

## Inflation aux Etats-Unis : pas d'effet des tarifs... pour le moment

*Au mois de mai, l'inflation américaine poursuit sa détente vers la cible de 2% de la Réserve fédérale. Cette nouvelle baisse étonne dans un contexte de hausse des droits de douane et de nette remontée des anticipations inflationnistes de la part des entreprises et des ménages. Plusieurs facteurs expliquent cependant ce chiffre : un comportement de déstockage des entreprises, un certain attentisme face aux incertitudes sur le niveau final des tarifs et une désinflation plus forte qu'anticipée dans certains services. Au total, nous estimons que les risques sur l'inflation restent haussiers et devraient encourager la banque centrale à garder inchangée sa politique monétaire en juin.*

**Des tarifs absents de l'inflation de mai.** Les chiffres d'inflation aux États-Unis continuent de montrer une normalisation vers la cible de 2% de la Réserve fédérale (Fed) et ce malgré la hausse des droits de douane en avril. En effet, l'inflation est ressortie à 2,4% au mois de mai contre 3% en début d'année alors que l'inflation sous-jacente (hors prix de l'alimentation et énergie) s'élève à 2,8% contre 3,3% en janvier. La dynamique mensuelle des prix est aussi favorable, avec une moyenne sur les 3 derniers mois compatible avec un rythme d'inflation annuelle de 2%. Cette désinflation s'explique avant tout par la poursuite du ralentissement de l'inflation des loyers, première pondération de l'indice des prix, qui atteint 3,9% sur un an contre 4,5% en début d'année. L'inflation des biens durables, composante la plus touchée par les hausses des droits de douane, reste bien orientée, avec des prix stables sur un an et des progressions modestes en rythme mensuel. Emblématiques de l'absence d'effet des tarifs, les voitures n'affichent qu'une inflation de 0,4% au mois de mai alors que les importations sont dorénavant soumises à des droits de douane de 25%. Les seuls éléments où les nouveaux tarifs sont visibles sont les appareils électroniques et les jouets.

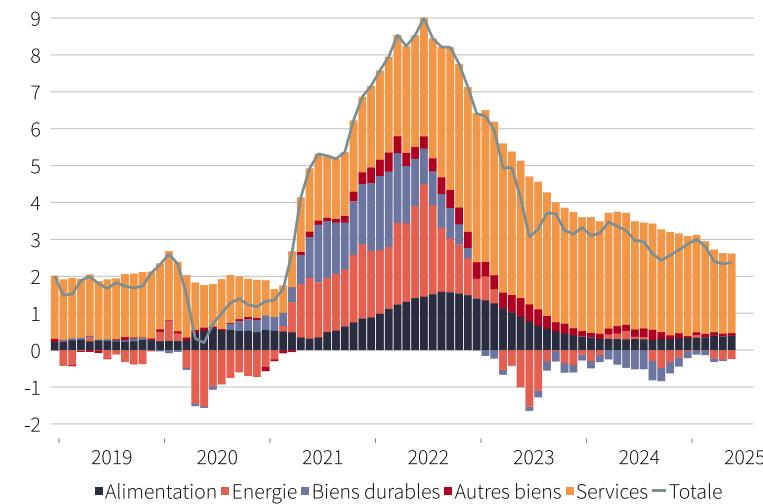
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les données proviennent de Bloomberg, Macrobond au 13/06/2025, date d'achèvement de cette publication. Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel.

**Un frontloading et un ralentissement économique qui modèrent l'effet des tarifs.** L'absence d'effets de la hausse des droits de douane sur l'inflation peut étonner, d'autant plus que l'ensemble des enquêtes auprès des entreprises comme l'ISM PMI manufacturier indiquent de fortes pressions inflationnistes. La composante prix de ce dernier est à son plus haut niveau depuis 2022. Une des premières raisons de l'absence d'effet inflationniste est le déstockage. En effet, les entreprises sont en train de diminuer leurs inventaires importants accumulés en anticipation des tarifs, ce qui leur permet pour le moment de limiter la hausse des prix de vente. Une deuxième raison serait la forte incertitude sur la politique commerciale américaine, tant sur l'ampleur des biens visés que sur le taux effectif final. Les entreprises auraient ainsi été incitées à retarder la transmission de la hausse des tarifs aux prix, en attendant d'y voir plus clair sur les droits de douane stabilisés. Un troisième élément qui explique la faiblesse de l'inflation est que les prix de certains services sont en nette baisse. Cette diminution serait liée à une modération de la demande dans un contexte de ralentissement du marché de l'emploi. Au total, on peut s'attendre à des chiffres d'inflation plus élevés dans les mois à venir une fois le cycle de stockage fini et les taux de droits de douane définitifs fixés.

