

États-Unis : le retour de l'incertitude commerciale

La décision de la Cour suprême américaine jugeant illégaux les droits de douane dits « réciproques » ravive les incertitudes entourant la politique commerciale des États-Unis. Pour autant, dans l'ensemble, la hausse des droits de douane semble avoir eu jusqu'à ce jour un impact macroéconomique plus limité qu'anticipé. Le taux effectif appliqué à l'ensemble des importations est resté inférieur aux annonces initiales, dans un contexte de multiplication des exemptions. Dans ce cadre, nous estimons que la croissance américaine devrait demeurer dynamique malgré cet environnement plus incertain.

Un arrêt judiciaire qui accroît les incertitudes commerciales.

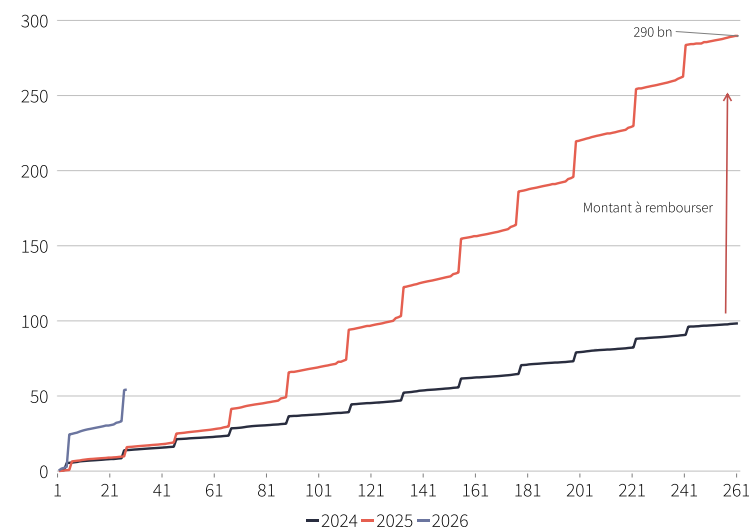
Le jugement de la Cour suprême sur l'illégalité des droits de douane dits « réciproques » fait apparaître deux sources d'incertitudes. La première concerne le remboursement potentiel des droits de douane déjà acquittés par les importateurs. Ces droits de douane constituaient en effet le principal instrument mobilisé par le gouvernement pour relever les barrières tarifaires après le *Liberation Day* de 2025. À ce titre, les États-Unis ont levé près de 200 milliards de dollars de droits de douane supplémentaires par rapport à 2024. La décision judiciaire ouvre désormais la possibilité pour les importateurs de demander le remboursement des droits acquittés, ce qui pourrait alourdir davantage le déficit public. La seconde source d'incertitude tient à la réponse de l'exécutif américain, qui a déjà annoncé la mise en place d'un droit de douane forfaitaire de 10 % sur les importations en provenance de la majorité des pays et couvrant la plupart des biens. Cette mesure soulève d'ores et déjà des interrogations quant à son fondement juridique, le gouvernement invoquant un risque de crise de balance des paiements pour la justifier. Par

ailleurs, l'instauration de cette taxe forfaitaire est susceptible de remettre en cause certains accords commerciaux existants. Le Royaume-Uni se retrouverait ainsi confronté à un taux de droit de douane supérieur à celui prévu par l'accord bilatéral signé avec les États-Unis, tandis que la Chine verrait, à l'inverse, son taux de droits de douane diminuer dans ce nouveau cadre.

Des droits de douane aux effets globalement modérés. Près d'un an après le *Liberation Day*, le durcissement de la politique commerciale a bien eu des effets sur l'activité et l'inflation, mais ceux-ci se sont révélés plus limités que ce qui était anticipé au pic des tensions. Si la croissance est restée robuste sur l'ensemble de l'année 2025, l'investissement privé hors IA a néanmoins enregistré une légère contraction. Les créations d'emplois ont également nettement ralenti, avec une légère baisse de l'emploi manufacturier sur l'année. L'inflation des biens durables s'est accélérée pour atteindre 2 %, contribuant à maintenir l'inflation globale proche de 3 % : un niveau supérieur à la cible de la banque centrale, mais nettement inférieur à celui observé lors des fortes tensions inflationnistes de 2022. Enfin, le déficit commercial ne s'est pas résorbé et s'est établi à 1 200 milliards de dollars en 2025. Ces effets moins négatifs que prévu s'expliquent principalement par un taux de droits de douane effectif moins disruptif qu'annoncé. Certes, ce taux est passé d'environ 2 % avant le *Liberation Day* à 9 % en décembre 2025, mais il demeure très inférieur au taux de 25 % annoncé en avril. Il reflète surtout l'existence d'exemptions importantes selon l'origine et la nature des biens importés. Ainsi, le Canada et le Mexique, principaux partenaires commerciaux des États-Unis, sont soumis à des taux de droits de douane inférieurs à 5 %. De même, Taïwan bénéficie de droits de douane faibles, les importations de semi-conducteurs étant peu taxées. Dans la mesure où la nouvelle taxe forfaitaire ne modifierait ni les taux appliqués aux principaux partenaires commerciaux ni ceux pesant sur les principaux biens importés, la croissance américaine devrait rester dynamique.

