

SEPTEMBRE 2025

HOUSE VIEWS

Une rentrée rythmée par les taux

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel

Les taux d'intérêt sous pression

Les taux longs souverains entament cette rentrée avec une nouvelle phase de volatilité et de tensions à la hausse, en contraste avec l'évolution des taux de court terme qui continuent de se replier. Cette nervosité traduit à la fois l'incertitude quant à la trajectoire des banques centrales — tiraillées entre une volonté de détente et la prudence face aux risques de reprise des pressions inflationnistes — ainsi que les questionnements sur la soutenabilité budgétaire.

La croissance des principales économies reste néanmoins résiliente. Aux États-Unis, la politique commerciale et le climat d'incertitudes provoquent un ralentissement, mais celui-ci reste contenu, grâce à une certaine résistance du marché du travail et de bons résultats d'entreprises. En Europe, la croissance demeure modérée mais positive et devrait se renforcer avec la détente de l'inflation et les premiers effets des plans de relance. En Chine, l'activité économique reste également résiliente, notamment soutenue par des exportations toujours très dynamiques, malgré les politiques protectionnistes.

Maintien de notre surpondération actions

Cette combinaison de résilience macroéconomique et de tensions sur les taux d'intérêt nous conforte dans notre positionnement stratégique. Nous restons ainsi surpondérés

sur les marchés actions et sous-pondérés sur marchés obligataires. La bonne performance des actions depuis le "Liberation Day", les perspectives favorables de bénéficiaires dans le secteur des nouvelles technologies, ainsi que la combinaison de politiques de soutien et d'une reprise cyclique en Europe, nous poussent à conserver notre exposition aux actions américaines et notre surexposition aux actions européennes. En revanche, les prévisions d'une offre significativement accrue d'obligations souveraines des deux côtés de l'Atlantique continueraient d'exercer une pression à la hausse sur les taux souverains. Nous conservons donc notre forte sous-exposition aux obligations souveraines.

Une position stratégique toujours équilibrée

Notre grille stratégique reste équilibrée. Nous maintenons la surpondération sur le crédit Investment Grade (IG) et High Yield (HY), qui apparaissent moins sensibles aux mouvements sur les taux longs et bénéficient d'un portage attractif. Nous continuons également à nous exposer à l'or et à conserver des couvertures contre une éventuelle dépréciation du dollar.

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 04/09/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.



NOS PRINCIPALES CONVICTIONS



Maintien de notre préférence pour les marchés actions par rapport aux marchés obligataires, dans un contexte de résilience des économies, de résultats des entreprises favorables et de tensions sur les taux d'intérêt.



Au sein des marchés obligataires, nous sous-ponderons fortement les obligations souveraines du fait d'anticipation d'une offre d'obligations accrue des deux côtés de l'Atlantique et nous surponderons les obligations d'entreprises qui apparaissent moins sensibles aux mouvements sur les taux longs et bénéficient d'un portage attractif.



Au sein des marchés actions, nous continuons de privilégier les marchés européens, qui bénéficieront du soutien des politiques budgétaires et monétaires.

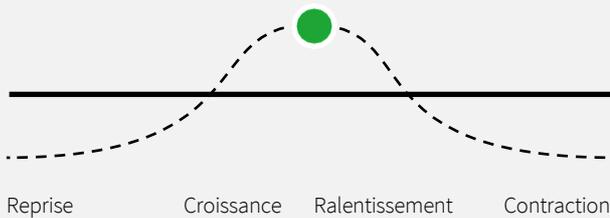


Sous pondération du dollar, dans un contexte où le différentiel de croissance entre les États-Unis et le reste du monde se réduit et où les taux réels redeviennent attractifs en Europe. Maintien de notre exposition à l'or, qui joue un rôle de couverture contre le risque d'un regain de volatilité sur les marchés.

Les principales briques de notre cadre analytique



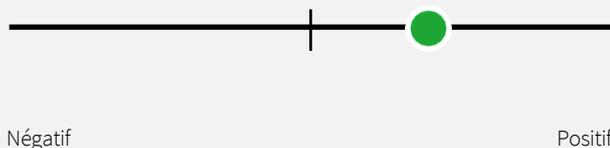
SCÉNARIO ÉCONOMIQUE



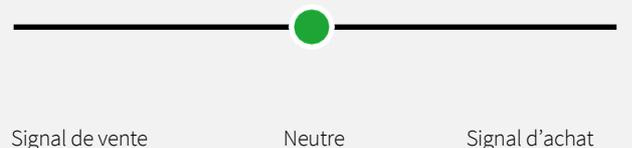
VALORISATIONS



MOMENTUM



SENTIMENT



NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS

Synthèse des vues

	Très sous-pondéré	Sous-pondéré	À l'équilibre	Sur-pondéré	Très sur-pondéré	Variation depuis le comité de juin
ACTIONS						
ACTIONS MONDE				●		=
États-Unis			●			=
Zone Euro					●	=
Royaume Uni					●	=
Japon			●			=
Émergents			●			=
MARCHÉ OBLIGATAIRE SOUVERAINS						
TAUX		●				=
Etats-Unis	●					=
Zone euro	●					=
Royaume-Uni	●					=
Dettes émergentes (USD)		●				=
ENTREPRISES						
Entreprises (US)			●			=
Haut rendement (US)			●			=
Entreprises (Europe)				●		=
Haut rendement (Europe)				●		=
DEVICES						
EUR contre USD				●		=
USD contre JPY		●				=
GBP contre USD				●		=
EUR contre CHF		●				=
ALTERNATIVES						
Matières premières			●			=
Or			●			=
Hedge funds	●					=

MARCHÉS ACTIONS : ALLOCATION PAR STYLE

	Croissance	Valeur
États-Unis	●	
Zone Euro		●
Royaume Uni		●

MARCHÉ OBLIGATAIRE : ALLOCATION PAR DURATION

	En dessous du bench.	Au niveau du bench.	Au dessus du bench.
États-Unis	●		
Zone Euro	●		
Royaume Uni	●		

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 04/09/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

FOCUS ÉCONOMIQUE



Des questions sur la trajectoire des politiques monétaires et budgétaires

Les tensions sur les taux d'intérêt de long terme sont le reflet des incertitudes des investisseurs sur les trajectoires des politiques monétaires et budgétaires, soumises à des forces potentiellement contradictoires.

