

PERSPECTIVES

Assombrissement des perspectives commerciales

Les perspectives commerciales des entreprises s'assombrissent. Pour les deux prochains trimestres, les entreprises n'attendent plus qu'une évolution modeste des chiffres d'affaires (voir graphiques 6 et 7). Elles invoquent notamment la politique commerciale des États-Unis. Une partie des entreprises directement concernées prévoient de fortes baisses de chiffres d'affaires dans leurs activités commerciales avec les États-Unis. Dans l'industrie manufacturière, notamment, les entreprises s'attendent en outre à ce que l'incertitude alimentée par la politique commerciale – ainsi que la faible demande de biens d'équipement qui en résulte – entrave le redressement de la demande. En plus des droits de douane, l'évolution générale de la conjoncture, les fluctuations des cours de change et les conflits géopolitiques constituent d'autres impondérables. Dans l'industrie pharmaceutique, les avertissements du gouvernement américain au sujet d'une possible augmentation progressive des droits de douane ou d'une intervention dans la fixation des prix suscitent l'inquiétude.

Prudence en matière d'investissements, accroissement modéré des effectifs

Les entreprises se montrent prudentes dans leurs plans d'investissement. Elles ne prévoient pas d'accroître leurs investissements au cours des douze prochains mois. Dans l'industrie hors construction, notamment, elles évoquent les fortes incertitudes et se montrent donc très prudentes; elles se limitent souvent aux dépenses d'entretien et aux investissements de remplacement. Les entreprises des services font preuve de retenue elles aussi, mais anticipent dans l'ensemble une hausse des dépenses allouées aux infrastructures informatiques.

Dans le même temps, les entreprises prévoient une augmentation globalement modeste des effectifs au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 8), alors qu'elles tablaient sur une hausse plus forte au cours des trimestres précédents. Les entreprises des services et de la construction s'attendent à un accroissement modéré de leurs effectifs, tandis que les entreprises industrielles envisagent une réduction.

Fléchissement de la progression des salaires en 2026

Les entreprises interrogées s'attendent à une hausse des salaires de 1,3% en moyenne pour 2026, contre 1,6% cette année (voir graphique 9). Elles précisent que l'issue des négociations salariales, qui ont généralement lieu en automne, est encore incertaine. Compte tenu du faible niveau actuel du renchérissement et de la large normalisation de la situation en matière de recrutement, les entreprises estiment que les augmentations de salaire seront la plupart du temps accordées sur une base individuelle.

Légère hausse attendue des prix d'achat et de vente

Au cours des deux prochains trimestres, les entreprises tablent sur des prix d'achat et de vente en légère hausse (voir graphique 10). Du côté des prix d'achat, elles prévoient de nouvelles augmentations pour les licences de logiciel et les services en nuage. En revanche, elles indiquent que la baisse des prix de l'électricité et du gaz a des effets modérateurs sur les prix. En ce qui concerne les matières premières, la plupart des entreprises s'attendent à des fluctuations plutôt faibles, voire à de légères baisses de prix. Quelques-unes prévoient de nouvelles hausses de prix des produits agricoles de base.

Du côté des prix de vente, les entreprises tentent de répercuter la hausse partielle des prix d'achat et des coûts salariaux sur leur clientèle. Toutefois, elles indiquent souvent que la marge de manœuvre pour augmenter les prix est limitée en raison d'une situation concurrentielle tendue.

ANTICIPATIONS D'INFLATION

Les déléguées et délégués interrogent également les entreprises sur leurs anticipations d'inflation à court et à moyen terme.

Les anticipations d'inflation à court terme – mesurées par l'indice des prix à la consommation – ont légèrement reculé. Pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à 0,7% en moyenne, contre 0,8% au trimestre précédent (voir graphique 11). Les anticipations pour les trois à cinq prochaines années sont restées inchangées à 1,1%.

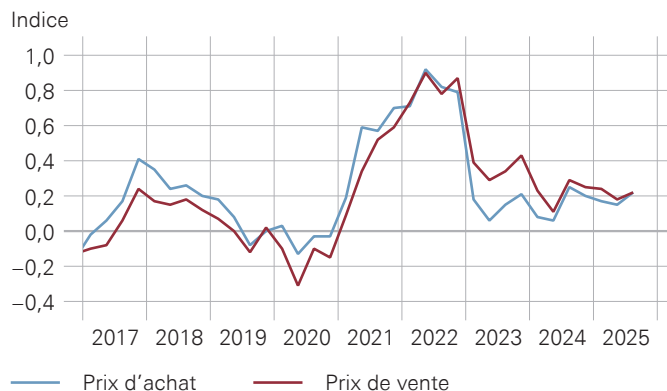
À propos des Signaux conjoncturels

Les déléguées et délégués de la BNS mènent plus de 200 entretiens trimestriels avec des membres de la direction d'entreprises. Ces entreprises sont sélectionnées en fonction de la structure sectorielle de l'économie suisse telle qu'elle ressort du PIB et de la statistique de l'emploi. Les branches soumises à de fortes fluctuations conjoncturelles sont quelque peu surreprésentées. Par contre, l'administration publique et l'agriculture sont exclues des entretiens. Les entreprises qui sont prises en compte dans l'échantillon emploient en règle générale au moins 50 personnes et changent chaque trimestre.