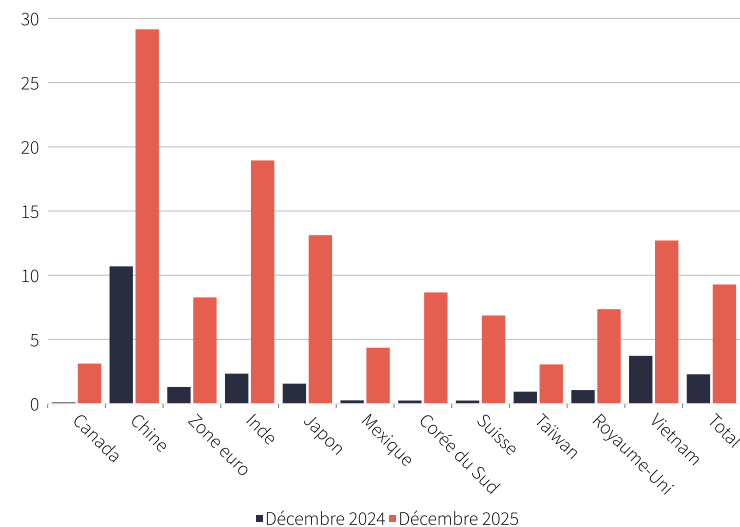
DROITS DE DOUANE PERCUS

Mds USD, somme cumulée sur l'année fiscale



TAUX DE DROITS DE DOUANE EFFECTIF

En %, droits de douane perçus sur total des importations



NOS COMMENTAIRES MACRO-ÉCONOMIQUES

Les événements de la semaine passée

MARCHÉS : UNE SOUS-PERFORMANCE INHABITUELLE DES ÉTATS-UNIS

L'année a bien démarré pour les marchés actions mondiaux, avec +9,5% pour l'indice MSCI Monde hors US depuis le début de l'année. Cependant, cette performance s'est réalisée de manière inhabituelle sans la contribution des États-Unis, avec le MSCI US qui progresse seulement de +0,4% depuis début janvier. L'Europe participe pleinement à cette dynamique, avec le STOXX500 qui surperforme le S&P500 d'environ 5,6% depuis janvier.

La faiblesse relative des marchés actions s'explique surtout par de fortes corrections dans certains secteurs, notamment la finance et la technologie. Deux inquiétudes dominent du côté des investisseurs. D'abord, le risque de surinvestissement, alors que les plans d'investissement des Mag-7, les sept géants technologiques américains atteignent un niveau record à 2% du PIB américain. Ensuite, la crainte d'une disruption économique liée à l'IA : les avancées rapides d'acteurs comme Anthropic, avec son nouveau modèle d'IA Claude, ravivent les interrogations sur la pérennité du modèle économique de plusieurs entreprises.

Néanmoins, malgré la correction récente, nous restons constructifs sur le marché américain au regard des fondamentaux à court terme : l'impact de l'IA sur la productivité globale reste à ce stade limité, et nombre des entreprises sanctionnées disposent de bilans robustes et de perspectives très positives.

ZONE EURO :

La semaine a été marquée par plusieurs publications. L'indice de sentiment économique a légèrement reculé en janvier, restant sous le consensus, avec des écarts persistants entre pays : l'Espagne et l'Italie demeurent au-dessus de leur moyenne historique, tandis que l'Allemagne et, de nouveau, la France restent en dessous.

Les données de crédit de janvier apportent toutefois une note plus positive. La croissance annuelle des prêts aux ménages reste stable à 3% dans la zone euro, et le crédit aux entreprises ne ralentit qu'à 2,8%. En France, la dynamique reste contrastée, avec 1,5% pour les ménages mais 3,6% pour les entreprises.

