

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

22 septembre 2025

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Le Royaume-Uni face au défi d'une dette coûteuse

Les marchés obligataires britanniques offrent une illustration éclatante des tensions auxquelles sont confrontées les autorités économiques et monétaires occidentales. La réunion de septembre 2025 de la Banque d'Angleterre a mis en évidence cette fragilité. Si la banque centrale a choisi de maintenir son taux directeur à 4 % après trois baisses cette année, en raison notamment d'une inflation persistante, elle a surtout infléchi sa stratégie de resserrement quantitatif. La réduction du bilan, jusqu'ici fixée à 100 milliards de livres par an, sera ralentie à 70 milliards entre octobre 2025 et septembre 2026. Signe d'une prudence nouvelle, les ventes d'obligations d'État longues ne représenteront plus que 20 % du total, afin de calmer des marchés déjà sous tension, où les rendements sur 30 ans atteignent des sommets inédits depuis près de trois décennies.

Cette décision s'inscrit dans un contexte de recomposition plus large de la gestion de la dette. Le Debt Management Office a déjà réduit la part des émissions très longues, confronté à un désintérêt croissant des fonds de pension. L'État britannique n'a guère de marge de manœuvre : après cinq mois d'exercice fiscal, le déficit atteint déjà 83,8 milliards de livres, soit 11,4 milliards de plus que prévu. Les recettes fiscales progressent, mais elles sont plus que compensées par des dépenses sociales soutenues et une charge d'intérêts croissante. De plus, les pertes liées aux ventes de gilts par la BoE gonflent également les dépenses.

Le gouvernement, à l'approche du budget d'automne, doit composer avec des contraintes budgétaires de plus en plus sévères. Réconcilier discipline financière, financement des services publics et stabilité des marchés est un exercice d'équilibriste. Dans l'immédiat, la courbe des taux s'est pentifiée, reflet d'un coût d'emprunt de plus en plus lourd sur le long terme. Même si les rendements se sont légèrement repliés depuis leurs récents sommets, leur niveau demeure critique. Le Royaume-Uni se retrouve face à une équation redoutable : gérer une dette onéreuse dans un environnement où la confiance des investisseurs s'effrite.

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



### Sommaire

**Analyse de l'évolution des marchés** p2

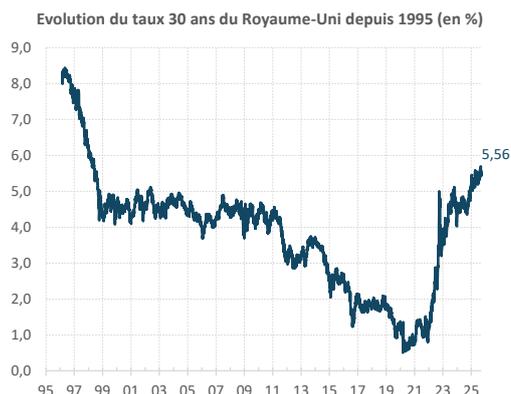
- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

**Suivi Macroéconomique** p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

### Focus de la semaine

« des taux 30 ans au plus haut depuis 28 ans »



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	19/09/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,175	1,170	1,116	0,4	5,2
€ / £	0,872	0,852	0,840	2,3	3,8
€ / Yen	173,81	168,98	159,20	2,9	9,2
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	67	68	75	-1,6	-11,0
Indice CRB*	547	566	533	-3,3	2,7
Prix de l'once d'Or	3 676	3 334	2 591	10,3	41,9
Prix de la tonne de cuivre	9 989	9 900	9 515	0,9	5,0
Indice Baltic Dry**	2 203	1 553	1 976	41,9	11,5
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1198	2332	2366	-48,6	-49,4

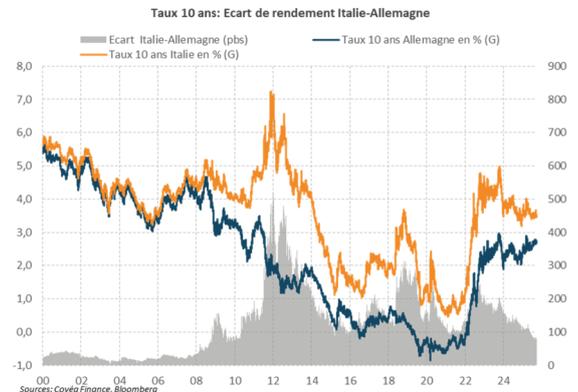
Sources : Bloomberg, Covéa Finance \*Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. \*\*Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales. \*\*\*Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai.

# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur les marchés de taux, la semaine s'est déroulée en deux temps. La tendance baissière en début de semaine s'est finalement inversée jeudi, portée par des indicateurs macroéconomiques américains meilleurs qu'attendus. Les taux terminent donc en hausse sur la semaine. Aux Etats-Unis, le taux 10 ans progresse de 6 pbs et clôture à 4,13%. En Zone euro, le taux 10 ans allemand augmente de 3 pbs, à 2,75% et le taux 10 ans français prend 5 pbs pour clôturer à 3,55%, creusant ainsi l'écart avec la référence allemande, à 81 pbs. Les taux 10 italiens et espagnols progressent plus modestement, finissant à respectivement 3,53 et 3,30%. Après clôture vendredi, l'Italie a vu sa note améliorée par l'agence Fitch de BBB à BBB+ tandis que l'agence DBRS a dégradé la note de la France à AA-.



### Le Focus de la semaine : La SNCF face à l'ouverture à la concurrence sur le réseau français

La SNCF est aujourd'hui confrontée à une concurrence de plus en plus forte sur son marché domestique historique. Auparavant en situation monopolistique, la SNCF voit désormais entrer sur son marché national de nouveaux acteurs, particulièrement intéressés par les lignes les plus rentables. Conscients de cette opportunité, plusieurs opérateurs étrangers participent activement aux appels d'offres. L'italien Trenitalia a ainsi réussi à capter l'exploitation des lignes Paris-Lyon-Milan, Lyon-Turin et depuis juin 2025 de la ligne Paris-Marseille. La concurrence est aussi nationale, avec par exemple l'opérateur français Transdev qui a remporté en 2024 l'appel d'offre pour l'exploitation de la ligne Marseille-Toulon-Nice.

Cette situation n'est pourtant pas nouvelle. En effet, depuis 2001 et sous l'impulsion de l'Union européenne, les sociétés ferroviaires européennes s'ouvrent progressivement à la concurrence. Cette ouverture est alors perçue comme un facteur d'intégration, vecteur d'une croissance durable. En France, celle-ci s'est d'abord traduite par l'ouverture à la concurrence sur le marché du fret en 2005, avant de concerner depuis 2020 le marché du transport de voyageur. Cette dernière étape soulève toutefois de multiples critiques au niveau national. L'entretien et le développement du réseau ferré français nécessitent d'importants investissements. Au total, la SNCF a investi 10,8 Mds€ en 2024, dont 5,5 Mds€ spécifiquement pour le maintien du réseau. Le Groupe, détenu à 100% par l'Etat français, bénéficie dans ce cadre de larges subventions de la part des diverses institutions publiques (Etat, Régions, collectivités territoriales ...) qui ont atteint 5,6 Mds€ en 2024. Ces nouveaux opérateurs sont alors perçus comme profitant directement de la modernisation du réseau, tout en bénéficiant de réductions sur les péages ferroviaire durant les premières années d'exploitation. Trenitalia dispose ainsi de rabais sur les péages de la ligne Paris-Marseille : -38% en 2025, -25% en 2026, -13% en 2027 et -10% en 2028 pour un montant d'économies estimé à 30 M€. Enfin, ces concurrents entrants ciblent les trajets les plus rentables du territoire, laissant l'exploitation des lignes les moins intéressantes au Groupe SNCF.

Face à cette concurrence renforcée, la SNCF défend sa place de leader international du secteur ferroviaire et cherche à son tour à pénétrer le marché européen. Dans ce cadre, le groupe dévoile des revenus en croissance (+5% sur un an) et affirme sa volonté de limiter son endettement (en baisse de 5 Mds€ en 2024 à 65 Mds€). Ces efforts sont appréciés par le marché, comme l'illustre la dernière émission obligataire réalisée par le groupe début septembre. Malgré les tensions politiques et budgétaires françaises, cette émission verte de maturité 2032 a suscité la demande des investisseurs, avec un ratio de couverture de 7,4x (pour un montant émis de 500 M€) et une prime à l'émission de seulement 19 points de bases contre la courbe souveraine française, soit un taux de 3,30%.