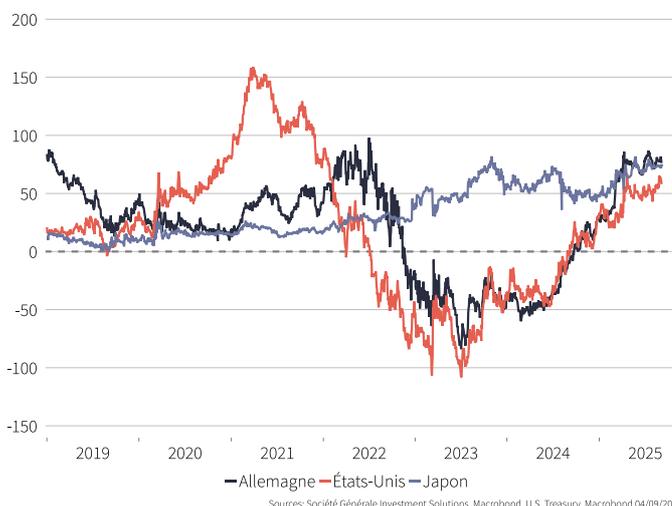
Malgré ces incertitudes, notre scénario reste celui d'une résilience de l'activité économique, notamment soutenue par des politiques budgétaires.

États-Unis : des pressions contradictoires pour la Fed... Si les tergiversations sur les niveaux de droits de douane se sont tassées, les incertitudes restent de mises quant à leur impact au cours des prochains mois. Les tarifs dépasseraient ainsi 17%, un niveau inobservé depuis la période d'après-guerre. Cela devrait provoquer – au moins temporairement – une remontée de l'inflation et peser sur la dynamique d'activité. En parallèle, le marché du travail subit déjà les effets de la politique migratoire et affiche une dynamique moins favorable. Dans ce contexte, la Réserve fédérale (Fed) a fait évoluer sa communication durant l'été, annonçant qu'elle considère que les effets sur l'inflation resteraient transitoires et qu'elle pourrait privilégier son objectif d'une bonne tenue du marché du travail. Elle pourrait ainsi réduire le caractère toujours restrictif de sa politique en diminuant une à deux fois ses taux directeurs d'ici la fin de l'année. Les ingérences de D. Trump concernant l'indépendance de l'institution monétaire ajoutent une certaine défiance des acteurs de marché autour des perspectives de politique monétaire.

L'activité ralentit mais restera soutenue par la politique budgétaire. Les décisions de politique économique de l'administration Trump au premier semestre ont d'ores et déjà provoqué un ralentissement de la consommation des ménages. Cette tendance se poursuivrait, avec les effets de la hausse des tarifs. La poursuite d'une politique migratoire restrictive devrait quant à elle continuer de peser sur le marché du travail. Cependant, des mesures de soutiens budgétaires prévues par ailleurs limiteraient l'ampleur du ralentissement. Nous continuons ainsi de tabler sur un scénario de ralentissement, avec une croissance en baisse autour de 1,5%-2%.

ÉCART ENTRE TAUX D'INTÉRÊT COURT ET LONG

Rendement à 10 ans moins rendement à 2 ans, pb



Zone euro : des facteurs de soutien. L'activité économique dans la zone euro est restée résiliente au cours de la première moitié de l'année, notamment bien orientée dans les économies périphériques. Elle devrait poursuivre sa reprise progressive grâce à la diminution de l'inflation, qui redynamise le pouvoir d'achat, et grâce à la détente passée de la politique monétaire. Les plans de relance conséquents, notamment en Allemagne, seront un soutien supplémentaire à la croissance.

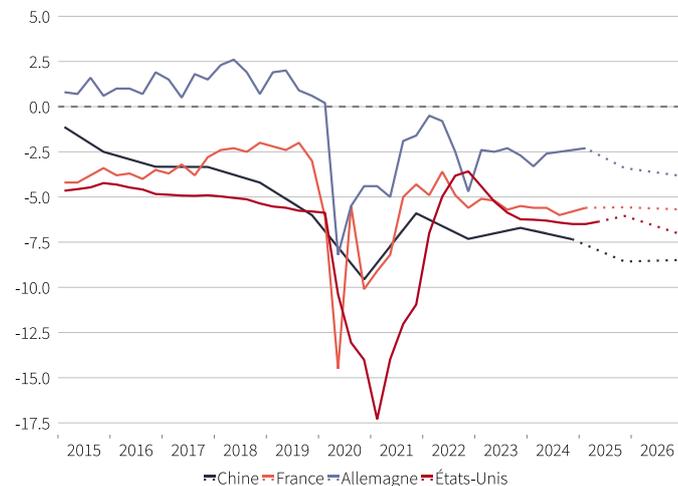
Un statu quo de la BCE en question. L'inflation devrait continuer de diminuer nettement à court terme, du fait de la baisse des prix du pétrole, de la force de l'euro et du ralentissement de l'inflation des services, mais la perspective des plans de relance pose question à moyen terme. La Banque Centrale Européenne a communiqué sur la poursuite de son statu quo, mais le maintien de tensions sur les taux d'intérêt de plus long terme pourrait l'inciter à actionner une ou deux baisses supplémentaires dans les mois à venir.

Des taux d'intérêt de long terme qui s'écartent de ceux de court terme. Les taux de court terme ont déjà bien diminué du fait de la détente passée ou à venir des banques centrales. En revanche, les taux longs souverains continueraient de subir des pressions haussières, avec une importante volatilité du fait de la combinaison de facteurs (i) la résilience de l'activité, (ii) les incertitudes sur l'inflation notamment aux États-Unis, (iii) les ingérences de Trump vis-à-vis de la Réserve fédérale et (iv) les anticipations de progression des déficits publics. Plus spécifiquement en France, les taux longs subissent une pression particulière du fait de la nouvelle résurgence du risque politique. Quel que soit le nouvel équilibre politique à l'issue du vote de confiance du 8 septembre, la situation devrait rester plutôt instable.

