

Banques centrales : le bilan, l'autre levier de politique monétaire

Alors que les marchés scrutent les réunions des banques centrales à venir la semaine prochaine, l'attention se porte naturellement sur les taux directeurs. Mais derrière ce levier classique se joue une autre dynamique, plus silencieuse et pourtant tout aussi déterminante : celle des politiques de bilan. Les évolutions seront potentiellement contrastées entre la Réserve fédérale (Fed) et la Banque Centrale Européenne (BCE).

Peu de surprises attendues sur les taux directeurs. Aux Etats-Unis, une baisse de 25 points de base est largement anticipée, ce qui ramènerait les taux de la Fed à 3,75-4,00 %. Cette décision s'inscrirait dans une trajectoire de détente monétaire réamorcée en septembre et que nous pensons appelée à se poursuivre avec une nouvelle baisse d'ici fin 2025. Toutefois, la résilience de l'activité et les tensions inflationnistes persistantes devraient ensuite inciter la Fed à rester vigilante. Ce positionnement contraste avec les anticipations des marchés monétaires, qui intègrent deux baisses supplémentaires d'ici mi-2026.

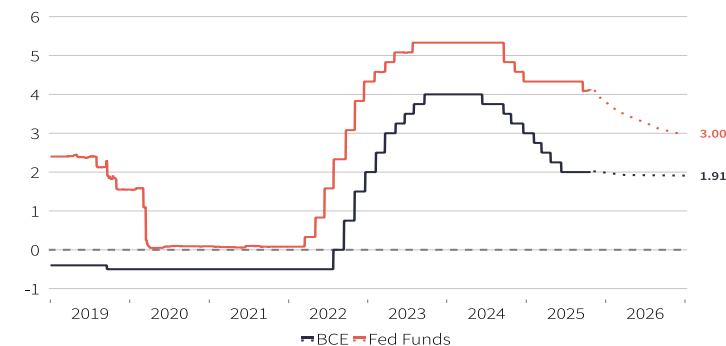
En zone euro, la BCE devrait maintenir ses taux inchangés à 2,00 %, conformément à sa communication récente. À court terme, la désinflation pourrait s'accélérer sous l'effet de la baisse des prix du pétrole, du renforcement de l'euro et du ralentissement de l'inflation dans les services. Mais à moyen terme, les plans de relance budgétaire, notamment en

Allemagne, pourraient raviver les pressions sur les prix. Dans ce contexte, nous anticipons un statu quo prolongé, avec une possible baisse supplémentaire si la conjoncture devenait transitoirement moins favorable.

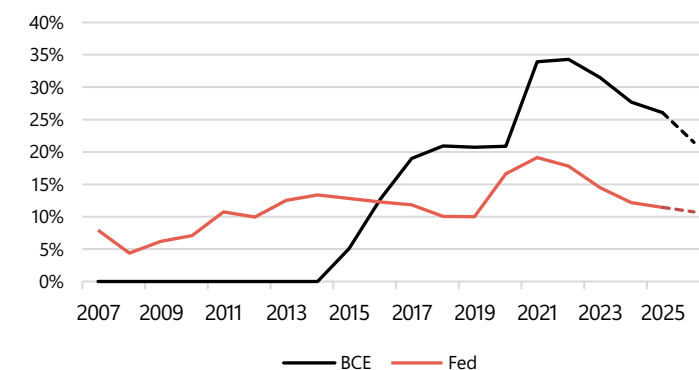
Politiques de bilan : la Fed pourrait arrêter avant la BCE. Au-delà des taux directeurs, les politiques de bilan – du quantitative easing (QE) au quantitative tightening (QT) – méritent une attention accrue. Elles agissent via les achats ou ventes d'actifs financiers par les banques centrales, influençant directement les conditions de financement à long terme. Après avoir massivement augmenté leurs portefeuilles d'actifs durant la crise Covid - la Fed et la BCE ont doublé la taille de leur bilan - les deux institutions ont engagé une réduction progressive depuis la mi-2022. Si les bilans restent aujourd'hui élevés en valeur absolue, leur poids relatif dans la détention de la dette publique s'est déjà bien corrigé. La Fed détient désormais moins de 15 % de la dette publique américaine, proche de son niveau pré-Covid. Elle pourrait donc ralentir, voire suspendre son QT prochainement. À l'inverse, la BCE détient encore plus de 25 % de la dette souveraine de la zone euro. En projetant le rythme actuel de réduction, elle pourrait maintenir son QT jusqu'à fin 2026.