**La Fed maintiendrait une tonalité prudente dans un contexte de maintien des incertitudes.** Les derniers chiffres d'inflation ne devraient pas changer la tonalité prudente de l'autorité monétaire américaine. Nous continuons de tabler sur un maintien de la fourchette des taux Fed funds à 4,25%-4,50% au cours des prochains avec un biais toujours prudent, avec une baisse seulement en toute fin d'année. En effet, les anticipations d'inflation des entreprises et ménages restent très élevées alors que l'effet du déstockage devrait s'amenuiser, ce qui devrait faire augmenter l'inflation. Par ailleurs, même si l'activité économique a ralenti par rapport au niveau très soutenu de 2024, la croissance et le marché du travail restent résilients ce qui devrait permettre à la Fed de maintenir le statu quo dans son objectif de plein emploi et d'inflation stable.

## ETATS-UNIS: TAUX D'INFLATION ET CONTRIBUTIONS

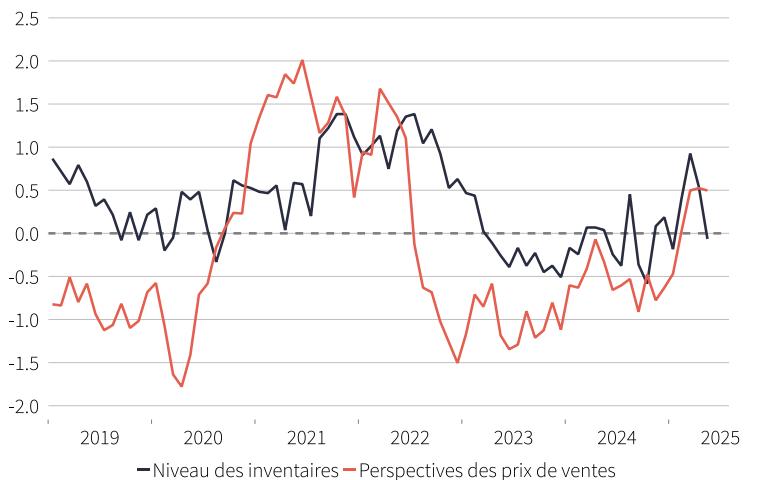
En %, glissement annuel



Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, BLS 05/2025

## ETATS-UNIS : COMPOSANTES ENQUETE ISM MANUFACTURIER

Indice centre réduit à 0



Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, ISM 05/2025

# NOS COMMENTAIRES MACRO-ÉCONOMIQUES

## Les événements de la semaine passée

### Le pétrole et l'or en forte hausse après les frappes Israélienne contre l'Iran.

Vendredi 13 juin, aux alentours de minuit, Israël a déclenché une attaque contre l'Iran, entraînant immédiatement une hausse du prix de pétrole. Le cours du Brent est ainsi passé de 70 dollars le baril à 78,5 dollars, avant de redescendre à 74,5 dollars quand il est apparu que Israël ne ciblait pas les infrastructures pétrolières iraniennes. Les investisseurs s'inquiètent toutefois que le conflit n'entraîne le blocage du détroit d'Ormuz. C'est par ce passage au sud de l'Iran que transite une partie importante du pétrole mondial, en provenance d'Arabie Saoudite, d'Iran, d'Irak, des Émirats Arabes Unis et du Koweït. Hormis le mouvement observé sur le pétrole, les marchés financiers montrent des réactions très modérées à ce stade. L'or a progressé de 1,5% vendredi à la mi-journée, dépassant 3430 \$ l'once. L'euro-dollar est resté stable après un léger soubresaut.

