

## La Banque Centrale Européenne en position d'attente

La Banque Centrale Européenne (BCE) vient d'annoncer le maintien de ses taux d'intérêt à un niveau inchangé, après sept baisses consécutives lors des précédents comités. Durant la conférence de presse, Christine Lagarde a confirmé que l'orientation actuelle de la politique monétaire reste cohérente avec l'objectif de maintenir l'inflation autour de 2 % à moyen terme. Ce statu quo pourrait toutefois s'avérer difficile à tenir dans les prochains mois, dans un contexte économique encore modéré et alors que l'inflation pourrait reculer davantage à court terme, notamment sous l'effet de l'appréciation de l'euro et de la baisse des prix du pétrole.

**Un statu quo qui pourrait ne pas durer.** La BCE marque ainsi une pause dans son cycle de baisse des taux directeurs de très court terme. Le taux de dépôt est passé de 4 % à 2 % en un peu plus d'un an, traduisant la normalisation de la politique monétaire après le choc inflationniste de 2022-2023. Aujourd'hui, la BCE estime que le niveau actuel de ses taux est approprié pour atteindre son objectif d'inflation à moyen terme. Christine Lagarde adopte néanmoins une communication pragmatique, soulignant que les décisions futures seront prises à chaque comité, en fonction des données économiques disponibles. Plusieurs facteurs pourraient toutefois inciter la BCE à reprendre ses baisses de taux d'ici la fin de l'année.

**Facteur #1 : un contexte conjoncturel toujours modéré.** Le premier élément susceptible de modifier l'appréciation de la BCE est l'incertitude persistante sur la conjoncture, perceptible dans les indicateurs économiques. Si la croissance s'est montrée robuste au premier trimestre en zone euro, cela s'explique principalement par des anticipations de hausse des droits de douane américains, un effet qui devrait se dissiper par la suite. Par ailleurs, un accord sur le niveau des tarifs douaniers avec les États-Unis serait en cours de

négociation, avec un taux envisagé à 15 % – hors exceptions sectorielles – et sans mesures de repréaillies de la part de l'Europe. Si la confirmation d'un tel accord réduirait les incertitudes, il pèserait néanmoins sur les perspectives d'exportations vers les États-Unis. Enfin, bien que les plans de relance dans la défense et les infrastructures, notamment en Allemagne, devraient soutenir la croissance de la zone euro, leurs effets ne se feront sentir qu'à partir de 2026.

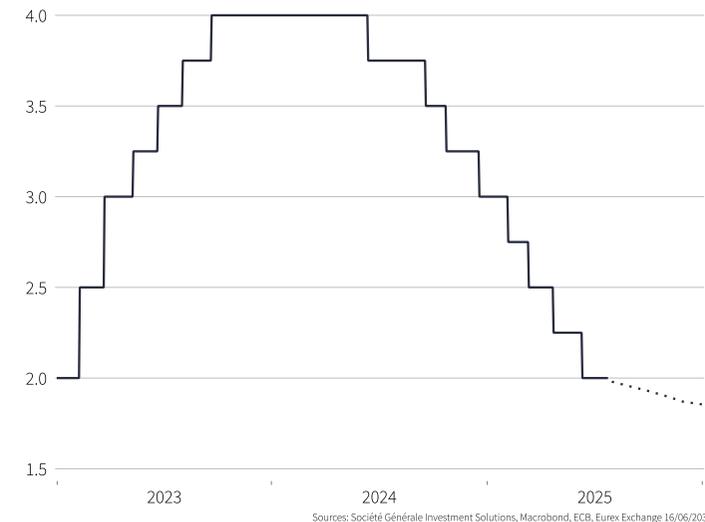
**Facteur #2 : Une inflation susceptible de passer sous la cible à court terme.** L'inflation s'est établie à 2 % en juin, en parfaite adéquation avec la cible de la BCE. Toutefois, les prochains mois pourraient voir l'inflation reculer nettement. Du côté des services, la normalisation devrait se poursuivre, portée par une détente progressive des salaires. Parallèlement, l'appréciation de l'euro et la baisse des prix du pétrole accentueraient les pressions baissières sur les prix des biens importés et de l'énergie.

**Facteur #3 : Une transmission incomplète de la baisse des taux au crédit bancaire.** Le crédit bancaire demeure l'un des principaux canaux de transmission de la politique monétaire en zone euro. Or, si l'activité de crédit s'est redressée depuis le début de l'année, elle reste nettement inférieure à son niveau d'avant la crise sanitaire. En effet, malgré la baisse marquée des taux de court terme par la BCE, les taux de crédit à plus long terme demeurent élevés, ce qui limite la transmission de la détente monétaire à l'économie réelle.

**Vers une reprise des baisses de taux d'ici la fin de l'année ?** Si Christine Lagarde a affiché une position ferme quant à l'adéquation de la politique monétaire actuelle, les facteurs évoqués – fragilité conjoncturelle, possible repli de l'inflation et transmission partielle de la baisse des taux – pourraient conduire la BCE à reprendre ses baisses de taux d'ici la fin de l'année. Nous continuons ainsi de tabler sur une reprise des baisses d'ici la fin d'année.

