

## En 2026, ce sont les Etats, plus que la banque centrale, qui dessineront les taux

**2025, une année paradoxale sur les taux d'intérêt.** La Banque Centrale Européenne (BCE) a poursuivi la normalisation de sa politique monétaire dans un contexte de confirmation de la désinflation. Son taux directeur est passé de 4 % mi-2024 à 2 % depuis quelques mois. Pourtant, paradoxalement, cette baisse de 200 points de base des taux courts ne s'est pas répercutee sur les taux longs. Ces derniers sont restés élevés : autour de 2,7 % pour l'Allemagne et 3,4 % pour la France, bien au-dessus des niveaux d'avant-Covid. Pourquoi cette résistance ? Plusieurs facteurs : une croissance nominale plus soutenue, une offre obligataire en hausse liée à l'augmentation des dettes publiques, et une demande moins dynamique avec le retrait progressif des banques centrales (*Quantitative Tightening*). À cela s'ajoute un contexte international où les taux restent globalement élevés, limitant la marge de baisse en zone euro.

**2026, les plans budgétaires maintiendront les tensions sur les taux longs.** La nouvelle année sera marquée par la montée en puissance des plans de soutiens budgétaires. Aux Etats-Unis, les allégements fiscaux promis par Donald Trump devraient rentrer en vigueur. Au Japon, la nouvelle Première ministre Sanae Takaichi a annoncé un plan de soutien massif. En Europe, le « bazooka budgétaire » du nouveau chancelier Allemand devrait également se déployer. Ces plans de soutien massifs vont accroître les besoins de financement public et donc l'offre d'obligations souveraines, alimentant la pression sur les taux. En parallèle, la BCE poursuivra la réduction de son bilan. S'y ajoute le risque de nouvelles tensions sur les taux longs français, dans un contexte d'instabilité politique persistante

et de surveillance accrue des règles budgétaires européennes.

En parallèle, et sauf choc majeur, la BCE devrait conserver son taux directeur autour de 2 %, estimant sa politique « bien positionnée » dans un environnement d'inflation stabilisée et de croissance plus résiliente, portée par les soutiens budgétaires. La courbe des taux pourrait donc se « pentifier » davantage : taux courts figés par la BCE, taux longs sous pression.

**Conseil pour l'épargnant : être actif dans ses décisions d'investissement.** Dans ce contexte, rester passif n'est plus une option. En effet, les produits à taux court ou à duration courte (livrets, fonds monétaires, obligations courtes) offrent une rémunération sécurisée mais peu attractive. Sur le marché obligataire, la prudence s'impose : les tensions probables sur les taux longs s'accompagneraient mécaniquement de baisses des valorisations. Des solutions de portage permettent toutefois de profiter du niveau élevé des taux en limitant le risque de volatilité.

Les taux longs élevés favorisent aussi les produits structurés, avec des coupons plus généreux et des garanties en capital plus faciles à mettre en place. Enfin, les marchés actions devraient bénéficier des soutiens budgétaires et d'une croissance plus robuste, notamment dans les secteurs liés à l'infrastructure, à l'énergie et à la défense, même si la volatilité restera de mise.

En conclusion, ce contexte de pentification des taux doit encourager l'épargnant, encore plus que d'habitude, à prendre la main sur ses choix.

### TAUX D'INTÉRÊT

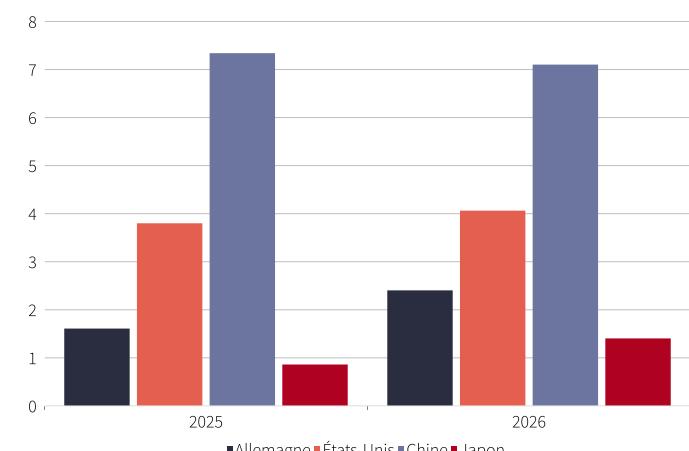
En %



Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, U.S. Treasury, ECB 04/12/2025

### PRÉVISIONS DE DÉFICIT BUDGÉTAIRE PRIMAIRE

En % du PIB



Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, IMF 2020

# NOS COMMENTAIRES MACRO-ÉCONOMIQUES

## Les événements de la semaine passée

### ETATS-UNIS

Les données économiques publiées cette semaine aux Etats-Unis témoignent d'une croissance toujours résiliente, mais d'un marché du travail en perte de vitesse.

