

## Donald Trump remet la pression sur sa politique commerciale

Après une certaine détente ces trois derniers mois, le gouvernement américain a de nouveau affirmé son intention de durcir sa politique commerciale. Donald Trump a ainsi menacé plusieurs pays d'augmentations significatives des droits de douane, à des niveaux proches de ceux annoncés le 2 avril («Libération Day»). Un ultimatum a été fixé au 1er août pour parvenir à des accords commerciaux. Pour l'instant, ces annonces n'ont pas eu d'impact notable sur les marchés. D'une part, la perspective d'un accord reste le scénario le plus probable. D'autre part, les marchés ont adopté un certain attentisme : les hausses de droits de douane déjà en vigueur n'ont jusqu'à présent eu qu'un effet modéré sur l'inflation et sur les prévisions de bénéfices. Ces récentes annonces ne modifient pas notre scénario d'une hausse absorbable des droits de douane, qui serait suivie d'une remontée de l'inflation et d'une confirmation du ralentissement de l'activité.

**Le retour des tensions commerciales.** À la suite de l'adoption du projet de loi budgétaire aux États-Unis, l'attention se tourne à nouveau vers la politique commerciale du gouvernement. En effet, Donald Trump a annoncé le 7 juillet i) de nouveau une hausse très significative des droits de douane pour une série de pays à compter du 1<sup>er</sup> août, dont le Japon et la Corée à 25% soit leur niveau du 2 avril, ii) une hausse à 50% sur le taux de droits de douane sur le cuivre et iii) un ultimatum au 1er août pour parvenir à un accord commercial avec les autres grandes économies, sous peine de rétablir les droits de douane du 2 avril. Le président américain a également menacé d'augmenter les droits sur les produits pharmaceutiques à 200%, si les entreprises du secteur ne délocalisaient pas une partie plus importante de leur production aux États-Unis.

**Des marchés financiers peu réactifs.** Contrairement aux fortes corrections qui avaient suivi les annonces du 2 avril, les récentes déclarations n'ont pas eu d'effet majeur sur les marchés. En effet, le

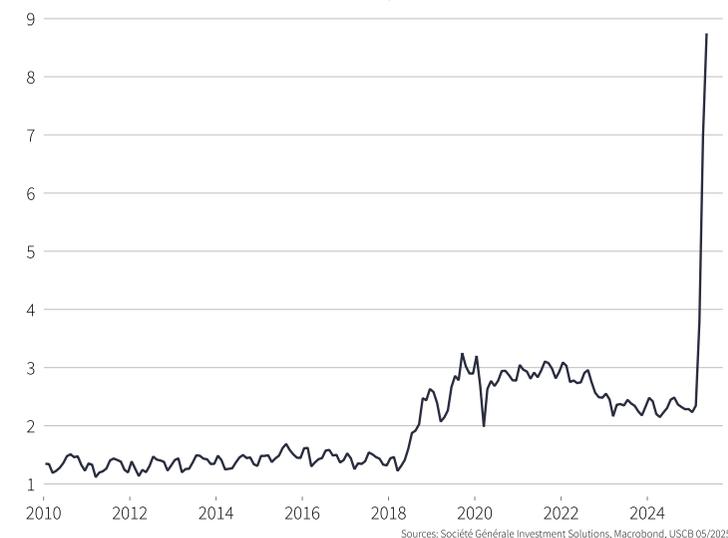
S&P 500 est stable sur la semaine et enregistre une hausse de 7 % sur l'année. Les taux souverains ont également peu varié, le taux des Treasuries à 10 ans oscillant autour de 4,3%. Ces mouvements témoignent des attentes élevées des marchés quant à la conclusion d'un accord commercial entre les États-Unis et les principales économies, y compris l'Union Européenne, d'ici le 1er août, ce qui pourrait maintenir le taux moyen effectif à 13 %. La bonne tenue des marchés reflète également un certain attentisme des investisseurs du fait de l'impact modéré à ce stade des hausses déjà effectives de droits de douane sur l'inflation (2,4 % en mai) et sur les anticipations haussières de revenus pour les grandes entreprises, en particulier dans le secteur technologique.

**Un scénario de hausse absorbable des tarifs.** Nous maintenons notre scénario d'une hausse des tarifs douaniers qui reste absorbable, entraînant un ralentissement de la croissance américaine. Les récentes annonces semblent constituer une nouvelle phase dans les négociations, sans nous amener à revoir notre prévision d'un taux effectif des droits de douane autour de 13%. En effet, en premier lieu, l'un des objectifs de l'augmentation des droits de douane est d'accroître les revenus de l'État fédéral pour compenser une partie de la perte de recettes due à la réduction de la fiscalité sur les entreprises, dans le cadre du budget approuvé. Avec un taux effectif de 13 % sur l'ensemble des importations, les entreprises devraient continuer à importer, permettant ainsi à l'État de percevoir ses droits. Au-delà de ce seuil, il est probable que les importations se contractent de manière plus significative, limitant ainsi les gains potentiels de revenus pour le Trésor américain. Par ailleurs, les hausses des droits de douane déjà implémentés devraient se traduire par un ralentissement de l'activité, déjà visible sur la consommation des ménages, d'un rythme de 3% fin 2024 à un rythme entre 1,5%-2% en 2025 et une hausse de l'inflation vers 3% au cours des prochains mois. Un retour vers un taux de droit de douane effectif à 25% conduirait l'économie proche de la récession avec une plus forte hausse de l'inflation.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les données proviennent de Bloomberg, Macrobond au 11/07/2025, 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.