Dans un monde toujours plus conflictuel et fracturé, comme décrit dans nos Perspectives Economiques et Financières, le développement du réseau ferroviaire européen répond à de nombreux enjeux et reste une priorité pour l'Union européenne.

Tanguy Jouanneau

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	19/09/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	4,25	4,50	4,50	4,50	5,00	-0,25	-0,25	-0,25	-0,75		
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	3,15	3,65	0,00	0,00	-1,00	-1,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,50	0,00	0,00	-1,00	-1,50		
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	4,25	4,75	5,00	0,00	-0,25	-0,75	-1,00		
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25	0,25		
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	4,13	4,06	4,24	4,57	3,71	6	-11	-44	41	55	62
Allemagne	2,75	2,72	2,57	2,37	2,20	3	18	38	55	73	59
France	3,55	3,51	3,25	3,20	2,93	5	31	36	62	131	84
Italie	3,53	3,52	3,45	3,52	3,56	1	8	1	-2	129	97
Royaume-Uni	4,72	4,67	4,47	4,57	3,89	4	24	15	82	74	84
Japon	1,65	1,59	1,42	1,10	0,85	5	22	54	79	72	153
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	50,3	50,9	56,1	57,7	51,0	-0,6	-5,8	-7,3	-0,6		
Indice Itraxx Crossover	248,4	251,8	290,5	313,1	275,3	-3,4	-42,1	-64,6	-26,9		

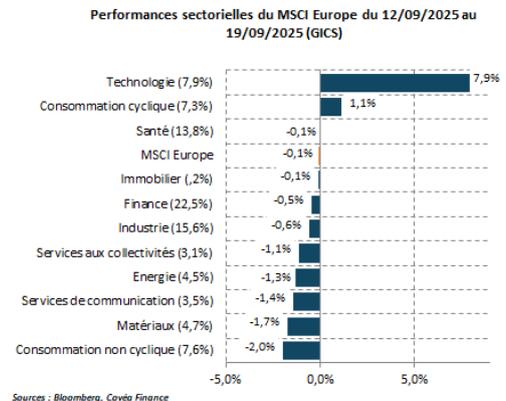
Sources : Bloomberg, Covéa Finance \* (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

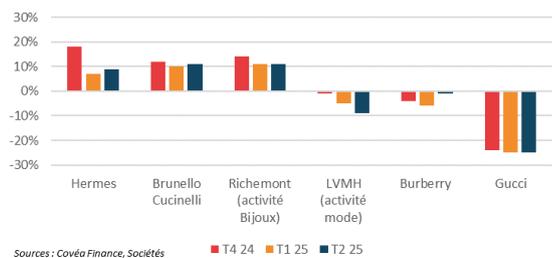
Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI Europe dividendes non réinvestis) termine en très légère baisse de -0,1%, alors que la Réserve fédérale américaine baisse ses taux directeurs de 25 points de base. Les secteurs les plus sensibles à l'activité économique sont en hausse, à l'instar de la technologie (+7,9%) tirée par les semi-conducteurs qui ont profité de l'annonce de Nvidia de prendre une participation de 5 milliards de dollars dans Intel. A contrario, les secteurs les moins sensibles à l'activité économique affichent les plus fortes baisses, à l'instar de la consommation non cyclique (-2,0%) et des services de communication (-1,4%) dont les valeurs sont impactées par les inquiétudes liées à la concurrence croissante des nouveaux modèles d'intelligence artificielle. Au niveau géographique, le Danemark affiche la plus forte hausse à +4,6% en raison de la performance de Novo Nordisk (+13,0%) portée par les commentaires du nouveau dirigeant évoquant les efforts de restructuration du groupe.