### Baisse modérée des spreads souverains en Europe

Les primes de risques des principaux pays européens (France, Italie, Espagne) apparaissent en baisse depuis la mi-avril. En Allemagne, la perspective d'une émission massive pour financer les plans de relance a freiné la transmission de la baisse des taux courts décidée par la BCE vers les taux longs, comparativement aux autres pays européens. Dans le même temps, les pays du sud enregistrent de bonnes performances. L'Italie est parvenue à dégager un excédent budgétaire primaire au T4 2024. Cette consolidation budgétaire se ressent sur son spread qui se situe désormais à 90 points de base contre 130 en avril. Du côté de l'Espagne, la forte croissance de 2,3% en 2024 permet au pays d'afficher un spread de 60 points. Enfin, la France a également bénéficier d'une baisse de son spread, passant de 81 points de base mi-avril à 71 aujourd'hui.

### LES ÉVÉNEMENTS DANS LES MOIS À VENIR

17 juin : décision de politique monétaire de la BOJ

18 juin : réunion de politique monétaire de la FED

Début juillet : fin de la suspension des droits de douane américains

Juillet : Annonces des orientations budgétaires du gouvernement français

25 juillet : réunion de politique monétaire de la BCE

### ÉVÉNEMENTS ET CHIFFRES CLÉS À VENIR

#### Lundi

Chine  
Chine

Ventes au détail (mai)  
Production industrielle (mai)

#### Mardi

Japon  
Allemagne  
États-Unis

Décision de politique monétaire  
Indice de confiance (juin)  
Ventes au détail (mai)

#### Mercredi

Japon  
Royaume Uni  
États-Unis  
États-Unis

Balance commerciale (mai)  
Taux d'inflation (mai)  
Mises en chantier & permis (mai)  
Décision de politique monétaire

#### Jeudi

Royaume-Uni

Décision de politique monétaire

#### Vendredi

Royaume-Uni  
Japon

Ventes au détail (mai)  
Taux d'inflation (mai)

# PERFORMANCES DES MARCHÉS

## Taux interbancaires

%	11/06/2025	13/05/2025	13/03/2025	01/01/2025	13/06/2024
<b>Etats-Unis SOFR</b>	4,304	4,33	4,35	4,53	5,33
<b>Zone euro €ster</b>	1,924	2,17	2,41	2,91	3,66
<b>Royaume-Uni SONIA</b>	4,213	4,21	4,46	4,70	5,20
<b>Suisse SARON</b>	0,202	0,21	0,44	0,45	1,45
<b>Japon TONAR</b>	0,477	0,48	0,48	0,23	0,08

## Taux souverains 10 ans

%	12/06/2025	13/05/2025	13/03/2025	01/01/2025	13/06/2024
<b>Etats-Unis Treasuries</b>	4,36	4,49	4,27	4,58	4,24
<b>France OAT</b>	3,19	3,33	3,55	3,18	3,19
<b>Allemagne Bund</b>	2,48	2,66	2,85	2,36	2,51
<b>Italie BTP</b>	3,40	3,68	3,93	3,52	3,97
<b>Espagne Bonos</b>	3,08	3,28	3,49	3,06	3,34
<b>Suisse</b>	0,27	0,37	0,77	0,32	0,79
<b>Royaume-Uni Gilts</b>	4,48	4,65	4,69	4,55	4,17
<b>Japon JGB</b>	1,45	1,39	1,52	1,08	0,96

## Crédit et dette émergente

%	12/06/2025	13/05/2025	13/03/2025	01/01/2025	13/06/2024
<b>Etats-Unis IG</b>	5,14	5,33	5,22	5,33	5,33
<b>Etats-Unis HY</b>	7,36	7,42	7,67	7,49	7,84
<b>Europe IG</b>	3,30	3,48	3,62	3,44	4,01
<b>Europe HY</b>	5,49	5,79	5,88	5,70	6,63
<b>Emergents devises</b>	6,11	6,29	6,23	6,40	6,81