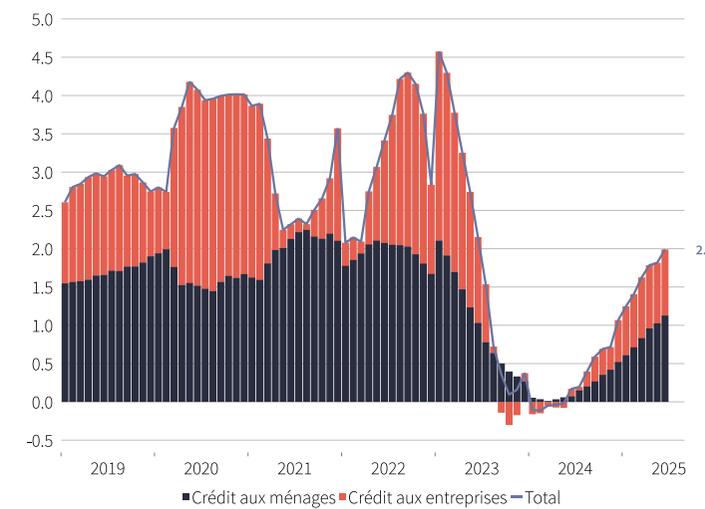
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les données proviennent de Bloomberg, Macrobond au 25/07/2025, date d'achèvement de cette publication. Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel.

## TAUX DE DÉPÔT BCE ET ANTICIPATIONS DES MARCHÉS



## ZONE EURO: CRÉDIT BANCAIRE AU SECTEUR PRIVÉ

En %, glissement annuel et contributions



# NOS COMMENTAIRES MACRO-ÉCONOMIQUES

## Les événements de la semaine passée

### États-Unis – Japon : Un compromis tarifaire à 15%

Le président Donald Trump a annoncé la conclusion d'un accord commercial avec le Japon. Celui-ci prévoit que les droits de douane sur la plupart des biens japonais importés aux États-Unis seront de 15%, alors qu'une taxation de 25% était envisagée.

Les automobiles japonaises bénéficieront également de ce taux réduit, un motif de satisfaction pour Tokyo qui a exporté pour 40Mds de dollars de voitures aux États-Unis en 2024. Pour rappel, depuis le 3 avril, les véhicules importés du monde entier sont soumis à une surtaxe de 25% à l'entrée du marché américain (avec des exceptions pour le Mexique et le Canada). En revanche, la taxe de 50% sur l'acier et l'aluminium est maintenue. Les surtaxes décidées par l'administration Trump ont fait passer le taux moyen effectif de droit de douane prélevés sur les biens japonais importés aux États-Unis de 1,56% en décembre 2024 à 14% en mai 2025.

### PMI flash en expansion aux États-Unis et dans la Zone Euro

Le PMI composite des États-Unis de S&P Global a nettement augmenté, passant de 52,9 en juin à 54,6 en juillet, selon la lecture 'flash' (basée sur environ 85 % des réponses habituelle). En Zone euro, le PMI flash composite de HCOB se situe à 51, soit également en zone d'expansion, fixée à 50. Dans le détail, l'indice PMI services des deux zones se situe en expansion avec 55,2 aux États-Unis et 51 en Zone Euro, tandis que le PMI manufacturier est en zone de contraction à 49,5 aux États-Unis et 49,8 en Zone euro.

### FED : maintien de la pause avec des baisses progressives à l'automne

Les marchés anticipent un maintien des taux actuelles lors de la prochaine réunion de politique monétaire de la FED le 30 juillet. Deux baisses successives sont cependant attendues en septembre et en décembre, chacune avec une probabilité de 60% dans un contexte de ralentissement de la consommation. Cette année, la Réserve fédérale a maintenu son taux d'intérêt directeur entre 4,25 % et 4,5%, alors que le taux de chômage s'est maintenu autour de 4% depuis le début de l'année.

## ÉVÉNEMENTS ET CHIFFRES CLÉS À VENIR

### Mardi

États-Unis	Balance commerciale (prel.) (juin)
États-Unis	Enquête offres d'emploi – JOLTs (juin)

### Mercredi

Zone Euro	Taux de croissance (flash) (T2)
Zone Euro	Sentiment économique entreprises (juillet)
États-Unis	Taux de croissance (prel.) (T2)
États-Unis	Décision de politique monétaire

### Jeudi

Japon	Décision de Politique monétaire
Zone Euro	Taux de chômage (juin)
États-Unis	Taux d'inflation – PCE (juin)
États-Unis	Dépenses personnelles (juin)
Chine	PMI manufacturier officiel (juillet)

### Vendredi

Zone Euro	Taux d'inflation flash (juillet)
États-Unis	Taux de chômage (juillet)
États-Unis	Nombre d'emplois créés (juillet)
États-Unis	ISM PMI manufacturier (juillet)