Durant les entretiens, les déléguées et délégués de la BNS recueillent principalement des informations qualitatives. Les entretiens sont toutefois structurés de telle sorte qu'ils

Graphique 10

ÉVOLUTION ATTENDUE DES PRIX D'ACHAT ET DE VENTE

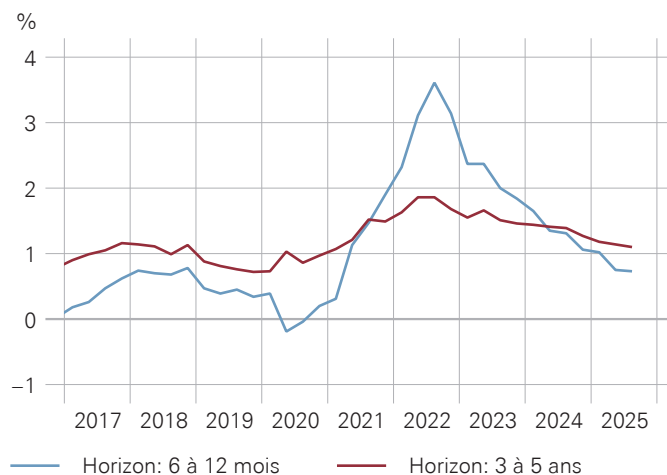


Évolution attendue des prix dans les 12 mois suivants. Les valeurs positives indiquent une augmentation, et les valeurs négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 11

ANTICIPATIONS D'INFLATION



Source: BNS.

permettent de répartir une partie des informations qualitatives obtenues sur une échelle quantitative. Les cinq niveaux de l'échelle utilisés à cet effet correspondent en substance aux appréciations suivantes: beaucoup plus élevé/beaucoup trop élevé (valeur +2); un peu plus élevé/relativement élevé (valeur +1); inchangé/normal (valeur 0); un peu plus bas/relativement bas (valeur -1); beaucoup plus bas/beaucoup trop bas (valeur -2). Les valeurs indiquées correspondent à une moyenne des résultats de l'ensemble des entreprises visitées.

Des données plus détaillées sur les *Signaux conjoncturels* se trouvent sur le site Internet www.snb.ch, rubrique La BNS \ Relations avec l'économie régionale.

Chronique monétaire

La chronique monétaire porte sur le passé récent. Pour les événements plus reculés, se reporter aux **communiqués de presse** et à la rubrique **Chronique monétaire** sur www.snb.ch.

<p>Lors de l'examen du 25 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient son taux directeur à 0%. Les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS se voient appliquer, jusqu'à un seuil défini, le taux directeur de la BNS. Pour la part des avoirs à vue qui dépasse ce seuil, le taux appliqué continue d'être réduit de 25 points de base. La BNS reste disposée à être active au besoin sur le marché des changes. La pression inflationniste n'a guère changé depuis le trimestre précédent. La politique monétaire contribue à maintenir l'inflation dans la plage de stabilité des prix et soutient l'activité. La BNS souligne qu'elle continuera d'observer la situation et adaptera si nécessaire sa politique monétaire afin de garantir la stabilité des prix.</p>	<p>Septembre 2025</p>
<p>Lors de l'examen du 19 juin de la situation économique et monétaire, la BNS abaisse son taux directeur à 0%. Les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS se voient appliquer, jusqu'à un seuil défini, le taux directeur de la BNS. Pour la part des avoirs qui dépasse ce seuil, le taux appliqué continue d'être réduit de 25 points de base. La BNS reste disposée à être active au besoin sur le marché des changes. Avec l'assouplissement de sa politique monétaire, elle contre la baisse de la pression inflationniste intervenue depuis l'examen de mars. La BNS réaffirme qu'elle continuera d'observer attentivement la situation et qu'elle adaptera si nécessaire sa politique monétaire afin de garantir que l'inflation reste à moyen terme dans la plage de stabilité des prix. En outre, elle indique qu'un taux directeur négatif peut avoir des effets secondaires non souhaités et constitue un défi pour de nombreux agents économiques.</p>	<p>Juin 2025</p>
<p>Lors de l'examen du 20 mars de la situation économique et monétaire, la BNS abaisse son taux directeur à 0,25%. Les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS sont rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS, et au-delà de ce seuil, au taux de 0%. La BNS reste de plus disposée à être active au besoin sur le marché des changes. Avec l'assouplissement de sa politique monétaire, elle garantit que les conditions monétaires demeurent appropriées compte tenu de la pression inflationniste faible et des risques accrus de révision à la baisse de l'inflation. La BNS souligne qu'elle continuera d'observer attentivement la situation et adaptera si nécessaire sa politique monétaire afin de garantir que l'inflation reste à moyen terme dans la plage de stabilité des prix.</p>	<p>Mars 2025</p>
<p>Lors de l'examen du 12 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS abaisse son taux directeur à 0,5%. Les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS sont rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS, et au-delà de ce seuil, au taux de 0%. La BNS reste par ailleurs disposée à être active au besoin sur le marché des changes. Avec l'assouplissement de sa politique monétaire, elle tient compte de la diminution de la pression inflationniste. La BNS souligne qu'elle continuera d'observer attentivement la situation et adaptera si nécessaire sa politique monétaire afin de garantir que l'inflation reste à moyen terme dans la plage de stabilité des prix.</p>	<p>Décembre 2024</p>
<p>Lors de l'examen du 26 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS abaisse son taux directeur à 1%. Les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS sont rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS, et au-delà de ce seuil, au taux de 0,5%. La BNS reste par ailleurs disposée à être active au besoin sur le marché des changes. Avec l'assouplissement de sa politique monétaire, elle tient compte de la diminution de la pression inflationniste. La BNS souligne que d'autres baisses de taux peuvent s'avérer nécessaires au cours des prochains trimestres pour assurer la stabilité des prix à moyen terme.</p>	<p>Septembre 2024</p>