LES ÉVÉNEMENTS DANS LES MOIS À VENIR

15 mars : élections municipales en France

18 mars : réunion politique monétaire Fed

19 mars : réunion politique monétaire BCE

19 mars : réunion politique monétaire BoE

Mars : adoption du 15^{ème} plan quinquennal en Chine

Source : Macrobond, 27/02/2026. Les couleurs dans la colonne 'Actuel' correspondent à la différence par rapport aux prévisions

ÉVÉNEMENTS ET CHIFFRES CLÉS À VENIR



Lundi

Allemagne Ventes au détail JANVIER

États-Unis Indice ISM manufacturier FÉVRIER

Mardi

Japon Taux de chômage JANVIER

**Zone euro
Italie** Inflation FÉVRIER

Mercredi

Chine Indices PMI manufacturier et non manufacturier FÉVRIER

Japon Indice de confiance des consommateurs FÉVRIER

Zone euro Taux de chômage JANVIER

États-Unis
- Indice ISM services FÉVRIER
- Enquête emploi ADP FÉVRIER

Jeudi

**Zone euro
Italie** Ventes au détail JANVIER

États-Unis Balance commerciale JANVIER

Vendredi

États-Unis
- Taux de chômage FÉVRIER
- Création d'emploi non agricoles FÉVRIER

PERFORMANCES DES MARCHÉS

Taux interbancaires

%	25/02/2026	27/01/2026	27/11/2025	01/01/2024	27/02/2025
Etats-Unis SOFR	3,668	3,69	4,02	5,34	4,35
Zone euro €ster	1,933	1,93	1,93	3,88	2,67
Royaume-Uni SONIA	3,728	3,73	3,97	5,19	4,45
Suisse SARON	-0,063	-0,05	-0,04	1,70	0,45
Japon TONAR	0,729	0,74	0,48	-0,04	0,48

Taux souverains 10 ans

%	26/02/2026	27/01/2026	27/11/2025	01/01/2024	27/02/2025
Etats-Unis Treasuries	4,02	4,24	4,00	3,88	4,29
France OAT	3,26	3,43	3,41	2,55	3,10
Allemagne Bund	2,70	2,83	2,67	2,02	2,42
Italie BTP	3,31	3,46	3,40	3,70	3,49
Espagne Bonos	3,11	3,23	3,16	2,98	3,09
Suisse	0,26	0,32	0,19	0,66	0,45
Royaume-Uni Gilts	4,36	4,59	4,52	3,60	4,52
Japon JGB	2,13	2,22	1,81	0,62	1,38

Crédit et dette émergente

%	26/02/2026	27/01/2026	27/11/2025	01/01/2024	27/02/2025
Etats-Unis IG	4,75	4,85	4,74	5,06	5,12
Etats-Unis HY	6,65	6,53	6,64	7,59	7,14
Europe IG	3,29	3,35	3,32	3,72	3,32
Europe HY	5,26	5,12	5,29	6,80	5,41
Emergents devises	5,39	5,47	5,52	6,77	6,14

Indices actions

26/02/2026 vs	-1w	-1m	-3m	01/01/2024	-1y
Monde	0,60	1,34	6,07	50,5	22,9
Etats-Unis	0,03	-0,79	2,19	47,5	17,8
Zone euro	0,49	3,16	9,64	45,9	20,7
France	1,17	5,91	7,30	22,6	11,5
Allemagne	0,10	1,98	7,68	46,1	12,1
Royaume-Uni	1,39	6,15	12,22	48,8	29,0
Japon	1,98	9,01	15,46	72,4	46,4
Emergents (USD)	2,65	5,29	16,70	68,2	43,8
Chine (USD)	-1,11	-5,83	-2,53	55,0	14,3
Inde (USD)	0,40	3,77	-3,68	13,3	10,9
Amérique latine (USD)	-0,11	2,76	22,24	36,7	67,1

Taux de change

	26/02/2026	27/01/2026	27/11/2025	01/01/2024	27/02/2025
EUR/USD	1,18	1,20	1,16	1,11	1,04
GBP/USD	1,35	1,38	1,32	1,27	1,26
EUR/CHF	0,91	0,92	0,93	0,93	0,94
USD/JPY	156,09	153,21	156,34	141,03	149,90
USD/CNY	6,84	6,95	7,08	7,08	7,28

Prix des matières premières

	26/02/2026	27/01/2026	27/11/2025	01/01/2024	27/02/2025
Brent, USD/BL	71	67	63	77	73
Cuivre, USD/Tonne met.	13215	12980	10934	8476	9416
Or, USD/Ozt	5167	5064	4154	2078	2881
Argent, USD/Ozt	86	112	53	24	32
Palladium, USD/Ozt	1769	1980	1423	1136	922
Platinum, USD/Ozt	2255	2650	1604	1000	957

Source : Bloomberg, au 27/02/2026-1S = 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 Private Banking 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.

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.

© 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