Chine : une économie à deux vitesses. Bien que l'économie chinoise soit la principale cible des hausses de droits de douane américains, son activité de production et d'exportation reste robuste. Cette résilience s'explique d'abord par de nouvelles routes géographiques et une forte compétitivité dans certains secteurs de biens durables, comme les voitures électriques. Cependant, la demande interne reste freinée par l'atonie du marché immobilier. Des mesures plus spécifiques permettraient un certain redémarrage de la consommation.

SOLDES BUDGÉTAIRES ET PRÉVISIONS

En % du PIB



Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond 04/09/2025

MARCHÉS ACTIONS

Surpondération avec une préférence européenne

Nous maintenons globalement une surpondération sur les actions, avec prédominance des marchés européens. En effet, les dernières données d'activité montrent que la croissance reste positive malgré les différentes incertitudes. Par ailleurs, la finalisation des accords commerciaux entre l'Union Européenne et les États-Unis diminue l'incertitude sur le point d'atterrissage des tensions commerciales. Dans ce contexte, les résultats ont continué d'afficher des croissances de profits significatifs, avec des taux de marge toujours élevés des deux côtés de l'Atlantique. En Europe, nous maintenons notre nette Surpondération dans un contexte de reprise progressive de l'activité économique, des conditions monétaires accommodantes et des valorisations encore attractives. Nous restons aussi constructifs sur les marchés émergents.

ÉTATS-UNIS

Nous maintenons notre exposition à l'Équilibre. En effet le marché reste soutenu par les bons résultats des entreprises mais les valorisations ont de nouveau atteint des niveaux très élevés. Depuis juillet, les indices américains ont fortement progressé : +3,7 % pour le S&P 500 et +8,8 % pour le Nasdaq 100. Cette performance s'explique d'abord par la forte croissance des profits des entreprises. En effet, les profits des entreprises du S&P 500 ont augmenté de 12,4% au T2-25 sur un an, avec toujours une forte contribution du secteur des nouvelles technologies (+26% pour les *Magnificent 7*), et les entreprises financières (+16%). Ensuite, l'activité américaine reste résiliente malgré la politique commerciale et migratoire, avec une croissance proche de 2% et une forte contribution de l'investissement dans le secteur de l'IA, soutenant ainsi les cours des indices américains. Enfin, les perspectives de cycle de baisse de taux d'intérêt de la Fed renforcent la dynamique des actions américaines. Au vu de ces éléments, nous restons constructifs sur ce marché, favorisant le style *Croissance* et les entreprises technologiques. Cependant, nous maintenons la position à l'Équilibre compte tenu des valorisations en termes de ratio prix bénéfiques qui se trouvent plus proche de leur plus haut historique.

PRIX DES INDICES ACTIONS

100=31/12/2024, en monnaie locale



Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, 04/09/2025

EUROPE

Nous restons Surpondérés sur les marchés actions européens. Depuis juillet, les principaux indices ont progressé, avec l'Eurostoxx 50 en hausse de 0,4 % sur le mois et de 8,7 % depuis le début de l'année. Par pays, les indices des économies d'Europe du Sud sont les plus performantes, avec une progression sur l'année de l'IBEX 27,5%, de 22% pour le FTSE MIB. Le CAC 40 enregistre lui qu'une progression de 4,6%, pénalisé d'une part par sa composition sectorielle, avec notamment des performances décevantes du secteur du luxe, et d'autre part par la hausse des incertitudes politiques. Le cycle économique de la zone euro continue sur sa phase de reprise progressive, avec une amélioration effective de la production industrielle et une reprise de la consommation des ménages soutenue par la désinflation. Nous considérons en outre que les conditions monétaires resteront accommodantes, avec la BCE qui maintiendra son taux directeur à 2%, mais qui pourrait procéder à une baisse de taux supplémentaire si la tendance désinflationniste s'accélère. Par ailleurs, les perspectives d'une politique budgétaire favorable, notamment avec la mise en place du plan de relance en Allemagne et le plan de réarmement européen, continueraient de soutenir les marchés avec des effets positifs sur l'activité attendus en début d'année 2026. Enfin, malgré la bonne tenue depuis le début de l'année, les valorisations restent attractives, avec des ratios prix-bénéfiques attendus en ligne avec des moyennes historiques. Compte tenu de ces éléments, nous restons Surpondérés sur les marchés des actions européens. Sur les styles, nous continuons à privilégier les valeurs « Value ». Nous maintenons notre exposition au marché « Small Cap », en raison d'une composition sectorielle avec un biais « Value », et de valorisations qui sont attractives par rapport aux « Large Cap ».

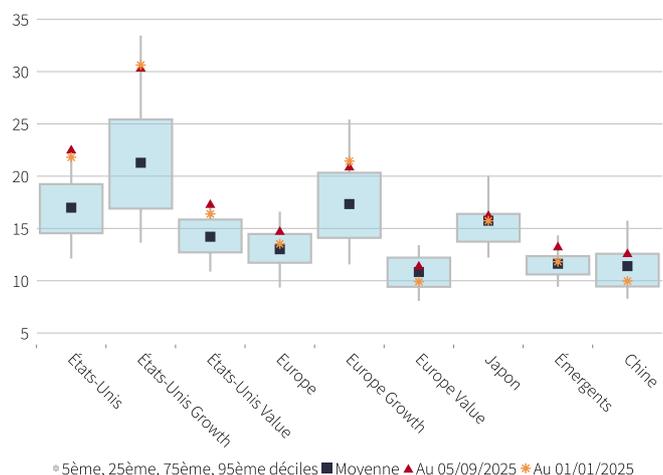
JAPON

Nous restons à l'Équilibre sur le marché actions japonais. Le marché se reprend progressivement et devrait bénéficier des perspectives d'amélioration de l'activité.