### Le Focus de la semaine : Les publications des entreprises du luxe au deuxième trimestre

Nous pouvons tirer plusieurs enseignements des publications des entreprises du luxe pour le deuxième trimestre. En ce qui concerne les performances géographiques tout d'abord, on note une faiblesse persistante de l'Asie hors Japon qui demeure en territoire négatif pour la plupart des groupes. Si le marché chinois arrête de se détériorer, il ne montre pas de franche reprise, tandis que le Japon enregistre une forte baisse. Ainsi, le groupe LVMH enregistre une baisse de -28% de son chiffre d'affaires au titre du deuxième trimestre 2025, et Richemont de -15% pour son 1er trimestre fiscal 2026 (exercice décalé). Pour rappel, cette zone avait bénéficié l'année dernière d'une forte hausse de la clientèle touristique et notamment chinoise avec la baisse du yen.

### Croissance organique trimestrielle des chiffres d'affaires



Le deuxième enseignement est la résistance de la consommation domestique américaine, en partie dûe à l'affaiblissement du dollar avec une clientèle réalisant moins d'achats à l'international et bénéficiant de l'effet richesse lié à la bonne tenue des marchés boursiers.

Le troisième enseignement est la continuation de la surperformance des marques perçues comme étant le plus « haut de gamme » et ayant également le moins monté les prix, à l'instar de Brunello Cucinelli, marque pratiquant l'ultra-luxe discret et attirant une clientèle fortunée et fidèle, ou encore du groupe Richemont ayant une position de leader sur le marché de la joaillerie bénéficiant d'un grand potentiel de croissance à travers ses marques iconiques Cartier et Van Cleef. En effet, les hausses de prix pratiquées par certaines marques de mode ont écorné le rapport qualité/prix et détourné les consommateurs aux revenus plus modestes.

Le quatrième enseignement est la défense des marges opérationnelles via des réductions de coûts de fonctionnement (frais administratifs, marketing, optimisation du réseau de magasins). Cette évolution est plutôt atypique pour une industrie accoutumée à un rythme de croissance soutenu mais dont la visibilité a fortement diminué en raison de la faiblesse du consommateur chinois dont le niveau de confiance est amoindri par la baisse des prix de l'immobilier. Par ailleurs, l'incertitude concernant le consommateur américain peut refaire surface suite aux hausses de prix des marques en réponse aux droits de douane aux Etats-Unis. C'est pourquoi nous demeurons vigilants et privilégions les entreprises capables de s'adapter (innovation, hausses de prix) dans un monde qui se régionalise davantage, comme suggéré dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Sébastien Levavasseur

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	19/09/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	185,7	184,6	178,7	163,2	165,1	0,6	3,9	13,8	12,5	
MSCI EMU Mid Cap	1 277,6	1 290,0	1 242,1	1 056,7	1 052,5	-1,0	2,9	20,9	21,4	
MSCI EMU Small Cap	519,2	516,2	504,9	390,5	431,8	0,6	2,8	32,9	20,2	
MSCI Europe	185,3	185,4	179,6	169,9	174,6	-0,1	3,2	9,1	6,1	
France CAC 40	7 853,6	7 825,2	7 557,3	7 380,7	7 615,4	0,4	3,9	6,4	3,1	
Allemagne DAX 30	8 856,3	8 878,3	8 860,3	7 648,6	7 300,2	-0,2	0,0	15,8	21,3	
Italie MIB	42 312,3	42 566,4	39 351,3	34 186,2	34 044,9	-0,6	7,5	23,8	24,3	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	9 216,7	9 283,3	8 735,6	8 173,0	8 328,7	-0,7	5,5	12,8	10,7	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 571,9	10 728,8	10 250,2	9 877,2	9 912,2	-1,5	3,1	7,0	6,7	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

En **Asie**, comme tant d'autres, les marchés asiatiques ont été soutenus par la baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale et affichent une performance globalement positive. L'Indonésie enregistre la plus forte hausse, portée par un climat politique apaisé et une baisse surprise de ses taux directeurs. La Corée du Sud et Taïwan ont également terminé en territoire positif, encore une fois aidés par l'enthousiasme autour de l'intelligence artificielle. À l'inverse, la Chine continentale a été pénalisée par des prises de bénéfices, tandis que l'Australie a reculé suite à la publication de données macroéconomiques peu favorables. Dans le domaine de la défense, on notera que Korea Aerospace Industries et son partenaire Lockheed Martin seraient en passe de remporter un contrat de 7,2 Mds\$ auprès de l'armée américaine pour remplacer les avions d'entraînement T-45. Cela représenterait un revers pour Boeing qui reste pénalisé par des retards de livraison et des grèves récurrentes de ses ingénieurs.