Glossaire

Action	→ Titre qui procure à son détenteur un droit de propriété sur une part d'une entreprise.
Annualisation	Opération consistant à extrapoler à une année des données portant sur une période différente. Si par exemple le → PIB s'accroît de 1% d'un trimestre à l'autre, sa progression annualisée est de 4,06%.
Autres prêts	Ensemble des prêts octroyés aux ménages et aux entreprises qui ne sont pas des → prêts hypothécaires (définition de la BNS). Ils peuvent être gagés ou en blanc (→ prêts gagés).
Avoirs à vue à la BNS	Avoirs (également appelés «avoirs en comptes de virement») détenus par les banques et destinés aux opérations qu'elles effectuent pour leurs clients (telles que des paiements). Ils incluent les avoirs des banques résidentes, les engagements à vue envers la Confédération, les avoirs des banques et autres établissements non résidents et les autres engagements à vue.
Baromètre conjoncturel du KOF	→ Indicateur publié depuis les années 1970 par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), renseignant sur l'évolution à court terme de la → conjoncture en Suisse.
Bons de la BNS	Titres de créance en francs émis par la Banque nationale et productifs d'intérêts, qui permettent de résorber temporairement des → liquidités sur le marché monétaire. Le premier appel d'offres a eu lieu à l'automne 2008. Le montant adjudgé à une banque lors de l'émission de Bons de la BNS est prélevé sur son compte de virement auprès de la Banque nationale et inscrit au passif du bilan de la BNS au poste <i>Propres titres de créance</i> . Les Bons de la BNS ont une durée de douze mois au maximum. Ils sont éligibles pour les → pensions de titres, dans le cadre desquelles ils peuvent servir de → garantie.
Capital	1. Moyens de financement (→ fonds propres et → fonds de tiers). 2. → Facteurs de production (par exemple machines).
Commerce de transit	Opération par laquelle une entreprise résidente achète des biens hors de son territoire économique et les revend à un non-résident sans leur faire subir de transformation ni les faire passer par son pays de résidence.
Conditions monétaires	Conditions déterminées par le niveau des taux d'intérêt et par le → cours de change. La Banque nationale agit sur ces derniers en utilisant ses → instruments de politique monétaire pour accomplir son → mandat.
Conjoncture	Écart de l'activité économique par rapport à sa tendance de long terme. Cet écart apparaît notamment dans le → PIB → réel, mais également dans de nombreux → indicateurs (tels que le chômage ou le climat de consommation). Un cycle conjoncturel s'étend du début d'une augmentation de l'activité à la fin d'un ralentissement (→ récession).
Consommation publique	Dépenses courantes d'un État, à savoir découlant de la fourniture de biens et services aux personnes résidant sur son territoire (par exemple l'éducation, la santé ou la défense).
Contrat à terme	Contrat régissant une opération devant être exécutée à une date ultérieure.
Correction des valeurs saisonnières (CVS)	Méthode statistique consistant à éliminer des séries chronologiques les phénomènes saisonniers (tels que la hausse du chômage les mois d'hiver), par exemple afin de mieux faire ressortir l'évolution de la → conjoncture.
Courbe des taux d'intérêt, courbe des rendements	Représentation graphique du → rendement de placements à taux fixes de qualité équivalente, mais de durées différentes. Souvent, il s'agit du rendement des → obligations d'État. La courbe est généralement ascendante, car les investisseurs exigent une → prime de risque pour les placements à plus long terme.
Cours de change	Valeur d'échange de deux monnaies, à savoir le prix d'une monnaie en unités de l'autre. On parle de cours de change → réel lorsque le cours est corrigé de l'évolution des prix dans les zones monétaires concernées. On parle de → cours de change pondéré par le commerce extérieur lorsqu'il est calculé en fonction des monnaies des partenaires commerciaux.
Cours de change pondéré par le commerce extérieur	Indice correspondant à la valeur de la monnaie d'un pays vis-à-vis des monnaies des partenaires commerciaux, calculé en pondérant ces différentes monnaies par les parts respectives des partenaires commerciaux dans le commerce extérieur. Également appelé cours de change effectif.
Création de valeur	Indicateur mesurant l'activité d'une branche et calculé en déduisant de la valeur des biens et services produits par cette branche celle des consommations intermédiaires fournies par les autres branches. Corrigée des taxes et impôts acquittés ainsi que des subventions perçues, la valeur totale créée par l'ensemble des branches est égale au → PIB.
Croissance potentielle	Croissance du → potentiel de production.
Déflateur de la consommation	Mesure de l'évolution des prix de l'ensemble des biens et services consommés par les ménages, qu'ils soient produits dans le pays ou importés. À la différence de l'→ indice des prix à la consommation, il n'est pas construit à partir d'un → panier de consommation défini, mais tient compte de l'ensemble des dépenses de consommation.