ÉMÉRGENTS

Les actions émergentes restent sur une bonne dynamique, l'indice progressant de 17 % en USD depuis le début de l'année, avec une bonne performance des principaux indices nationaux. Nous restons à l'Équilibre sur ce marché, compte tenu des perspectives de relance budgétaire en Chine, des valorisations attractives et une composition avec un biais le secteur de l'IA.

MARCHÉS ACTIONS : RATIO PRIX REVENUS ATTENDUS



■ 5ème, 25ème, 75ème, 95ème déciles ■ Moyenne ▲ Au 05/09/2025 ★ Au 01/01/2025

Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, 05/09/2025, 05/09/2025, 05/09/2025, 05/09/2025, 05/09/2025, 05/09/2025, 05/09/2025, 05/09/2025

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 04/09/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

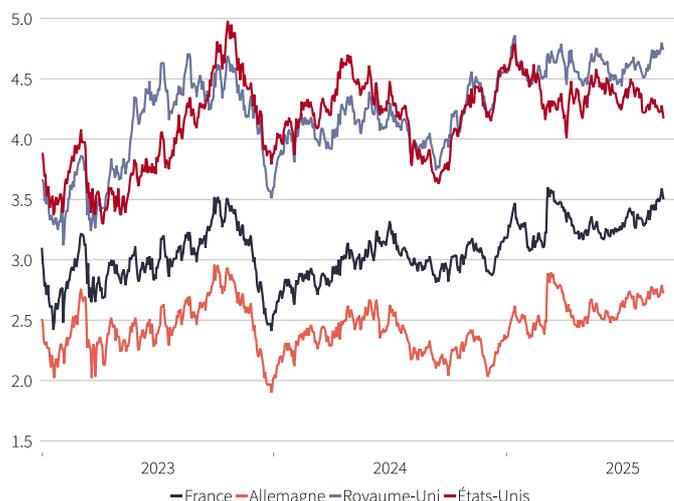
Sous-pondération des obligations dans un contexte de pentification des courbes

Nous maintenons une position de Sous-Pondération sur la poche obligataire avec une différence entre les obligations souveraines et celles des entreprises. Nous restons « Très Sous-Pondérés » sur les obligations souveraines américaines et européennes, en raison des perspectives dégradées des finances publiques, qui devraient accroître la prime de terme de ces obligations et maintenir ainsi une pression haussière sur les taux souverains. En revanche, nous restons en surpondération sur les obligations d'entreprises Investment Grade (IG) et High Yield (HY) européennes. Ces dernières bénéficient de bilans d'entreprises solides, d'une conjoncture économique favorable, d'un portage attractif et d'un risque de durée inférieur à celui des obligations souveraines.

ÉTATS-UNIS

Les taux d'intérêt des obligations d'Etat américain restent à un niveau élevé, en particulier les taux longs, dans un contexte de hausse des anticipations d'inflation. Le taux des Treasuries à 2 ans (proxy des anticipations des taux Fed funds à un an) a diminué de 4 % à 3,6 % depuis juillet, après la réunion de Jackson Hole, tandis que le taux à 10 ans est resté stable autour de 4,3 %. Cette pentification de la courbe reflète en premier lieu le début du cycle de baisse de taux d'intérêt de la Fed, avec un taux anticipé en fin d'année 2025 à 4% contre 4,5% actuellement. Le ralentissement du marché du travail permettra en effet à la Fed de réduire progressivement sa politique de « modérément restrictive » à « neutre ». Cependant, l'inflation ne diminue plus et pourrait de nouveau augmenter sous pression des droits de douane mais aussi des politiques migratoires plus restrictives. En conséquence, les anticipations d'inflation des marchés ont augmenté, avec un swap d'inflation à 2,5% pour les années à venir. Par ailleurs, l'adoption du projet de loi budgétaire au Congrès, qui entraînerait des déficits budgétaires supérieurs à 6 % du PIB dans les prochaines années, maintiendrait la prime de terme (la prime attendue pour la détention d'une obligation à long terme) à un niveau élevé, exerçant ainsi une pression sur les taux souverains. Pour ces raisons, nous adoptons une position « très sous-pondérée » sur les Treasuries et privilégions les durations courtes dans ce contexte de pentification des courbes.

TAUX SOUVERAINS À 10 ANS (%)



Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 05/09/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

EUROPE

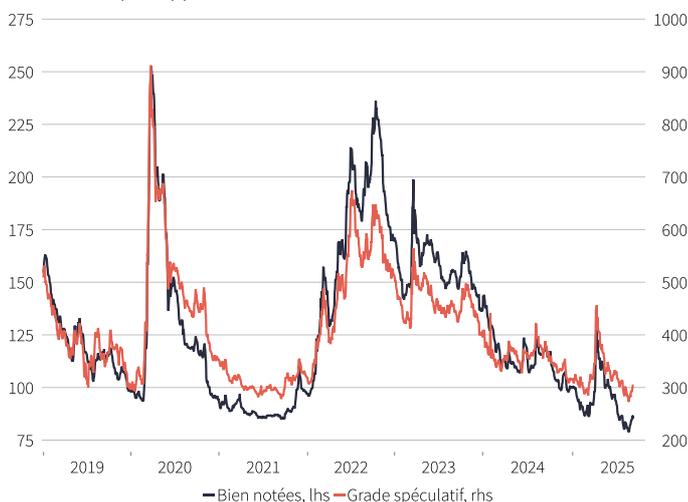
Nous maintenons aussi une position de Très-Sous Pondérés sur les obligations d'Etats de la zone euro, dans un contexte marqué par une offre accrue de titres souverains prévue pour les prochaines années et d'incertitudes politiques croissantes en France. Le taux du Bund à 10 ans reste autour de 2,7 % depuis juillet, avec un taux réel ajusté pour l'inflation à 1 %, son plus haut niveau depuis 2011. En France, le taux de l'OAT à 10 ans a augmenté de 3,25 % début juillet à 3,5 %, porté par les incertitudes politiques. Les primes de risque ont toutefois continué de se réduire depuis juillet, avec la prime espagnole à 59 points de base et celle de l'Italie à 86 points de base. La hausse des taux longs européens diffère de celle des taux américains, en raison d'une inflation qui continue de décélérer dans la zone euro, ce qui devrait inciter la BCE à maintenir des conditions monétaires accommodantes. En effet, l'inflation dans la zone monétaire a continué de diminuer en août (à 2,1%), et nous nous attendons à que cette tendance se poursuive, conduisant la BCE à envisager au moins une baisse supplémentaire des taux dans les prochains mois. Dans ce contexte, la hausse des taux souverains reflète l'augmentation attendue des émissions d'obligations souveraines. Le plan de relance allemand devrait porter le déficit budgétaire à 3,5 % au cours des prochaines années, contre un surplus budgétaire avant la crise du Covid, augmentant ainsi considérablement l'offre de dette allemande, qui était jusqu'alors limitée. Par ailleurs, les efforts pour accroître les dépenses de défense, avec un objectif de 3,5 % du PIB en 2028, devraient également accroître les émissions dans d'autres économies. Enfin, les perspectives dégradées des finances publiques françaises et le risque politique accru exercent une pression haussière sur les taux souverains européens. Par conséquent, nous adoptons une position très sous-pondérée sur les obligations souveraines européennes, avec une préférence pour une durée inférieure à celle du benchmark.