Aux **Etats-Unis**, les grands indices américains poursuivent leur envolée vers de nouveaux sommets historiques, portés par la baisse de 25bps des taux directeurs de la Réserve fédérale et l'engouement persistant en faveur de la thématique IA. De nouveau, les compartiments exposés aux grandes valeurs technologiques surperforment largement l'indice général tandis que les compartiments défensifs (consommation courante, santé, services aux collectivités et immobilier) finissent en territoire négatif. Cette semaine a été marquée par la hausse de 23% d'Intel suite à l'annonce d'un investissement de 5 Mds\$ de Nvidia et d'un partenariat visant à développer des puces avancées pour les centres de données et les PC. On notera toutefois que cet accord n'inclut pas les activités de fonderie d'Intel et que TSMC restera le fondeur privilégié de Nvidia.

### Le Focus de la semaine : Un carnet de commande record pour Oracle, mais à quel prix ?

Oracle a récemment vu son cours de bourse s'envoler suite à l'annonce d'une hausse de son carnet de commandes de 317 Mds\$ pour atteindre 455 Mds\$ (soit une hausse de 359% sur un an). Derrière cet engouement, plusieurs incertitudes demeurent : dépendance à un client au modèle économique incertain, déficit d'investissements et structure financière contrainte.

En effet, selon la presse spécialisée, près de 300 Mds\$ de dollars de ces nouveaux contrats pourraient provenir d'OpenAI (soit 95% des nouvelles commandes). Or, Sam Altman déclarait lui-même que son entreprise ne serait pas rentable avant 2029 et qu'elle ne réaliserait pas plus de 20 Mds\$ de chiffre d'affaires annualisé d'ici la fin de l'année (soit moins de 7% des engagements estimés avec Oracle). Cela interroge sur la pérennité de ces engagements si OpenAI ne parvient pas à établir une situation financière pérenne ou à trouver de nouvelles sources de financement.

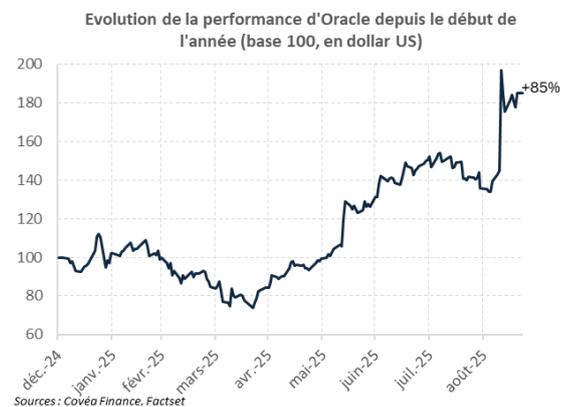
L'exécution reste un autre point de fragilité. Oracle pourrait rencontrer des difficultés pour accéder à des capacités de production et énergétiques supplémentaires alors que les autres grands acteurs de l'infrastructure cloud (Alphabet, Microsoft, Amazon) indiquaient au dernier trimestre être, eux-mêmes, sous contrainte de capacités.

En parallèle, les dépenses d'investissements d'Oracle attendues pour l'année fiscale 2026 sont encore modestes (35 Mds\$). A titre de comparaison, Microsoft s'attend à dépenser un montant équivalent (30 Mds\$) rien que pour le prochain trimestre pour un carnet de commandes pourtant inférieur à Oracle (368 Mds\$). Cette sous-dimension des investissements remet en question la capacité d'Oracle à répondre à l'accélération du carnet de commandes.

Le défi est aussi financier. Les besoins d'accélérer les investissements d'Oracle interviennent alors que l'entreprise affichait des flux de trésorerie négatifs sur trois des quatre derniers trimestres et des niveaux d'endettement bien supérieurs à ses confrères (dette nette à 3.9x son EBE contre 0.4x pour Amazon). Pour répondre à ses besoins d'investissements, le groupe s'appuie sur des partenaires financiers comme JPMorgan Chase et Mitsubishi UFG Financial Group qui travailleraient sur un plan de financement de 38 Mds\$, ce qui devrait aggraver sa dépendance à l'endettement financier.