Déflation	Baisse durable du niveau général des prix.
Déléguées et délégués aux relations avec l'économie régionale	Représentantes et représentants de la BNS dans les différentes régions de Suisse qui collectent des informations sur la situation économique par leurs contacts avec les entreprises et qui présentent la politique de la Banque nationale dans leur région. Les déléguées et délégués sont assistés par des conseils consultatifs régionaux. La BNS a des représentations dans les villes de Bâle, Berne, Genève, Lausanne, Lucerne, Lugano, Saint-Gall et Zurich.
Demande intérieure finale	Somme de la consommation des ménages, des entreprises et des administrations publiques, ainsi que des investissements dans la construction et les biens d'équipement (par exemple nouvelles machines).
Devises	Avoirs et créances libellés dans une monnaie étrangère.
Données corrigées des événements sportifs	Données pour lesquelles la → création de valeur résultant des grands événements sportifs est répartie de manière homogène avant, pendant et après l'année où l'événement a eu lieu. Les corrections apportées concernent le → PIB, les données de la branche des arts et spectacles ainsi que les exportations et importations de services. Les données corrigées des événements sportifs fournissent une appréciation plus précise de la situation conjoncturelle, dans la mesure où les effets périodiques à la hausse ou à la baisse des grands événements sportifs sont lissés.
Écart de production	Différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB → réel observé et le → potentiel de production estimé. Lorsque la production effective de l'économie est inférieure au potentiel de production, l'écart de production est négatif et les capacités de production sous-utilisées (→ utilisation des capacités de production).
Écart de taux	Écart de rémunération existant entre différents placements en fonction par exemple de la monnaie dans laquelle ils sont libellés ou des risques qu'ils comportent. Les opérations sur taux d'intérêt exploitent ces écarts entre produits financiers afin de générer un profit.
Équivalents plein temps	Nombre d'employés à plein temps qui serait requis pour accomplir les heures de travail effectuées par l'ensemble des effectifs d'une entreprise, tous taux d'occupation confondus.
Examen de la situation économique et monétaire	Examen approfondi de l'évolution économique en Suisse et à l'étranger, et des → conditions monétaires en Suisse, effectué généralement chaque trimestre par la Direction générale de la BNS, et débouchant sur une décision de → politique monétaire (resserrement, assouplissement ou statu quo).
Facilité permanente	→ Instrument de politique monétaire utilisé à l'initiative d'une banque commerciale, et non pas de la BNS comme dans les opérations d' <i>open market</i> .
Facteurs de production	Facteurs entrant dans la production de biens et de services (essentiellement le travail et le → capital).
Filtre de Hodrick-Prescott	Méthode utilisée pour calculer la tendance d'une série de données. Les écarts constatés entre cette tendance ainsi calculée et le → PIB → réel sont par exemple pris en compte dans l'analyse de la conjoncture.
Filtre HP	→ Filtre de Hodrick-Prescott
Filtre multivarié	Méthode utilisée notamment dans le cadre de l'analyse conjoncturelle et qui recourt, contrairement au → filtre HP, à plusieurs → indicateurs pour calculer la tendance d'une série de données.
Fonction de production	Relation entre les éléments entrant dans le processus de production (→ facteurs de production) et le résultat de ce processus (biens et services produits).
Fonds de tiers	Dettes et provisions constituées par une entreprise.
Fonds propres	Différence entre les actifs et les dettes (→ fonds de tiers) d'une entreprise.
Gage	Garantie fournie par un débiteur à son créancier lors d'un prêt (→ prêt gagé) afin de réduire à la fois le risque pour le créancier et le → taux d'intérêt exigé par ce dernier. Le créancier peut disposer du gage si le débiteur n'est pas en mesure de rembourser la somme empruntée ou de verser les intérêts exigés.
Garantie	→ Gage.
Indicateur	Chiffre clé ou série statistique qui renseigne sur une variable économique telle que l'évolution de la → conjoncture.
Indice des prix à la consommation (IPC)	Indice, calculé en Suisse par l'Office fédéral de la statistique, mesurant l'évolution moyenne des prix des biens et services consommés par les ménages. L'IPC est calculé chaque mois à l'aide d'un → panier de biens et services reflétant les habitudes de consommation des ménages.
Industrie MEM	Industrie des machines, des équipements électriques et des métaux.
Inflation	Progression durable du niveau général des prix. L'inflation réduit le → pouvoir d'achat de la monnaie. En Suisse, elle est mesurée par l'→ indice des prix à la consommation: son taux correspond à la progression, en %, de cet indice par rapport à l'année précédente.
Inflation sous-jacente	Mesure de l'évolution fondamentale des prix (→ inflation), qui exclut les biens et services dont les prix sont particulièrement volatils (par exemple l'énergie et les denrées alimentaires). L'OFS1 calculé par l'Office fédéral de la statistique laisse ainsi de côté l'énergie, les carburants, les produits alimentaires non transformés et les biens et services saisonniers. La TM15 établie par la BNS exclut quant à elle 15% des biens et services de l'IPC à chaque extrémité de la dispersion pour ce qui est du taux de variation annuel.

