

Taux américains : l'arithmétique de la croissance nominale

Le rendement du 10 ans américain a dépassé 5,3 %, son plus haut niveau depuis 2002. Ce niveau peut sembler particulièrement élevé après plus d'une décennie de taux très faibles. Il doit toutefois être mis en regard de la vigueur de l'économie américaine : au deuxième trimestre, la croissance nominale a atteint 8,5 % en rythme annualisé. Pris isolément, ce chiffre pourrait justifier des taux encore plus élevés. Mais un trimestre ne suffit pas à définir une tendance. La véritable question est de savoir si les États-Unis sont entrés dans un régime durable de croissance nominale plus forte.

Sur longue période, une relation classique veut que les taux d'intérêt évoluent dans le voisinage de la croissance nominale, c'est-à-dire de la croissance réelle augmentée de l'inflation. Cette relation compare, de manière simplifiée, le coût du financement « sans risque » à la croissance du revenu généré par l'économie. Or, la troisième estimation du PIB du deuxième trimestre fait ressortir une progression de 8,5 % en dollars courants, en rythme annualisé. Elle se décompose en une croissance réelle de 2,2 %, révisée à la hausse par rapport à l'estimation précédente de 1,5 %, et une hausse du déflateur du PIB proche de 6 %. Face à un taux à 10 ans de 5,3 %, l'écart dépasse ainsi trois points en faveur de la croissance nominale. Si ce rythme devait se maintenir, emprunter à ce niveau resterait relativement avantageux et des taux longs plus élevés ne seraient pas nécessairement incompatibles avec la dynamique de l'économie.

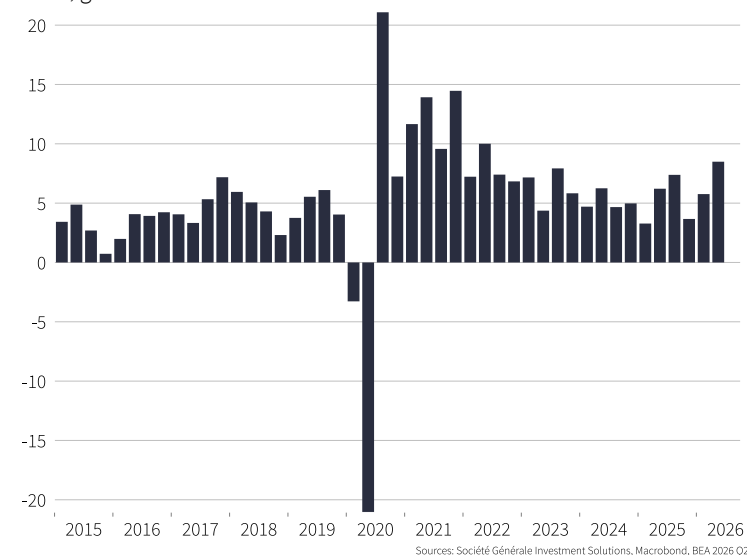
Cette comparaison doit néanmoins être maniée avec prudence. Le taux à 10 ans ne reflète pas la croissance du trimestre écoulé, mais les anticipations de croissance, d'inflation et de politique monétaire pour les années à venir. Or, la croissance nominale est volatile : elle n'était « que » de 5,1 % au premier trimestre. Sa composition est également déterminante. Plus des

deux tiers de la progression enregistrée au deuxième trimestre proviennent des prix, dans un contexte de choc énergétique, tandis que l'inflation sous-jacente reste plus modérée, avec un indice PCE hors alimentation et énergie en hausse de 3,3 % en rythme annualisé. Une croissance nominale principalement soutenue par l'énergie est par nature fragile : elle érode le pouvoir d'achat et peut rapidement refluer avec les cours du pétrole. C'est donc moins le chiffre de 8,5 % que la croissance nominale tendancielle qui importe pour apprécier le niveau d'équilibre des taux longs.

Reste que le régime nominal de l'économie américaine pourrait avoir durablement changé. Dans les années 2010, une croissance réelle modérée, une inflation souvent inférieure à la cible de la Réserve fédérale et des politiques monétaires très accommodantes avaient installé les investisseurs dans un environnement de taux exceptionnellement bas. Le contexte actuel est différent. L'inflation reste plus élevée, l'activité résiste, les déficits publics soutiennent la demande et les investissements liés aux nouvelles technologies pourraient entretenir une croissance réelle plus robuste. Si la croissance nominale devait désormais se stabiliser autour de 5 % à 6 %, plutôt qu'aux niveaux très faibles de la décennie précédente, un taux à 10 ans proche de 5 % paraîtrait moins exceptionnel. Ce nouveau régime ne serait toutefois pas neutre pour les marchés : il pèserait durablement sur le crédit immobilier, renchérirait progressivement le refinancement des acteurs endettés et imposerait des taux d'actualisation plus élevés aux actifs de long terme. Pour l'investisseur, l'enjeu n'est donc plus seulement d'anticiper la prochaine décision de la Fed, mais de déterminer si le retour des taux longs au-dessus de 5 % constitue une tension temporaire ou le nouvel équilibre d'une économie américaine plus dynamique en valeur.