Cet évènement s'inscrit aussi dans le contexte plus large du projet Stargate annoncé cet été par OpenAI, Oracle et Softbank et estimé à 500 Mds\$. Les contrats records d'Oracle matérialisent ainsi les volontés d'OpenAI de réduire sa dépendance à Microsoft en construisant sa propre infrastructure. OpenAI aurait d'ailleurs récemment renégocié son partenariat avec Microsoft pour lui permettre de changer de statut juridique vers une société à but lucratif, facilitant une introduction en bourse et l'accès à de nouvelles capacités de financement.

L'engouement sur la sphère IA est à la fois source d'opportunités et de vigilance. Dans le cadre de l'élaboration de nos Perspectives Economiques et Financières, nous attachons une grande rigueur à la compréhension des enjeux du développement de cette technologie pour investir sur les nœuds critiques et les effets de diffusion de celle-ci. Toutefois, nous gardons en tête les risques d'excès et les problématiques de financement qui ne manqueront pas de créer des corrections sur certains acteurs.



Stéphane Darrasse

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	19/09/25	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	6 664	6 584	6 141	5 882	5 714	1,2	8,5	13,3	16,6	1,1	8,1	-0,1	10,8
Etats-Unis - Dow Jones	46 315	45 834	43 387	42 544	42 025	1,0	6,7	8,9	10,2	0,9	6,3	-4,0	4,7
Etats-Unis - Nasdaq	22 631	22 141	20 168	19 311	18 014	2,2	12,2	17,2	25,6	2,1	11,8	3,3	19,4
Japon Nikkei 300	671	675	601	604	562	-0,6	11,6	11,0	19,4	-0,9	8,5	4,0	9,4
Corée du Sud KOSPI	3 445	3 396	3 080	2 399	2 581	1,5	11,9	43,6	33,5	1,1	8,0	33,9	20,7
Chine - Shanghai	3 820	3 871	3 448	3 352	2 736	-1,3	10,8	14,0	39,6	-1,3	11,1	3,0	31,6
Hong Kong Hang Seng	26 545	26 388	24 325	20 060	18 013	0,6	9,1	32,3	47,4	0,5	9,7	16,5	40,4
Marchés Emergents - MSCI	1 341	1 326	1 227	1 075	1 100	1,1	9,3	24,7	21,9	1,0	8,9	9,9	15,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Les sogo shosha : un bouclier pour la sécurité des approvisionnements japonais ?

Les cinq grandes maisons de négoce japonaises, ou sogo shosha — Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo, Itochu et Marubeni — sont au cœur de l'histoire économique de l'archipel. Issues de la réorganisation des conglomérats d'avant-guerre (zaibatsu), elles ont été le moteur du miracle économique japonais d'après-guerre. Pour une nation insulaire dépourvue de ressources, leur mission était vitale : servir de pont stratégique entre le Japon et le reste du monde, afin d'assurer l'approvisionnement en énergie, métaux et denrées alimentaires indispensables aux usines et à la population. Leur modèle allait bien au-delà de la simple intermédiation. Leur rôle était crucial, notamment pour les petites et moyennes entreprises, qui, par manque de capital, ne pouvaient se permettre de construire un réseau d'approvisionnement/de distribution à grande échelle. Les sogo shosha devenaient alors indispensables en leur fournissant l'intelligence économique, les solutions logistiques et les facilités de financement nécessaires pour mener à bien une expansion internationale.

### Du courtage à l'investissement stratégique.

À l'origine, les sogo shosha investissaient pour des raisons commerciales plutôt que financières. Le but était de sécuriser des ressources essentielles en obtenant des droits de distribution exclusifs. Ainsi, financer une mine de fer en Australie était un moyen de garantir l'approvisionnement pour les aciéristes japonais, la performance de l'actif n'étant qu'un critère secondaire. Le modèle des sogo shosha a cependant basculé à mesure que les revenus issus du négoce perdaient leur rôle de moteur économique, une transition brutalement accélérée par la crise financière des années 1990. Confrontées à l'érosion de leurs sources de profit traditionnelles, elles furent contraintes de se réinventer, ce qui se traduit par une autonomie croissante des décisions d'investissement, les convertissant de fait en sociétés d'allocation de capitaux.