Cette divergence pourrait avoir des effets contrastés sur les taux de long terme : aux États-Unis, la fin du QT pourrait les modérer, tandis qu'en zone euro, la poursuite du resserrement bilanciel pourrait au contraire continuer d'exercer une pression haussière.

ANTICIPATIONS DES MARCHÉS DES TAUX D'INTÉRÊT (à partir des futures)



BANQUES CENTRALES : DÉTENTION DE DETTE PUBLIQUE (en % du total)



Source: SGPB, Projections basées sur le rythme actuel

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les données proviennent de Bloomberg, Macrobond au 24/10/2025, 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.

NOS COMMENTAIRES MACRO-ÉCONOMIQUES

Les événements de la semaine passée

ZONE EURO

Les premiers indicateurs d'activité pour le dernier trimestre de 2025 viennent de paraître. L'indice du climat des affaires PMI pour l'ensemble de la zone euro pointe vers une certaine accélération, à 52,2 en octobre après 51,5. Si cette évolution est globalement positive, elle cache une certaine disparité entre secteurs et pays. En effet, il apparaît que c'est principalement la composante des services qui progresse, tandis que le secteur manufacturier continuerait de stagner. Le contraste le plus notable apparaît entre les pays : si l'Allemagne montre une nette embellie (à 53,8 après 52,0), l'indicateur montre une nouvelle dégradation en France (46,8 après 48,1).

Plus spécifiquement pour la France, l'indice PMI offre l'intérêt de la comparaison internationale, mais n'est pas toujours le plus pertinent pour prévoir l'évolution de la croissance. L'indice INSEE du climat des affaires, qui apparaît plus pertinent, pointe-lui vers une très légère amélioration de la situation en octobre (à 97, après 96).

ETATS-UNIS

La poursuite du shutdown implique l'arrêt des publications des données économiques fournies par les organismes d'Etat depuis maintenant plus de trois semaines. Une exception majeure a été faite pour le rapport sur l'inflation, étant donnée l'importance de ce chiffre pour l'indexation de certaines allocations. L'inflation du mois de septembre est ressortie à 3%, soit en très légère hausse par rapport au mois précédent, mais en-dessous des attentes.

Le consensus tablait en effet sur une augmentation plus marquée, du fait de l'effet retardé de la hausse des tarifs douaniers. Ce niveau d'inflation devrait permettre à la Réserve fédérale de baisser son taux directeur la semaine prochaine, mais pourrait freiner les attentes de poursuites de baisses des taux en 2026.

LES ÉVÉNEMENTS DANS LES MOIS À VENIR

24 octobre : révision de la note de la France par Moody's

29 octobre : réunion de politique monétaire Fed

30 octobre : réunion de politique monétaire BCE

30 octobre : réunion de politique monétaire BoJ

6 novembre : réunion de politique monétaire BoE

Source : Macrobond, 24/10/2025. Les couleurs dans la colonne 'Actuel' correspondent à la différence par rapport aux prévisions

ÉVÉNEMENTS ET CHIFFRES CLÉS À VENIR



Lundi

Allemagne Climat des affaires OCTOBRE
États-Unis Commandes de biens durables SEPTEMBRE

Mardi

Allemagne Confiance des consommateurs NOVEMBRE

Mercredi

Espagne Taux de croissance du PIB T3
États-Unis Réunion de la Fed

Jeudi

Zone Euro Taux de croissance du PIB T3
France
Allemagne
Italie
Allemagne Inflation OCTOBRE
Zone euro Réunion de la BCE
Japon Réunion de la BoJ