L'indice ISM manufacturier a reculé à 48,2 en novembre, tandis que l'ISM services est resté en zone d'expansion à 52,6. Les deux indices montrent toutefois un ralentissement des nouvelles commandes et une contraction de l'emploi. L'enquête ADP renforce ce constat : le secteur privé a perdu 32 000 emplois en novembre, après une création de 47 000 en octobre, la baisse étant concentrée dans les petites entreprises et les secteurs cycliques. Au total, d'après cet indicateur, le marché de l'emploi serait à l'arrêt depuis septembre. À contre-courant, les offres d'emploi sur *Indeed* progressent, offrant un indicateur alternatif en l'absence de données complètes liées au shutdown. Le rapport officiel sur l'emploi de novembre, dont la publication a été reportée au 16 décembre, apportera une meilleure visibilité sur la situation du marché du travail. En attendant, la Fed devrait procéder à une dernière baisse des taux lors de sa réunion du mercredi 10 décembre, ramenant la fourchette à 3,5-3,75 %.

### CHINE

Les indicateurs PMI officiels de novembre confirment une activité au ralenti en Chine, avec un indice manufacturier à 49,2, en légère amélioration par rapport à octobre. L'indice des services est quant à lui tombé à 49,5, passant sous le seuil de 50 pour la première fois depuis fin 2022. La demande domestique reste faible, affectant le secteur des services, tandis que l'industrie fait face à une hausse des prix des intrants et une baisse des prix des biens finaux. Ces données soulignent la dépendance de l'économie chinoise à son commerce extérieur et la nécessité de soutenir le marché intérieur pour atteindre les objectifs de croissance.

### LES ÉVÉNEMENTS DANS LES MOIS À VENIR

10 décembre : réunion politique monétaire Fed

18 décembre : réunion politique monétaire BCE

18 décembre : réunion politique monétaire BoE

19 décembre : réunion politique monétaire BoJ

### ZONE EURO

En novembre, l'inflation dans la zone euro a atteint 2,2 %, légèrement au-dessus des attentes et en hausse par rapport au mois d'octobre. L'inflation sous-jacente, qui exclut les éléments volatils tels que l'énergie et l'alimentation, est restée stable à 2,4 %. L'inflation globale demeure donc proche de la cible, soutenue principalement par les secteurs des services et de l'énergie.

Christine Lagarde a souligné que les risques liés à l'inflation demeurent équilibrés, mais marqués par une forte incertitude, notamment en raison de la baisse attendue des salaires dans plusieurs pays européens et des effets des droits de douane. Lors de sa prochaine réunion le 18 décembre, la BCE devrait maintenir ses taux inchangés, estimant que sa politique monétaire reste adaptée, soutenue par une activité économique solide et une inflation proche de l'objectif.

### ÉVÉNEMENTS ET CHIFFRES CLÉS À VENIR



#### Lundi

**Chine** Balance commerciale NOVEMBRE

#### Mardi

**Allemagne** Balance commerciale OCTOBRE

**États-Unis** Offres d'emploi JOLTS SEPTEMBRE/ OCTOBRE

#### Mercredi

**États-Unis** Décision politique monétaire Fed

**Chine** Inflation NOVEMBRE

**Italie** Production industrielle OCTOBRE

**Espagne** Indice de confiance des consommateurs NOVEMBRE

#### Jeudi

**États-Unis** Demandes d'allocation chômage DECEMBRE

#### Vendredi

**Japon** Production industrielle OCTOBRE

**Royaume-Uni** - Balance commerciale OCTOBRE  
- Production industrielle OCTOBRE

Source : Macrobond, 05/12/2025. Les couleurs dans la colonne 'Actuel' correspondent à la différence par rapport aux prévisions