CRÉDIT

Nous maintenons la Surpondération sur les obligations d'entreprises bien notées (IG) et de grade spéculatif (HY) européennes. La reprise du cycle économique, les perspectives maintien des conditions financières accommodantes par la BCE, des bilans solides et des ratings autour de BB pour les obligations HY ainsi qu'une demande toujours importante de la part des investisseurs devraient continuer à être porteurs pour cette catégorie d'actifs alors que le portage reste intéressant.

PRIMES DE RISQUES DU CREDIT EUROPEEN

Écart de taux par rapport au souverain



DEVISES

Maintien de la Sous-Pondération dollar

Nous gardons une Sous-Pondération sur le Dollar contre les principales devises développées. Ce choix repose d'abord sur des perspectives d'une désinflation plus rapide en Europe qu'aux États-Unis, et donc de taux réels toujours attractifs en Europe, devant soutenir les devises européennes face au dollar. Ensuite, les incertitudes liées à la politique économique américaine incitent les investisseurs internationaux à diversifier leurs portefeuilles, favorisant également l'euro. Nous restons Sous-Pondérés sur la parité USD/JPY dans un contexte de normalisation progressive de la BoJ. Nous restons aussi Sous-Pondérés sur la parité EUR/CHF, dans un contexte de hausse des risques géopolitiques.

INDICE DOLLAR

L'été a vu le dollar regagner une partie du terrain perdu face aux principales devises développées et émergentes depuis le début de l'année. En effet, en Asie, le TWD et le KRW reculent de 5% et 2,5% respectivement face au dollar reflétant en partie une correction des appréciations significatives post *Liberation Day*. L'INR a également baissé de 3 % depuis juillet, dans un contexte de hausse des droits de douane sur les exportations vers les États-Unis, portés à 50 %. Le CNY s'est apprécié modestement contre le dollar (+0,4 %) depuis juillet, avec un fixing proche de la cible de la PBoC, reflétant la réduction des incertitudes liées à la guerre commerciale avec les États-Unis et la résilience des exportations. En Amérique latine, le MXN est resté stable depuis juillet, illustrant la détente des tensions commerciales avec les États-Unis, une activité plus robuste que prévu et la hausse du taux directeur de la banque centrale à 5,25 %. Malgré l'instauration des droits de douane à 50 %, le BRL est également resté stable face au dollar, soutenu par un taux d'intérêt de la banque centrale à 15 %.

EUR/USD L'euro continue d'évoluer à un niveau élevé face au dollar, autour d'une parité de 1,17, soit une appréciation de 12% depuis le début de l'année. Cette valorisation s'explique par l'incertitude des politiques économiques américaines ainsi que par les perspectives d'un scénario économique européen plus constructif. Ce contexte entraîne des flux de capitaux accrus vers l'Europe, soutenant la devise européenne.

TAUX DE CHANGE CONTRE USD



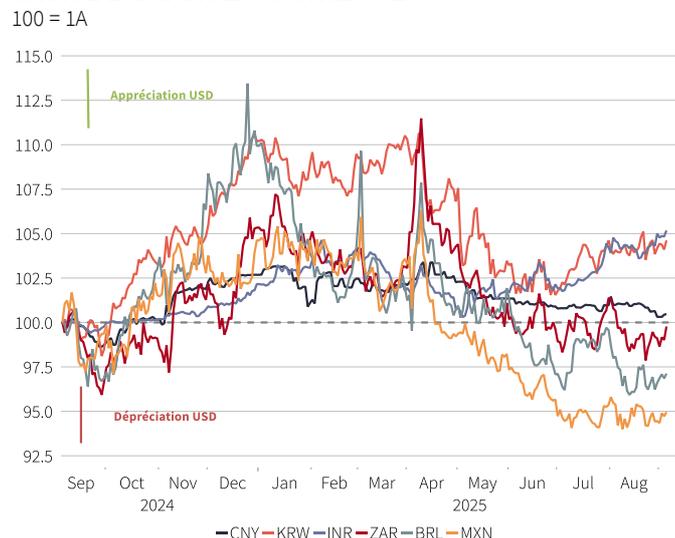
Ce mouvement est aussi en ligne avec la volonté des autorités américaines d'avoir un dollar davantage dévalué. Enfin, la baisse plus importante de l'inflation en Europe se traduit par des taux réels à long terme en hausse, avec un Bund à 10 ans ajusté par les couvertures d'inflation qui a atteint 1%, ce qui soutient aussi l'euro contre le dollar, alors que l'offre de Bund est plus importante. Nous restons surpondérés sur la parité EUR/USD, estimant que ces facteurs de soutien resteront présents dans les mois à venir.