Vendredi

Chine PMI manufacturier OCTOBRE
Zone euro Inflation OCTOBRE
France
Italie
États-Unis Déflateur des dépenses de consommation OCTOBRE

PERFORMANCES DES MARCHÉS

Taux interbancaires

%	21/10/2025	24/09/2025	24/07/2025	01/01/2024	24/10/2024
Etats-Unis SOFR	4,177	4,35	4,35	5,34	4,86
Zone euro €ster	1,928	1,93	1,92	3,88	3,17
Royaume-Uni SONIA	3,969	3,97	4,22	5,19	4,95
Suisse SARON	-0,048	-0,04	-0,05	1,70	0,95
Japon TONAR	0,477	0,48	0,48	-0,04	0,23

Taux souverains 10 ans

%	23/10/2025	24/09/2025	24/07/2025	01/01/2024	24/10/2024
Etats-Unis Treasuries	4,01	4,16	4,43	3,88	4,21
France OAT	3,37	3,50	3,36	2,55	2,96
Allemagne Bund	2,58	2,75	2,70	2,02	2,24
Italie BTP	3,37	3,59	3,53	3,70	3,37
Espagne Bonos	3,11	3,30	3,23	2,98	2,93
Suisse	0,17	0,21	0,44	0,66	0,48
Royaume-Uni Gilts	4,48	4,68	4,62	3,60	4,21
Japon JGB	1,65	1,64	1,59	0,62	0,92

Crédit et dette émergente

%	23/10/2025	24/09/2025	24/07/2025	01/01/2024	24/10/2024
Etats-Unis IG	4,71	4,81	5,10	5,06	5,08
Etats-Unis HY	6,77	6,62	7,02	7,59	7,31
Europe IG	3,20	3,31	3,28	3,72	3,40
Europe HY	5,36	5,10	5,35	6,80	5,99
Emergents devises	5,65	5,63	5,94	6,77	6,25

Indices actions

23/10/2025 vs	-1w	-1m	-3m	01/01/2024	-1y
Monde	1,30	2,06	6,743	40,58	17,802
Etats-Unis	1,19	1,54	6,340	42,95	16,641
Zone euro	1,33	3,48	4,884	33,16	20,474
France	0,77	4,98	4,786	16,12	12,678
Allemagne	1,53	1,73	-1,749	38,38	20,864
Royaume-Uni	2,44	3,76	5,400	30,80	18,206
Japon	2,58	3,76	10,462	43,94	25,771
Emergents (USD)	1,53	2,47	10,309	44,06	23,392
Chine (USD)	2,90	-1,85	7,428	63,89	32,845
Inde (USD)	0,86	3,25	0,349	18,65	-0,052
Amérique latine (USD)	1,72	-1,29	11,869	4,52	23,292

Taux de change

	23/10/2025	24/09/2025	24/07/2025	01/01/2024	24/10/2024
EUR/USD	1,16	1,17	1,18	1,11	1,08
GBP/USD	1,33	1,34	1,35	1,27	1,30
EUR/CHF	0,92	0,93	0,94	0,93	0,94
USD/JPY	152,59	148,75	146,88	141,03	151,85
USD/CNY	7,13	7,11	7,16	7,08	7,12

Prix des matières premières

	23/10/2025	24/09/2025	24/07/2025	01/01/2024	24/10/2024
Brent, USD/BL	65	69	69	77	75
Cuivre, USD/Tonne met.	10 797	9 862	9 861	8 476	9 413
Or, USD/Ozt	4 126	3 736	3 368	2 063	2 736
Argent, USD/Ozt	49	44	39	24	34
Palladium, USD/Ozt	1 463	1 226	1 244	1 136	1 135
Platinum, USD/Ozt	1 649	1 480	1 402	1 000	1 035

Source : Bloomberg, au 24/10/2025-1S = 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.



SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
Private Banking

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