Instrument de politique monétaire	Instrument, tel que les → pensions de titres ou les → interventions sur le marché des changes, utilisé par la Banque nationale en vue de mettre en place des → conditions monétaires appropriées.
Intervention sur le marché des changes	Achat ou vente, par une banque centrale, de sa propre monnaie contre une monnaie étrangère dans le but d'influer sur le → cours de change.
Liquidité	1. (Au singulier): capacité d'effectuer en tout temps et sans limitation les paiements arrivés à échéance. 2. (Au pluriel): moyens financiers nécessaires à la liquidité au sens 1. Les banques échangent des liquidités sur le → marché monétaire, et la BNS peut influer sur le volume de ces dernières, notamment en effectuant des → pensions de titres. 3. (Au singulier): état d'un marché sur lequel les opérations peuvent être effectuées sans entraîner de fluctuations de prix importantes.
Mandat de la Banque nationale	Mandat donné à la BNS de mener, en tant que banque centrale indépendante, la politique monétaire dans l'intérêt général du pays (art. 99 de la Constitution fédérale) et de garantir la → stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la → conjoncture (art. 5, al. 1, de la loi sur la Banque nationale).
Marché des capitaux	Marché sur lequel des fonds sont levés et placés pour une durée de plus d'un an. Il est complémentaire du → marché monétaire. On distingue le marché des → fonds propres (→ actions) et le marché des → fonds de tiers (→ obligations).
Marché monétaire	Marché où notamment les banques s'empruntent et se prêtent mutuellement des fonds à court terme (c'est-à-dire pour une durée n'excédant pas un an). Ces prêts peuvent ou non être assortis d'une → garantie (→ pension de titres).
Mesure macroprudentielle	Mesure réglementaire appliquée notamment aux banques, et visant à renforcer la → stabilité financière.
Monnaie au sens large	Numéraire en circulation et fonds détenus auprès des banques par les ménages et les entreprises non bancaires. À ne pas confondre avec la → monnaie centrale.
Monnaie centrale	Somme des billets en circulation et des → avoirs à vue détenus par les banques commerciales résidentes auprès de la BNS, aussi appelée M0 ou «base monétaire».
Nominal, en termes nominaux	Se dit d'une variable économique qui n'a pas été corrigée des variations des prix (→ taux d'intérêt nominal).
Obligation	→ Titre de créance, la plupart du temps producteur d'→ intérêts, émis par un emprunteur (l'émetteur) et remis au prêteur (le créancier) contre la mise à disposition d'un montant donné pour une durée définie, au terme de laquelle l'émetteur rembourse le créancier.
Obligation d'État	Titre de créance émis par une collectivité de droit public.
Opération de réglage fin	Mesure prise par une banque centrale dans le but d'atténuer les fluctuations excessives des → taux d'intérêt à court terme sur le → marché monétaire. Une → pension de titres peut être utilisée à cette fin.
Opération d' <i>open market</i>	→ Instrument de politique monétaire mis en œuvre à l'initiative de la BNS et non pas d'une banque commerciale, à la différence d'une → facilité permanente.
Option	Droit d'acheter (option d'achat, <i>call</i>) ou de vendre (option de vente, <i>put</i>) un actif tel qu'une action pour un prix fixé d'avance. Ce droit peut être titrisé sous forme d'un certificat d'option ou <i>warrant</i> pour être négocié en Bourse.
Panier	Ensemble des biens et services consommés par un ménage moyen. Basé sur une enquête réalisée auprès des ménages, le panier suisse sert à calculer l'→ indice des prix à la consommation.
Pension de titres	Vente de → titres par un emprunteur à un prêteur, avec l'engagement de racheter, à une date ultérieure, un volume équivalent de titres de même catégorie. D'un point de vue économique, il s'agit d'un → prêt gagé, rémunéré au → taux des pensions de titres. Ce dispositif permet à la BNS de piloter le niveau des → liquidités sur le → marché monétaire. La BNS peut ainsi injecter des liquidités (prise en pension de titres), ou en résorber (mise en pensions de titres).
PMI composite	(Abréviation de <i>purchasing managers index</i> , indice des directeurs d'achat). Indice basé sur des enquêtes et reflétant l'activité de l'industrie manufacturière et des services. Il s'agit d'un important → indicateur de l'activité économique. Si le PMI est supérieur à 50 points, on considère qu'il y a augmentation de l'activité.
PMI de l'industrie	(Abréviation de <i>purchasing managers index</i> , indice des directeurs d'achat). Indice basé sur des enquêtes et reflétant l'activité industrielle, constitué, dans le cas de la Suisse, des sous-indices suivants: production, évolution des carnets de commandes, délais de livraison, stocks, achats et emploi. Si le PMI est supérieur à 50 points, on considère qu'il y a augmentation de l'activité.
Politique budgétaire	Ensemble des mesures qu'un État met en œuvre par l'intermédiaire de ses recettes et dépenses pour influer sur la → conjoncture.
Politique monétaire	Politique de la banque centrale visant à assurer, par la mise en œuvre de ses → instruments de politique monétaire, des → conditions monétaires appropriées et à remplir par là même son → mandat.