## LES ÉVÉNEMENTS DANS LES MOIS À VENIR

30 juillet : réunion de politique monétaire de la FED

7 août : réunion de politique monétaire BoE

1er août : Entrée effective des nouveaux droits de douane US

11 septembre : réunion politique monétaire de la BCE

17 septembre : réunion politique monétaire de la FED

# PERFORMANCES DES MARCHÉS

## Taux interbancaires

%	23/07/2025	25/06/2025	25/04/2025	01/01/2025	25/07/2024
<b>Etats-Unis SOFR</b>	4,350	4,31	4,35	4,53	5,35
<b>Zone euro €ster</b>	1,924	1,93	2,17	2,91	3,67
<b>Royaume-Uni SONIA</b>	4,217	4,22	4,46	4,70	5,20
<b>Suisse SARON</b>	-0,046	-0,04	0,20	0,45	1,21
<b>Japon TONAR</b>	0,478	0,48	0,48	0,23	0,08

## Taux souverains 10 ans

%	24/07/2025	25/06/2025	25/04/2025	01/01/2025	25/07/2024
<b>Etats-Unis Treasuries</b>	4,43	4,29	4,29	4,58	4,27
<b>France OAT</b>	3,36	3,26	3,19	3,18	3,07
<b>Allemagne Bund</b>	2,70	2,56	2,47	2,36	2,39
<b>Italie BTP</b>	3,53	3,48	3,59	3,52	3,77
<b>Espagne Bonos</b>	3,23	3,16	3,11	3,06	3,19
<b>Suisse</b>	0,44	0,37	0,42	0,32	0,53
<b>Royaume-Uni Gilts</b>	4,62	4,48	4,49	4,55	4,15
<b>Japon JGB</b>	1,59	1,44	1,32	1,08	1,04

## Crédit et dette émergente

%	24/07/2025	25/06/2025	25/04/2025	01/01/2025	25/07/2024
<b>Etats-Unis IG</b>	5,10	5,07	5,21	5,33	5,32
<b>Etats-Unis HY</b>	7,02	7,13	7,80	7,49	7,66
<b>Europe IG</b>	3,28	3,33	3,38	3,44	3,78
<b>Europe HY</b>	5,35	5,61	5,96	5,70	6,67
<b>Emergents devises</b>	5,94	6,05	6,30	6,40	6,76

## Indices actions

24/07/2025 vs	-1w	-1m	-3m	01/01/2025	-1y
<b>Monde</b>	1,16	4,427	14,08	10,00	14,84
<b>Etats-Unis</b>	0,98	4,620	15,73	8,57	15,66
<b>Zone euro</b>	0,46	2,866	8,24	15,92	15,61
<b>France</b>	-0,03	3,596	6,33	9,65	7,52
<b>Allemagne</b>	0,13	3,287	8,21	21,48	28,32
<b>Royaume-Uni</b>	1,66	4,763	9,66	13,72	14,91
<b>Japon</b>	5,02	7,074	13,72	8,28	7,88
<b>Emergents (USD)</b>	1,12	4,287	14,22	15,15	16,59
<b>Chine (USD)</b>	3,83	7,178	17,02	28,19	47,48
<b>Inde (USD)</b>	-0,27	-0,095	6,23	3,23	-0,72
<b>Amérique latine (USD)</b>	0,84	-0,397	4,69	26,98	7,79

## Taux de change

	24/07/2025	25/06/2025	25/04/2025	01/01/2025	25/07/2024
<b>EUR/USD</b>	1,18	1,16	1,14	1,04	1,09
<b>GBP/USD</b>	1,35	1,36	1,33	1,25	1,29
<b>EUR/CHF</b>	0,94	0,94	0,94	0,94	0,96
<b>USD/JPY</b>	146,88	145,66	143,98	157,00	153,72
<b>USD/CNY</b>	7,16	7,17	7,29	7,30	7,23

## Prix des matières premières

	24/07/2025	25/06/2025	25/04/2025	01/01/2025	25/07/2024
<b>Brent, USD/BL</b>	69	68	66	75	82
<b>Cuivre, USD/Tonne met.</b>	9861	9810	9364	8706	8917
<b>Or, USD/Ozt</b>	3368	3332	3317	2606	2364
<b>Argent, USD/Ozt</b>	39	36	33	29	28
<b>Palladium, USD/Ozt</b>	1244	1049	943	909	902
<b>Platinum, USD/Ozt</b>	1402	1308	970	913	935

Source : Bloomberg, au 25/07/2025-1S = variation sur 1 semaine, -3M = variation sur 3 mois, -12M = variation sur 12 mois, Début d'année = variation depuis le début de l'année. Actions ; rendement total en devise locale. Obligations souveraines = rendement à 10 ans. Les chiffres sont arrondis.

# 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.

# 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 récipiendaire 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.

## 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](http://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 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](http://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