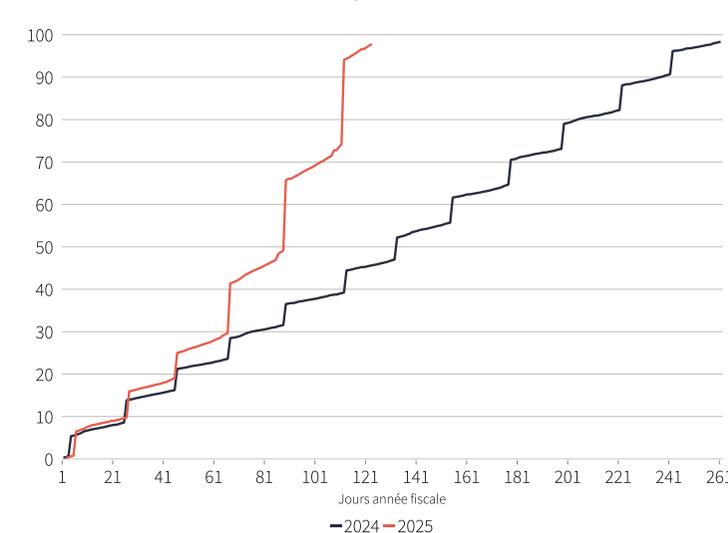
## ÉTATS-UNIS: TAUX EFFECTIF DES DROITS DE DOUANE

Droits de douane collectés en % des importations de biens



## ÉTATS-UNIS: RECETTES DES DROITS DE DOUANE

Somme cumulée sur l'année fiscale, milliards USD



# NOS COMMENTAIRES MACRO-ÉCONOMIQUES

## Les événements de la semaine passée

### Solde commercial France et Allemagne

Le solde commercial est resté relativement stable au mois de mai, avec un déficit de 7,6 milliards euro (80 milliards sur un an). Tant les exportations et les importations ont enregistré leur deuxième mois de contraction consécutif, avec -0,4% et 0,2% respectivement sur le mois. Par type de biens, le déficit français continue refléter un déficit du solde commercial de biens manufacturés (6,4 milliards d'euro au mois de mai et 64 milliards sur 12 mois), avec spécialement une dégradation du solde commercial des biens d'investissement.

En Allemagne, le solde commercial s'est élargi au mois de mai, avec un surplus de 18 milliards d'euro contre 15 milliards pour le mois d'avril. Cependant, cette amélioration du solde commercial reflète essentiellement la contraction des importations (-3,8% sur un mois pour les importations totales et -2,4% pour les importations hors énergie). La dynamique des exportations reste faible (-1,4% sur un mois) avec une baisse généralisée des exportations de biens manufacturés post frontloading des exportations.

### Production industrielle européenne

Les données de production industrielle du mois de mai continuent de montrer des situations contrastées entre la France et l'Allemagne. En effet, la production industrielle française s'est contractée de 0,5% sur le mois, enregistrant ainsi un deuxième mois consécutif de recul. Parmi les catégories, la production industrielle des biens durables, dont l'automobile, enregistre une baisse de 1% sur le mois et la production de biens non durables, dont la pharmaceutique, enregistre un recul de 1,6% sur le mois. La production industrielle se trouve ainsi en recul sur l'année.

En Allemagne, la production industrielle continue de montrer de signes de reprise, avec une croissance de 1,2% sur le mois, au-dessus des attentes du consensus. La progression du mois de mai reflète essentiellement la croissance de la production de biens d'investissement (+4,1% sur le mois de mai). La production industrielle allemande est ainsi en hausse sur les 5 premiers mois de 2025, inversant sa tendance des dernières années.