Potentiel de production	Niveau du → PIB → réel dans l'hypothèse d'une utilisation normale des → facteurs de production. On parle également de production potentielle. Peut notamment être estimé à l'aide du → filtre HP.
Pouvoir d'achat	Quantité de biens et de services d'un → panier défini qu'il est possible d'acheter avec une unité monétaire. En cas d'→ inflation, le pouvoir d'achat recule.
Prêt gagé	Prêt pour lequel l'emprunteur fournit une → garantie. Si aucune garantie n'est fournie, on parle de prêt non gagé ou en blanc. La forme la plus importante de prêt gagé est le → prêt hypothécaire.
Prêt hypothécaire	→ Prêt gagé dont le gage est un bien immobilier.
Prévision d'inflation conditionnelle	Prévision publiée chaque trimestre par la BNS à l'occasion de l'→ examen de la situation économique et monétaire, portant sur l'évolution du taux d'→ inflation pour les trois années suivantes. Elle est conditionnelle, car elle repose sur l'hypothèse selon laquelle la BNS ne modifiera pas son → taux directeur pendant la période considérée. La BNS fonde ses décisions de politique monétaire sur la prévision d'inflation.
Prime de risque	Rémunération supplémentaire reflétant le risque estimé d'un instrument financier (par rapport à un placement sans risque).
Prix de transaction	Prix auquel une opération est effectivement conclue (à distinguer du prix de l'offre et de celui de la demande).
Produit intérieur brut, PIB	Valeur de l'ensemble des biens et services produits dans une économie durant une période, déduction faite des consommations intermédiaires. Le PIB en termes → réels constitue la mesure la plus importante de la → création de valeur dans une économie.
Récession	Contraction de l'économie, souvent définie comme une baisse du → PIB → réel pendant au moins deux trimestres consécutifs.
Réel, en termes réels	Se dit d'une variable économique corrigée des variations liées à l'évolution des prix (→ taux d'intérêt réel).
Refinancement	1. Levée de fonds opérée par une banque commerciale sur le → marché monétaire ou sur le → marché des capitaux. 2. Remboursement de dettes arrivant à échéance par l'émission de nouvelles dettes.
Rendement	Gains réalisés sur des placements financiers ou sur des investissements et généralement exprimés en pourcentage du → capital investi.
Réserves excédentaires	Part des → avoirs à vue détenus par les banques auprès de la BNS qui excède le montant des → réserves minimales.
Réserves minimales	Montant que les banques doivent détenir sous forme de numéraire en francs et d'→ avoirs à vue auprès de la BNS pour couvrir une part de leurs engagements à court terme en francs (par exemple dépôts de la clientèle) en vue de contribuer au bon fonctionnement du → marché monétaire. Les réserves minimales servent par ailleurs de base pour déterminer le → seuil de rémunération des banques résidentes.
SARON	(Abréviation de Swiss Average Rate Overnight). Taux des → pensions de titres en francs portant sur des échéances d'une journée et reposant sur les → prix de transaction et les offres de prix contraignantes. La BNS concentre son attention sur le SARON lorsqu'elle s'attache à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire en francs à un niveau proche de celui de son → taux directeur.
Scénario de base	Ensemble d'hypothèses sur l'évolution la plus probable, d'après la BNS, de l'économie mondiale durant les trois années calendaires suivantes, servant de base à ses prévisions économiques et à sa → prévision d'inflation en Suisse.
Seuil de rémunération	Niveau des → avoirs à vue d'une banque jusqu'auquel le → taux directeur de la BNS s'applique lorsque ce dernier est égal ou supérieur à 0%. La part des avoirs à vue qui dépasse ce seuil se voit appliquer un taux réduit. Les avoirs à vue que les banques détiennent pour satisfaire aux exigences en matière de → réserves minimales ne sont pas rémunérés. Lorsque le taux directeur de la BNS est fixé à 0%, le seuil est au moins égal à 10 millions de francs. Pour les banques résidentes, il est égal à la moyenne du montant des → réserves minimales requises des 36 derniers mois, multipliée par le coefficient en vigueur du seuil.
Stabilité des prix	Situation dans laquelle l'→ inflation mesurée par l'→ indice des prix à la consommation est inférieure à 2%, sans pour autant qu'il y ait → déflation (définition de la BNS).
Stabilité financière	État d'un système financier dont les composantes – banques, marchés financiers et infrastructures des marchés financiers (par exemple les Bourses) – remplissent leur fonction et sont en mesure de résister à d'éventuelles perturbations.
Stratégie de politique monétaire	Stratégie fixant les modalités de mise en œuvre du → mandat de la Banque nationale. En vigueur depuis décembre 1999, cette stratégie comporte trois éléments: une définition de la → stabilité des prix, une → prévision d'inflation conditionnelle portant sur les trois années suivantes et → le taux directeur de la BNS.
Swap	Opération financière donnant lieu à un échange de flux de paiements entre deux parties.