GBP/USD Le GBP poursuit sa tendance baissière face au dollar, avec une dépréciation de 2,2% depuis le mois de juillet pour atteindre une parité de 1,34. Cette baisse reflète principalement les inquiétudes des investisseurs concernant la trajectoire des finances publiques britanniques. Cette tension est aussi visible avec la hausse plus marquée des taux d'intérêt à long terme britannique par rapport aux autres économies développées. Bien que la croissance britannique reste modérée, nous maintenons notre surpondération sur la parité GBP/USD. La Banque d'Angleterre devrait procéder à un assouplissement monétaire que progressif, avec une seule baisse de taux d'intérêt prévue en 2025, dans un cadre où l'inflation (3,8% en juillet) ne converge que lentement vers la cible de l'autorité monétaire.

USD/JPY La devise japonaise reste stable autour d'une parité de 148 yens par dollars depuis le mois de juillet. Cette stabilité illustre dans tout d'abord le maintien de la part de la BoJ de son taux d'intérêt de référence à 0,5% et des marchés qui ont revu à la baisse leur anticipations de resserrement monétaire au Japon à la suite de la modération à 3,1% de l'inflation au mois de juillet et d'une inflation sous-jacente toujours en dessous de la cible de 2% de la BoJ. Par ailleurs, la reprise économique reste très progressive et la hausse des taux de droit de douane américain sur les biens japonais à 15% devrait inciter la BoJ à rester prudente quant à la suite du resserrement monétaire. Nous restons cependant Sous-Pondérés sur cette parité dans un contexte de fortes incertitudes sur la politique économique américaine.

EUR/CHF Nous restons Sous-Pondérés sur la parité euro/ franc suisse. En premier lieu, les fortes incertitudes économiques et géopolitiques devraient maintenir la devise suisse à un niveau élevé, celle-ci étant la principale devise refuge. En deuxième lieu, si la SNB a ramené son taux d'intérêt directeur à 0% et il est probable qu'elle diminue encore ce taux en raison d'une faible inflation, les forts excédents courants devraient maintenir aussi le CHF à un niveau élevé.

TAUX DE CHANGE CONTRE USD



MATIÈRES PREMIÈRES ET THEMATHIQUES

Le pétrole continue à baisser, l'or atteint un sommet historique

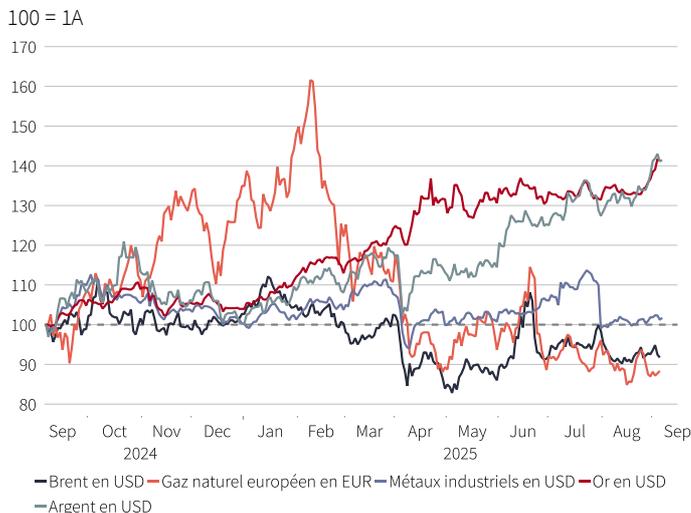
Le pétrole se maintient juste en dessous de 70 dollars le baril, influencé par les tensions géopolitiques et la hausse prévue de la production de l'OPEP+, tandis que la production américaine reste stable. L'or atteint un sommet historique proche de 3500 dollars l'once, toujours porté par les achats des banques centrales des pays émergents.

MATIÈRES PREMIÈRES

Le prix du baril de pétrole est resté plutôt stable durant l'été. Il a oscillé autour 68 dollars le baril (58 euros le baril) dans un contexte de hausse de la production de pétrole mais de demande résiliente dans les principales économies. Du côté de la production, elle demeure élevée aux Etats-Unis, à 13 millions de barils jours, ainsi qu'en Amérique du Sud, notamment au Brésil et au Guyana. A ces niveaux de production s'ajoute aussi la hausse de la production de l'OPEP, qui a annoncé le 3 août une hausse de 547 mille barils jours à partir de septembre, ramenant ainsi la production de ces pays à 40 millions de barils jours. Cette stratégie des pays de l'OPEP+ reflète en partie des ambitions de regagner de part de marchés face à des producteurs américains dont le prix d'équilibre pour des nouveaux forages se situe à 60 dollars le baril. De façon plus large, la détente que l'on observe aujourd'hui confirme que le prix du pétrole resterait bas au cours des prochains mois, alors que la demande devrait quelque peu diminuer dans un contexte de ralentissement de l'économie mondiale et de transition énergétique, surtout en Europe. Cette détente explique notre choix de rester à l'équilibre, pour ne pas surréagir aux fluctuations temporaires du marché.

Le prix du gaz naturel en Europe a diminué de 1% depuis le mois de juillet dans un contexte de hausse des stocks ainsi qu'une hausse de la production en provenance des énergies renouvelables, diminuant ainsi la demande de gaz naturel.