### LES ÉVÉNEMENTS DANS LES MOIS À VENIR

15 juillet : Annonces des orientations budgétaires du gouvernement français

25 juillet : réunion de politique monétaire de la BCE

30 juillet : réunion de politique monétaire de la FED

7 août : réunion de politique monétaire BoE

1 août : Entrée effective des nouveaux droits de douane US

### ÉVÉNEMENTS ET CHIFFRES CLÉS À VENIR

#### Lundi

Chine Balance commerciale (juin)

#### Mardi

Chine Chiffre de croissance (T2)  
Chine Production industrielle (juin)  
Chine Ventes au détail (juin)  
Allemagne Sentiment secteur financier - ZEW (juillet)  
Canada Taux d'inflation (juin)  
États-Unis Taux d'inflation (juin)

#### Mercredi

Royaume-Uni Taux d'inflation (juin)  
États-Unis Prix à la production - PPI (juin)

#### Jeudi

Japon Balance commerciale (juin)  
Royaume-Uni Taux de chômage (mai)  
États-Unis Ventes au détail (juin)

#### Vendredi

Japon Taux d'inflation (juin)  
États-Unis Confiance des ménages - Michigan (Juillet)

# PERFORMANCES DES MARCHÉS

## Taux interbancaires

%	09/07/2025	11/06/2025	11/04/2025	01/01/2025	11/07/2024
<b>Etats-Unis SOFR</b>	4,338	4,30	4,34	4,53	5,34
<b>Zone euro €ster</b>	1,919	1,92	2,42	2,91	3,66
<b>Royaume-Uni SONIA</b>	4,217	4,21	4,46	4,70	5,20
<b>Suisse SARON</b>	-0,043	0,20	0,21	0,45	1,21
<b>Japon TONAR</b>	0,477	0,48	0,48	0,23	0,08

## Taux souverains 10 ans

%	10/07/2025	11/06/2025	11/04/2025	01/01/2025	11/07/2024
<b>Etats-Unis Treasuries</b>	4,35	4,41	4,48	4,58	4,20
<b>France OAT</b>	3,39	3,20	3,34	3,18	3,08
<b>Allemagne Bund</b>	2,71	2,53	2,53	2,36	2,45
<b>Italie BTP</b>	3,55	3,43	3,80	3,52	3,77
<b>Espagne Bonos</b>	3,25	3,10	3,29	3,06	3,18
<b>Suisse</b>	0,44	0,29	0,41	0,32	0,63
<b>Royaume-Uni Gilts</b>	4,59	4,55	4,74	4,55	4,10
<b>Japon JGB</b>	1,50	1,47	1,37	1,08	1,06

## Crédit et dette émergente

%	10/07/2025	11/06/2025	11/04/2025	01/01/2025	11/07/2024
<b>Etats-Unis IG</b>	5,08	5,19	5,55	5,33	5,26
<b>Etats-Unis HY</b>	7,06	7,36	8,58	7,49	7,73
<b>Europe IG</b>	3,29	3,33	3,59	3,44	3,85
<b>Europe HY</b>	5,39	5,46	6,59	5,70	6,61
<b>Emergents devises</b>	5,96	6,13	6,71	6,40	6,71

## Indices actions

10/07/2025 vs	-1w	-1m	-3m	01/01/2025	-1y
<b>Monde</b>	0,36	3,294	17,2	8,34	13,351
<b>Etats-Unis</b>	0,04	4,460	18,2	7,23	14,712
<b>Zone euro</b>	2,41	1,271	17,5	16,64	17,127
<b>France</b>	2,61	1,965	14,3	10,67	9,943
<b>Allemagne</b>	2,87	1,746	19,1	22,44	31,457
<b>Royaume-Uni</b>	1,63	1,270	14,0	11,66	13,586
<b>Japon</b>	-0,58	1,018	14,4	2,30	-0,363
<b>Emergents (USD)</b>	0,63	1,982	15,9	11,79	11,240
<b>Chine (USD)</b>	0,65	-0,543	13,7	18,48	34,281
<b>Inde (USD)</b>	-0,64	0,744	14,4	4,85	-0,378
<b>Amérique latine (USD)</b>	-4,14	0,042	18,0	28,27	7,141

## Taux de change

	10/07/2025	11/06/2025	11/04/2025	01/01/2025	11/07/2024
<b>EUR/USD</b>	1,17	1,15	1,13	1,04	1,09
<b>GBP/USD</b>	1,36	1,35	1,31	1,25	1,29
<b>EUR/CHF</b>	0,93	0,94	0,92	0,94	0,97
<b>USD/JPY</b>	146,44	144,84	143,40	157,00	158,55
<b>USD/CNY</b>	7,18	7,19	7,29	7,30	7,26

## Prix des matières premières

	10/07/2025	11/06/2025	11/04/2025	01/01/2025	11/07/2024
<b>Brent, USD/BL</b>	69	71	65	75	86
<b>Cuivre, USD/Tonne met.</b>	9 752	9 730	9 180	8 706	9 694
<b>Or, USD/Ozt</b>	3 324	3 354	3 238	2 606	2 415
<b>Argent, USD/Ozt</b>	37	36	31	29	31
<b>Palladium, USD/Ozt</b>	1 142	1 072	924	909	1 000
<b>Platinum, USD/Ozt</b>	1 357	1 269	939	913	1 007

Source : Bloomberg, au 11/07/2025-15 = 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