Swap de taux d'intérêt	→ Swap dans lequel l'une des parties paie à l'autre un → taux variable indexé sur un taux du marché et se voit en échange créditer d'un taux fixe déterminé préalablement par contrat.
Taux de chômage	Rapport, exprimé en pourcentage, entre le nombre de chômeurs et l'ensemble de la population active (somme des personnes actives occupées et des chômeurs).
Taux d'intérêt	Prix payé par le débiteur au créancier pour la mise à disposition de → liquidités (2.) pendant une durée déterminée. Il dépend de la durée de mise à disposition, de la qualité (honorabilité et solvabilité) du débiteur et de celle des éventuelles → garanties fournies par ce dernier. Exprimé en pourcentage du prêt, le taux d'intérêt se réfère généralement à une durée de un an.
Taux d'intérêt négatif	→ Instrument de politique monétaire que la BNS a appliqué de janvier 2015 à septembre 2022 aux avoirs à vue qui dépassaient un certain montant exonéré. Le taux d'intérêt négatif était égal au → taux directeur de la BNS.
Taux d'intérêt nominal	→ Taux d'intérêt généralement appliqué dans une opération de crédit, qui ne tient pas compte du recul du → pouvoir d'achat de la monnaie découlant de l'→ inflation enregistrée pendant la durée d'un prêt.
Taux d'intérêt réel	Taux d'intérêt égal au → taux d'intérêt nominal corrigé de la perte de → pouvoir d'achat intervenant sur la durée d'une opération de crédit du fait de l'→ inflation. Le taux d'intérêt réel est donc la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation.
Taux directeur de la BNS	Taux fixé par la BNS pour la mise en œuvre de sa → politique monétaire. La BNS s'attache à maintenir les taux d'intérêt à court terme des prêts gagés sur le marché monétaire proches de son taux directeur. Le → SARON est le plus représentatif de ces taux.
Titre	Valeur mobilière représentant un droit patrimonial (par exemple celui de percevoir des intérêts). Les → actions et les → obligations constituent les principaux titres négociés sur les marchés.
Utilisation des capacités de production	Taux d'utilisation des capacités techniques (par exemple des machines et équipements) d'une entreprise ou d'une branche.
Utilisation du prêt	Prêt effectivement utilisé par l'emprunteur du montant octroyé par une banque dans le cadre d'une limite de crédit.
Volant anticyclique de fonds propres	→ Mesure macroprudentielle visant à garantir la → stabilité financière et contraignant les banques à détenir davantage de → fonds propres en fonction des risques auxquels elles sont exposées, par exemple sur l'ensemble du marché du crédit ou dans certains segments (marché hypothécaire).
Volatilité	Ampleur des fluctuations d'une variable telle que le cours des actions ou les → taux d'intérêt durant une période définie.

Éditeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Interbrand AG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Version imprimée

La version imprimée (exemplaires isolés ou abonnement) peut être obtenue gratuitement à l'adresse suivante:
Banque nationale suisse, Bibliothèque
Case postale, CH-8022 Zurich
Téléphone: +41 58 631 11 50
Courriel: library@snb.ch

La version imprimée du *Bulletin trimestriel* paraît en langues française (ISSN 1423-3797), allemande (ISSN 1423-3789) et italienne (ISSN 2504-3544).



Versions en ligne

Français: www.snb.ch, News et publications, Publications économiques, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)
Allemand: www.snb.ch, News & Publikationen, Ökonomische Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)
Anglais: www.snb.ch, News & Publications, Economic publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)
Italien: www.snb.ch, Notizie e Pubblicazioni, Pubblicazioni economiche, Bollettino trimestrale (ISSN 2504-480X)

Internet

www.snb.ch

Droits d'auteur/copyright ©

La Banque nationale suisse (BNS) respecte tous les droits de tiers, en particulier ceux qui concernent des œuvres susceptibles de bénéficier de la protection du droit d'auteur (informations ou données, libellés et présentations, dans la mesure où ils ont un caractère individuel).