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES



L'OR

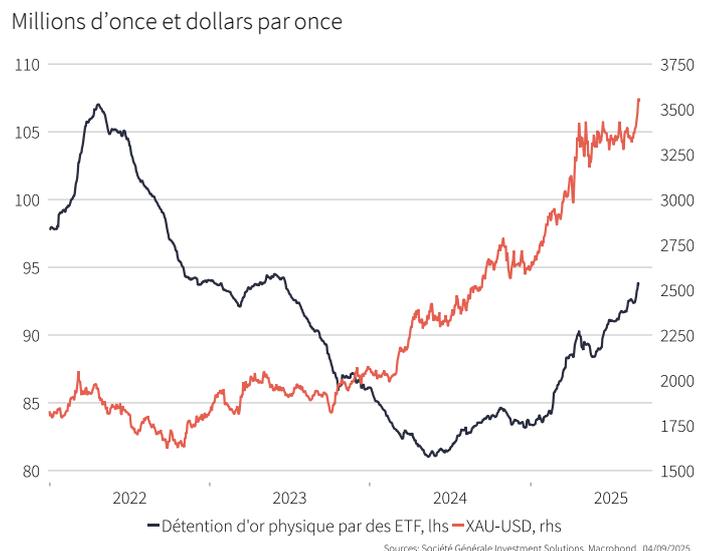
L'or poursuit sa progression, dépassant le niveau de 3500 dollars l'once, et 3000 euros l'once. L'or est ainsi en hausse de plus de 30% depuis le début de l'année, se situant ainsi parmi les actifs les plus performants en 2025. Cette bonne performance est expliquée d'abord par l'environnement de fortes tensions géopolitiques, de croissantes tensions commerciales et la multiplication des sanctions américaines incluant l'usage du dollar. Ainsi, les banques centrales des principales économies émergentes ont augmenté significativement leur allocation à l'or pour se diversifier du dollar. Ensuite, l'environnement plus inflationniste dans les économies développées post crise covid contribue aussi à la bonne tenue de l'or. Dans ce sens, les perspectives de fortes émissions de dette souveraine des deux côtés de l'Atlantique ainsi que le risque croissant d'une perte d'indépendance de la Réserve fédérale contribuent aussi à la tendance haussière de l'or, les investisseurs craignant que l'environnement plus inflationniste continuera. Au vu de ces éléments, nous maintenons une position à l'équilibre sur l'or, qui reflète notre vue constructive sur l'or mais où nous préférons chercher le surplus de performance dans les marchés actions.

Thématiques

Small Cap Européennes. Nous considérons que l'environnement de reprises cyclique, de plans de relance européens avec un important contenu de production nationale et des tensions commerciales persistantes est favorable pour les entreprises à petite capitalisations. Par ailleurs, l'écart de valorisation entre les entreprises à grande capitalisation et les petites devrait se réduire à faveur des entreprises de petite capitalisation

Souveraineté européenne. L'Union Européenne a annoncé une hausse marquée des dépenses dans la défense. Le 3 mars dernier, la Commission Européenne a proposé le plan « Réarmer l'Europe » de 800 Mds€. En parallèle, le nouveau chancelier allemand Friedrich Merz a annoncé un plan massif de dépenses publiques de 500 Mds€ sur 12 ans. Ces annonces nous incitent à jouer cette thématique dans les marchés.

PRIX DE L'OR ET DÉTENTION D'OR PAR DES ETF



AVERTISSEMENT IMPORTANT

Avertissement général

Ce document est une communication à caractère promotionnel publiée par Société Générale Private Banking, qui est la ligne métier du Groupe Société Générale opérant à travers son siège au sein de Société Générale S.A. en France et son réseau (départements ou entités juridiques distinctes (succursales ou filiales, ci-après les « Entités »)), localisé sur les territoires mentionnés ci-après, agissant sous la marque « Société Générale Private Banking » et distributeurs du présent document.

Le présent document de nature informative, sujet à modification, est communiqué à titre purement indicatif et n'a pas de valeur contractuelle.

Son contenu n'est pas destiné à fournir un service d'investissement, il ne constitue ni un conseil en investissement ou une recommandation personnalisée sur un produit financier, ni un conseil ou une recommandation personnalisée en assurance, ni une sollicitation d'aucune sorte, ni un conseil juridique, comptable ou fiscal de la part de Société Générale Private Banking et de ses Entités. L'information contenue dans ce document n'a pas pour objectif de fournir une base permettant de prendre une décision d'investissement.

Tout investissement peut avoir des conséquences fiscales et Société Générale Private Banking et ses Entités ne fournissent pas de conseil fiscal. Le niveau d'imposition dépend des circonstances individuelles et les niveaux et assiettes d'imposition peuvent changer. En outre, le présent document n'a pas pour objet de fournir des conseils comptables, fiscaux ou juridiques et ne doit pas être utilisé à des fins comptables, fiscales ou juridiques. Des conseils indépendants doivent être sollicités le cas échéant.

Les données historiques utilisées et les informations et avis cités, proviennent ou sont notamment basées sur des sources externes que Société Générale Private Banking et ses Entités considèrent fiables mais qu'elles n'ont pas vérifiées de manière indépendante. Société Générale Private Banking et ses Entités n'assumeront aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données.

Le contenu de ce document ne prend pas en compte d'objectifs d'investissement ni de situations financières spécifiques. Il appartient aux investisseurs de prendre contact avec leurs conseillers externes habituels afin d'obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui leur permettront d'apprécier les caractéristiques et les risques de l'investissement envisagé ainsi que la pertinence de la mise en œuvre des stratégies dont il est question dans le présent document.

L'investissement dans certaines classes d'actifs citées peut ne pas être autorisé dans certains pays ou peut être réservé qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. Il est de la responsabilité de toute personne en possession de ce document de s'informer et de respecter les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée. Ce document n'est en aucune manière destiné à être diffusé à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale. Il ne peut notamment pas être diffusé aux Etats-Unis, et ne peut être distribué, directement ou indirectement, sur le marché des Etats-Unis ou auprès d'une US Person.

Risques généraux

Certaines classes d'actifs citées peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n'être en conséquence réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs, et/ou adaptées qu'à des investisseurs avertis et

éligibles à ces classes d'actifs. En outre, ces classes d'actifs doivent être conformes au Code de Conduite fiscale du Groupe Société Générale.

Le prix et la valeur des investissements ainsi que les revenus qui en dérivent peuvent fluctuer, à la hausse comme à la baisse. Les variations de l'inflation, de taux d'intérêts et de taux de change peuvent avoir des effets négatifs sur la valeur, le prix et le revenu des investissements libellés dans une devise différente de celle du client. Les éventuelles simulations et exemples contenus dans ce document sont fournis à titre indicatif et à des fins d'illustration uniquement. La présente information peut être modifiée en fonction des fluctuations des marchés, et les informations et avis mentionnés dans ce document peuvent être amenés à évoluer. Société Générale Private Banking et ses Entités ne s'engagent ni à actualiser ni à modifier le présent document, et n'assumeront aucune responsabilité à cet égard.