## Indices actions

12/06/2025 vs	-1w	-1m	-3m	01/01/2025	-1y
<b>Monde</b>	0,58	2,637	8,517	4,96	12,98
<b>Etats-Unis</b>	0,66	2,696	10,013	2,97	13,99
<b>Zone euro</b>	-0,97	0,810	5,095	14,62	13,57
<b>France</b>	-0,39	-0,389	0,694	8,40	3,76
<b>Allemagne</b>	-2,18	0,564	5,641	19,38	27,37
<b>Royaume-Uni</b>	0,62	3,788	5,710	10,53	12,68
<b>Japon</b>	0,55	0,516	4,471	1,06	2,77
<b>Emergents (USD)</b>	1,51	3,749	6,928	8,84	13,56
<b>Chine (USD)</b>	1,81	3,071	1,559	18,11	31,20
<b>Inde (USD)</b>	-0,32	3,123	16,431	2,69	3,55
<b>Amérique latine (USD)</b>	1,67	1,672	16,278	28,10	10,33

## Taux de change

	12/06/2025	13/05/2025	13/03/2025	01/01/2025	13/06/2024
<b>EUR/USD</b>	1,16	1,12	1,09	1,04	1,08
<b>GBP/USD</b>	1,36	1,33	1,29	1,25	1,28
<b>EUR/CHF</b>	0,94	0,94	0,96	0,94	0,96
<b>USD/JPY</b>	143,82	147,83	147,73	157,00	156,93
<b>USD/CNY</b>	7,19	7,20	7,24	7,30	7,25

## Prix des matières premières

	12/06/2025	13/05/2025	13/03/2025	01/01/2025	13/06/2024
<b>Brent, USD/BL</b>	70	67	70	75	82
<b>Cuivre, USD/Tonne met.</b>	9 779	9 534	9 703	8 706	9 733
<b>Or, USD/Ozt</b>	3 387	3 251	2 989	2 606	2 304
<b>Argent, USD/Ozt</b>	36	33	33	29	29
<b>Palladium, USD/Ozt</b>	1 055	950	945	909	903
<b>Platinum, USD/Ozt</b>	1 258	990	982	913	957

Source : Bloomberg, au 13/06/2025-1S = 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 États-Unis, et ne peut pas être distribué, directement ou indirectement, sur le marché des États-Unis ou auprès d'une US Person.

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. À 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.

## 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 07022493 orias.fr.

Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 015 044 435,00 euros au 25 juillet 2024, 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 et le numéro ADEME est FR231725\_01YSGB. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.fr](http://www.privatebanking.societegenerale.fr)

**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 <http://www.privatebanking.societegenerale.com>

**SUISSE:** Le présent document peut être constitutif de publicité au sens de la Loi sur les services financiers (« LSFIn »). Il est distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS » ou la « Banque »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CH-1204 Genève. SGPBS est une banque autorisée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Le présent document ne peut en aucun cas être considéré comme un conseil ou une recommandation d'investissement de la part de SGPBS. La Banque recommande d'obtenir un avis professionnel avant d'agir ou de ne pas agir sur la base de ce document et n'accepte aucune responsabilité en lien avec le contenu de ce document. Les instruments financiers, incluant notamment les parts de placements collectifs et les produits structurés, ne peuvent être offerts que conformément à la LSFIn. De plus amples informations sont disponibles sur demande auprès de SGPBS ou sur [www.privatebanking.societegenerale.com](http://www.privatebanking.societegenerale.com).

**Le présent document n'est distribué ni par SG Kleinwort Hambros Bank Limited au Royaume-Uni, ni par ses succursales à Jersey, Guernesey et Gibraltar** qui agissent ensemble sous la marque « SG Kleinwort Hambros ». En conséquence, les informations communiquées et les éventuelles offres, activités et informations patrimoniales et financières présentées ne concernent pas ces entités et peuvent ne pas être autorisées par ces entités ni adaptées sur ces territoires. De plus amples informations sur les activités des entités de la banque privée de Société Générale situées sur les territoires du Royaume-Uni, des îles anglo-normandes et de Gibraltar, incluant des informations complémentaires de nature légale et réglementaire, sont disponibles sur [www.kleinworthambros.com](http://www.kleinworthambros.com).