L'utilisation, relevant du droit d'auteur (reproduction, utilisation par Internet, etc.), de publications de la BNS protégées par un copyright (© Banque nationale suisse/BNS, Zurich/année, etc.) nécessite l'indication de la source, si elle est faite à des fins non commerciales. Si elle est faite à des fins commerciales, elle exige l'autorisation expresse de la BNS.

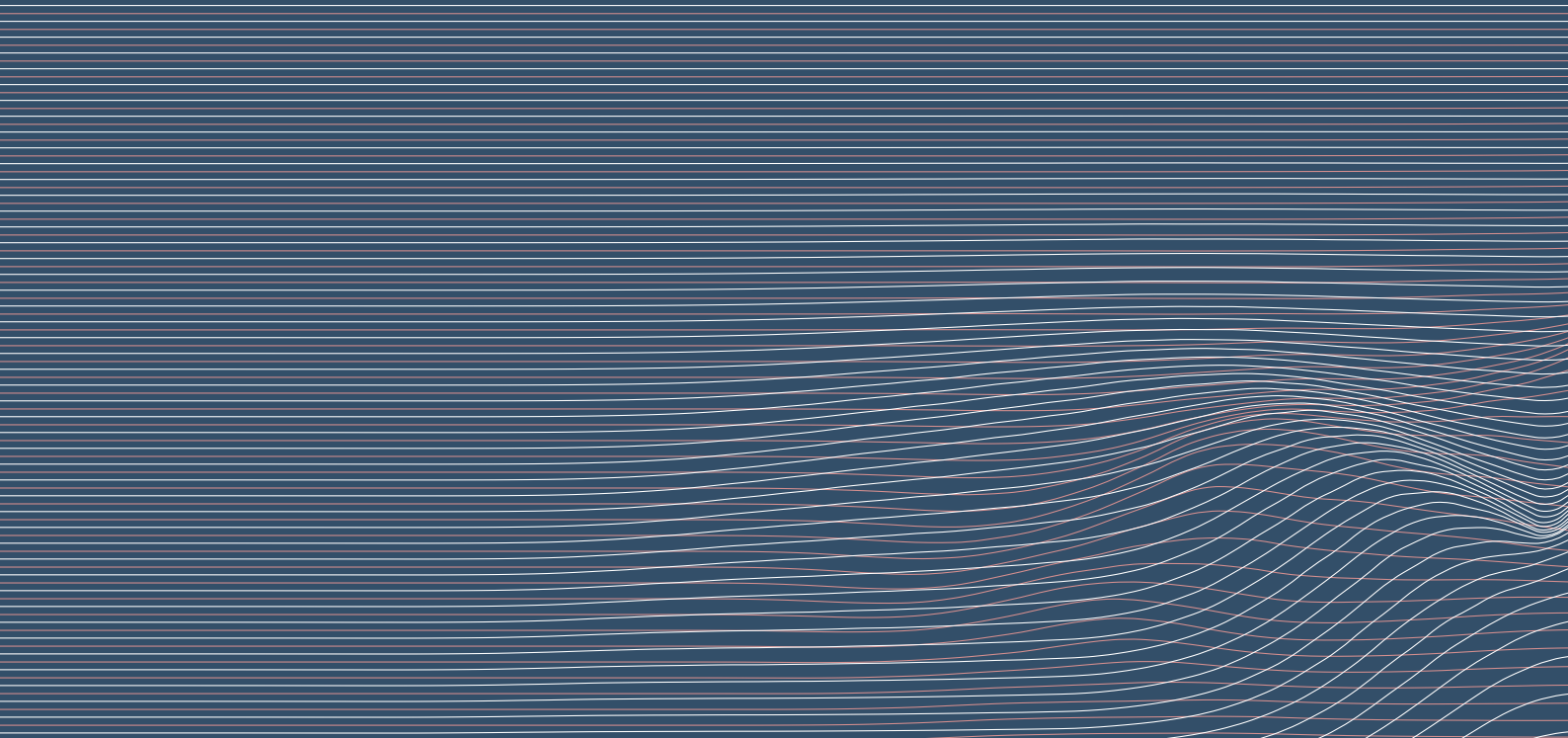
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisatrice ou à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter les droits d'auteur y afférents et de se procurer personnellement, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

Limitation de la responsabilité

Les informations que la BNS met à disposition ne sauraient engager sa responsabilité. La BNS ne répond en aucun cas de pertes ni de dommages pouvant survenir à la suite de l'utilisation des informations qu'elle met à disposition. La limitation de la responsabilité porte en particulier sur l'actualité, l'exactitude, la validité et la disponibilité des informations.

© Banque nationale suisse, Zurich et Berne 2025



SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