Le présent document a pour seul but d'informer les investisseurs, qui prendront leurs décisions d'investissement sans se fier uniquement à ce document. Société Générale Private Banking et ses Entités ne sauront être tenue pour responsables en cas de perte directe ou indirecte liée à un quelconque usage de ce document ou de son contenu. Société Générale Private Banking et ses Entités n'offrent aucune garantie, expresse ou tacite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations ou quant à la rentabilité ou la performance de toute classe d'actifs, pays, ou marché.

Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d'un investissement n'est pas garantie et la valorisation d'investissements peut fluctuer.

Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser. Les scénarios présentés sont des estimations de performances futures, fondées sur des informations passées sur la manière dont la valeur d'un investissement varie et/ou sur les conditions de marché actuelles, et ne sont pas des indications exactes. Le rendement obtenu par des investisseurs sera amené à varier en fonction des performances du marché et de la durée de conservation de l'investissement par l'investisseur. Les performances futures peuvent être soumises à l'impôt, lequel dépend de la situation personnelle de chaque investisseur et est susceptible de changer à l'avenir.

Pour une définition et description des risques plus complète, veuillez vous référer au prospectus ou, le cas échéant, aux autres documents réglementaires (si applicable) avant toute décision d'investissement.

Le présent document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut ni être communiqué ni porté à la connaissance de tiers (à l'exception des conseils externes et à condition qu'ils en respectent eux-mêmes la confidentialité), ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de Société Générale Private Banking et de ses Entités.

Conflits d'intérêts

Le Groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, Société Générale Private Banking et ses Entités ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts, y compris des murailles de Chine en matière d'information.

Ce document contient les avis de la ligne métier Société Générale Private Banking. Les opérateurs de marché de Société Générale peuvent effectuer des transactions, ou ont effectué des transactions, sur la base des avis et études de ces personnes. De plus, les équipes de Société Générale Private Banking sont rémunérées, en partie, en fonction de la qualité et de la précision de leurs études, des commentaires des clients, des revenus de l'entité Société Générale Private Banking qui les emploie, et de facteurs concurrentiels.

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 04/09/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

AVERTISSEMENT IMPORTANT

En règle générale, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être teneur de marché, chef de file ou chef de file associé à une offre publique d'instruments financiers, effectuer des transactions concernant les titres auxquels il est fait référence dans ce document, et peuvent fournir des services bancaires aux sociétés mentionnées dans ce document, ainsi qu'à leurs filiales. Les sociétés du Groupe Société Générale, peuvent, de temps à autre, réaliser des transactions, générer des profits, détenir des titres ou agir comme conseiller, courtier ou banquier en lien avec ces titres, ou des dérivés de ces titres, ou en lien avec les classes d'actifs mentionnées dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être représentées au conseil de surveillance ou d'administration de ces sociétés.

Les employés du Groupe Société Générale, ou les personnes ou entités qui leur sont liées, peuvent, de temps à autre, détenir une position dans un titre ou une classe d'actifs mentionné(e) dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent acquérir ou liquider, de temps à autre, des positions dans les titres, ou actifs sous-jacent (y compris leurs dérivés) mentionnés dans ce document, ou dans tout autre actif le cas échéant, et par conséquent tout rendement pour un investisseur potentiel peut en être directement ou indirectement affecté.

Les sociétés du Groupe Société Générale n'ont aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document dans le cadre de conseil ou de transactions avec un client ou au nom d'un client.

Par ailleurs, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent émettre d'autres études qui ne sont pas alignées, ou dont les conclusions diffèrent des informations présentées dans ce document, et n'ont aucune obligation de s'assurer que de telles autres études sont portées à la connaissance de tout bénéficiaire du présent document.

Le Groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, Société Générale Private Banking et ses entités ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts. Pour plus de détails, il est possible de se reporter à la politique de gestion des conflits d'intérêts remise.

ce document. Société Générale Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. Société Générale Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et Société Générale Luxembourg ne se présente pas comme fournissant des conseils, notamment en ce qui concerne les services d'investissement. Les opinions, points de vue et prévisions exprimées dans le présent document (y compris dans ses annexes) reflètent les opinions personnelles de l'auteur/des auteurs et ne reflètent pas les opinions d'autres personnes ou de Société Générale Luxembourg, sauf indication contraire. Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document. Monaco : Le présent document est distribué à Monaco par Société Générale Private Banking (Monaco) S.A.M., sise 11 avenue de Grande Bretagne, 98000 Monaco, Principauté de Monaco, régie par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et la Commission de Contrôle des Activités Financières. Les produits financiers commercialisés à Monaco peuvent être réservés à des investisseurs qualifiés conformément aux dispositions de la loi n° 1.339 du 07/09/2007 et de l'Ordonnance Souveraine n° 1.285 du 10/09/2007. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.com.

© Copyright Groupe Société Générale 2025. Tous droits réservés. L'utilisation, la reproduction, la redistribution et la divulgation non autorisées de tout ou partie du présent document sont interdites sans le consentement préalable de Société Générale.

Les symboles clés, Société Générale, Société Générale Private Banking sont des marques déposées de Société Générale. Tous droits réservés

Avertissement spécifique par juridiction

France : Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, établissement de crédit prestataire de services d'investissement agréé par et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE ») (sise ECB Tower, Sonnemannstraße 20, 60314 Francfort-sur-le-Main, Allemagne) au sein du Mécanisme de supervision unique banque française autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09), et l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») (sise 17 Pl. de la Bourse, 75002 Paris). Société Générale est également enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493 orias.fr.

Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 003 724 927,50 euros au 17 novembre 2023, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.com.

Luxembourg : Le présent document est distribué au Luxembourg par Société Générale Luxembourg, société anonyme enregistrée auprès du registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 6061 et établissement de crédit autorisé et régi par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), et dont le siège social est sis 11, avenue Émile Reuter – L 2420 Luxembourg. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <https://www.societegenerale.lu/>. Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 04/09/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