ÉTATS-UNIS : CROISSANCE NOMINALE

En %, glissement trimestriel annualisé



ÉTATS-UNIS : TAUX D'INTÉRÊT



SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
Private Banking

NOS COMMENTAIRES MACRO-ÉCONOMIQUES

Les événements de la semaine passée

ZONE EURO : LA CRISE ÉNERGÉTIQUE ACCÉLÈRE L'INFLATION

L'inflation a affiché une nette accélération au mois de septembre, reflétant principalement la hausse des prix de l'énergie. En effet, l'inflation totale s'est élevée à 3,8% sur un an, au-dessus des attentes, et niveau le plus élevé depuis 2023. Si à ce stade, Eurostat n'a pas publié le détail des sous-composantes, l'agence mentionne dans le communiqué une contribution importante des prix des carburants. L'inflation sous-jacente affiche aussi une légère accélération, à 2,5% sur un an. Par pays, si l'inflation française a nettement accéléré à 3% au mois de septembre, elle demeure la moins élevée de la zone monétaire. Si ces données ne remettent pas en cause le cycle haussier des taux d'intérêt de la BCE, la hausse modérée de l'inflation sous-jacente devrait permettre à l'autorité monétaire de prendre une pause lors du comité de politique monétaire d'octobre.

FRANCE : DES TENSIONS QUI S'INTENSIFIENT SUR LES TAUX SOUVERAINS

Les taux souverains ainsi que les primes de risque des rendements souverains français ont continué à se tendre dans le cadre de la remontée globale des taux d'intérêts mais aussi dans le cadre de projet de loi de finances et du cycle électoral français. En effet, le taux de l'OAT à 10 ans fini la semaine sur un niveau de 4,9%, son niveau le plus élevé depuis 2018. Parallèlement, la prime de risque a continué à s'écarter, à 149pb par rapport à l'emprunt allemand, et elle est désormais la plus élevée de la zone monétaire. Ces tensions reflètent essentiellement les craintes des investisseurs sur la trajectoire de la dette française. Le gouvernement a relevé sa prévision de déficit budgétaire à 5,4% en 2026 et maintien un objectif de 5% en 2027, ce qui se traduit par une poursuite de la hausse du ratio d'endettement public. Malgré ses craintes, les différentes émissions faites par le Trésor ce sont faites sans heurts, toutes les émissions ayant été suscrites.

Source : Macrobond, 02/10/2026. Les couleurs dans la colonne 'Actuel' correspondent à la différence par rapport aux prévisions

PERFORMANCES DES MARCHÉS

Taux interbancaires

%	30/09/2026	02/09/2026	02/07/2026	01/01/2026	02/10/2025
Etats-Unis SOFR	3,747	3,65	3,63	3,79	4,30
Zone euro €ster	2,437	2,19	2,18	1,92	1,92
Royaume-Uni SONIA	3,733	3,73	3,73	3,73	3,97
Suisse SARON	-0,068	-0,04	-0,04	-0,08	-0,04
Japon TONAR	1,226	0,98	0,98	0,73	0,48

Taux souverains 10 ans

%	01/10/2026	02/09/2026	02/07/2026	01/01/2026	02/10/2025
Etats-Unis Treasuries	5,24	4,79	4,49	4,18	4,10
France OAT	4,92	4,26	3,65	3,56	3,52
Allemagne Bund	3,56	3,38	2,94	2,85	2,70
Italie BTP	4,72	4,21	3,68	3,55	3,55
Espagne Bonos	4,16	3,83	3,34	3,28	3,24
Suisse	0,64	0,50	0,36	0,33	0,25
Royaume-Uni Gilts	5,42	5,24	4,85	4,54	4,78
Japon JGB	3,06	2,96	2,70	2,06	1,66

Crédit et dette émergente

%	01/10/2026	02/09/2026	02/07/2026	01/01/2026	02/10/2025
Etats-Unis IG	6,01	5,55	5,22	4,81	4,75
Etats-Unis HY	8,35	7,35	7,13	6,53	6,65
Europe IG	4,40	4,12	3,64	3,40	3,30
Europe HY	6,87	6,08	5,72	5,28	5,20
Emergents devises	6,67	6,01	5,78	5,46	5,70

Indices actions

01/10/2026 vs	-1w	-1m	-3m	01/01/2026	-1y
Monde	-1,00	-0,405	1,115	13,898	18,07
Etats-Unis	-0,98	-0,207	1,954	13,023	15,76
Zone euro	-2,06	-2,574	-3,032	9,516	15,11
France	-2,90	-5,059	-7,013	-0,186	3,04
Allemagne	-1,78	-3,446	-2,227	2,216	4,81
Royaume-Uni	-2,34	-2,977	-0,944	7,708	14,82
Japon	1,12	2,395	3,029	24,131	35,42
Emergents (USD)	-0,82	1,089	-0,375	22,783	29,27
Chine (USD)	-0,14	-2,997	3,135	-11,931	-18,69
Inde (USD)	-3,69	-7,051	-6,343	-13,173	-9,95
Amérique latine (USD)	-0,88	-4,424	2,464	13,013	21,40

Taux de change

	01/10/2026	02/09/2026	02/07/2026	01/01/2026	02/10/2025
EUR/USD	1,13	1,16	1,14	1,17	1,17
GBP/USD	1,32	1,35	1,34	1,34	1,35
EUR/CHF	0,94	0,94	0,92	0,93	0,93
USD/JPY	157,78	158,74	160,97	156,88	147,40
USD/CNY	6,70	6,72	6,79	7,00	7,12

Prix des matières premières

	01/10/2026	02/09/2026	02/07/2026	01/01/2026	02/10/2025
Brent, USD/BL	108	94	72	61	64
Cuivre, USD/Tonne met.	14 335	14 355	13 202	12 504	10 455
Or, USD/Ozt	4 177	4 388	4 124	4 325	3 856
Argent, USD/Ozt	61	65	61	71	47
Palladium, USD/Ozt	1 199	1 350	1 266	1 608	1 266
Platinum, USD/Ozt	1 725	1 777	1 629	2 054	1 594

Source : Bloomberg, au 02/10/2026-1S = 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.



SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
Private Banking

WEEKLY UPDATE ■ 25 septembre 2026

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