# PERFORMANCES DES MARCHÉS

## Taux interbancaires

%	02/12/2025	05/11/2025	05/09/2025	01/01/2024	05/12/2024
<b>Etats-Unis SOFR</b>	4,000	4,20	4,36	5,34	4,62
<b>Zone euro €ster</b>	1,929	1,93	1,92	3,88	3,17
<b>Royaume-Uni SONIA</b>	3,971	3,97	3,97	5,19	4,70
<b>Suisse SARON</b>	-0,038	-0,05	-0,04	1,70	0,95
<b>Japon TONAR</b>	0,477	0,48	0,48	-0,04	0,23

## Taux souverains 10 ans

%	03/12/2025	05/11/2025	05/09/2025	01/01/2024	05/12/2024
<b>Etats-Unis Treasuries</b>	4,06	4,17	4,10	3,88	4,17
<b>France OAT</b>	3,49	3,45	3,45	2,55	2,89
<b>Allemagne Bund</b>	2,75	2,67	2,66	2,02	2,11
<b>Italie BTP</b>	3,49	3,42	3,53	3,70	3,20
<b>Espagne Bonos</b>	3,22	3,18	3,25	2,98	2,76
<b>Suisse</b>	0,18	0,14	0,29	0,66	0,22
<b>Royaume-Uni Gilts</b>	4,50	4,53	4,66	3,60	4,24
<b>Japon JGB</b>	1,84	1,67	1,59	0,62	1,06

## Crédit et dette émergente

%	04/12/2025	05/11/2025	05/09/2025	01/01/2024	05/12/2024
<b>Etats-Unis IG</b>	4,81	4,89	4,78	5,06	5,02
<b>Etats-Unis HY</b>	6,59	6,88	6,66	7,59	7,08
<b>Europe IG</b>	3,34	3,28	3,30	3,72	3,31
<b>Europe HY</b>	5,24	5,29	5,35	6,80	5,66
<b>Emergents devises</b>	5,52	5,57	5,70	6,77	6,15

## Indices actions

04/12/2025 vs	-1w	-1m	-3m	01/01/2024	-1y
<b>Monde</b>	0,35	1,238	6,312	43,0	16,43
<b>Etats-Unis</b>	0,26	1,131	5,809	45,5	13,69
<b>Zone euro</b>	0,66	1,081	6,760	34,4	22,99
<b>France</b>	-0,06	0,591	5,539	14,5	15,43
<b>Allemagne</b>	0,38	-0,021	0,602	36,8	17,04
<b>Royaume-Uni</b>	-0,10	-0,112	5,830	32,8	19,13
<b>Japon</b>	0,60	3,909	10,958	50,6	26,79
<b>Emergents (USD)</b>	0,66	0,109	8,624	45,0	26,91
<b>Chine (USD)</b>	0,47	-1,504	1,004	59,6	35,48
<b>Inde (USD)</b>	-1,31	-1,228	1,815	15,9	-2,68
<b>Amérique latine (USD)</b>	2,84	6,989	14,352	16,1	48,58

## Taux de change

	04/12/2025	05/11/2025	05/09/2025	01/01/2024	05/12/2024
<b>EUR/USD</b>	1,17	1,15	1,17	1,11	1,06
<b>GBP/USD</b>	1,34	1,30	1,35	1,27	1,28
<b>EUR/CHF</b>	0,93	0,93	0,94	0,93	0,93
<b>USD/JPY</b>	154,69	154,28	147,04	141,03	150,21
<b>USD/CNY</b>	7,06	7,13	7,13	7,08	7,26

## Prix des matières premières

	04/12/2025	05/11/2025	05/09/2025	01/01/2024	05/12/2024
<b>Brent, USD/BL</b>	63	63	66	77	72
<b>Cuivre, USD/Tonne met.</b>	11 472	10 603	9 881	8 476	8 967
<b>Or, USD/Ozt</b>	4 209	3 979	3 587	2 063	2 632
<b>Argent, USD/Ozt</b>	58	48	41	24	31
<b>Palladium, USD/Ozt</b>	1 446	1 417	1 130	1 136	975
<b>Platinum, USD/Ozt</b>	1 636	1 556	1 392	1 000	942

Source : Bloomberg, au 05/12/2025-1S = 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 pas 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, Sonnenmannstraße 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