Bien que protéiforme, la transformation des sogo shosha en sociétés d'investissement, s'est toujours appuyée sur une logique unificatrice : l'intégration verticale des chaînes de valeur. Un exemple emblématique est celui d'Itochu dans le secteur alimentaire. Cette dernière est aujourd'hui présente "de la ferme à l'assiette" du consommateur. Elle détient des participations, en amont dans des producteurs comme HyLife (porc), contrôle la transformation et l'importation (via Prima Meat Packers), et vend ses produits finis en aval dans ses propres supérettes (FamilyMart).

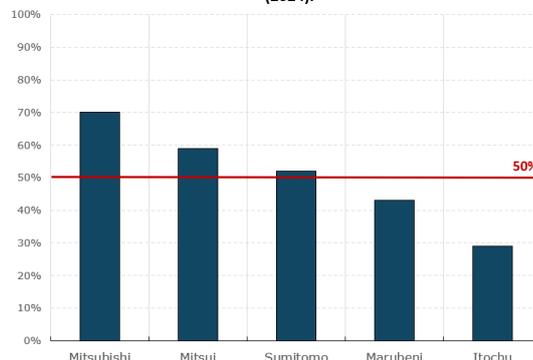
### Au cœur de la nouvelle géopolitique des ressources.

Face aux enjeux de sécurité énergétique et dans un contexte où la transition écologique dépend des métaux critiques, le Japon peut ainsi s'appuyer sur ses sogo Shosha. Fortes de leurs positions historiques, plusieurs de ces maisons ont conservé des portefeuilles toujours très exposés aux matières premières. Pour Mitsubishi, Mitsui et Sumitomo, c'est par exemple plus de 50% du résultat net qui provient directement des ressources naturelles et/ou de l'énergie.

Parallèlement, les sogo shosha se positionnent sur les technologies de demain en investissant sur toute la chaîne de valeur de l'énergie décarbonée. Cette stratégie se matérialise par des prises de participation ciblées, telles que celle de Mitsui dans le producteur d'hydrogène Norwegian Hydrogen et s'étend jusqu'à la création de filières d'envergure mondiale, comme l'illustre la collaboration de Mitsubishi avec CF Industries aux États-Unis pour construire la plus grande usine d'ammoniac vert au monde.

Dans le monde que nous décrivons au sein de nos Perspectives Économiques et Financières, caractérisé par la régionalisation et le retour du Politique soucieux de sécuriser ses approvisionnements, le modèle des sogo shosha semble retrouver toute sa pertinence. Acteurs historiques, avec une expertise unique qui les place au cœur des stratégies de résilience de demain.

Part du résultat net exposée aux ressources naturelles/énergies (2024).



Source : Rapport Annuel 2024, Mitsubishi Corp, Mitsui, Sumitomo, Marubeni, Itochu.

Félix Laroche

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

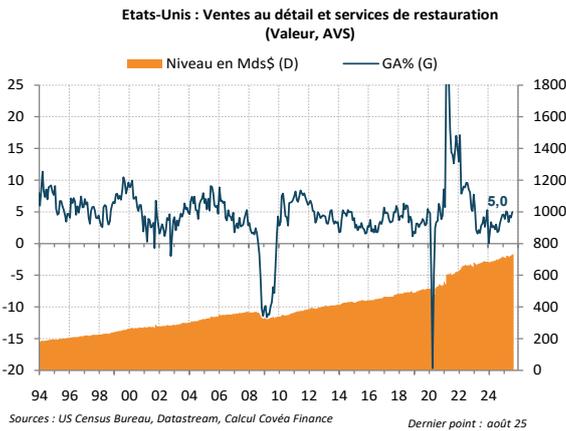
## États-Unis

« Confrontée à la dégradation du marché du travail, la Réserve fédérale reprend son assouplissement »

Le comité de politique monétaire (FOMC) de la Réserve fédérale a abaissé son taux directeur de 25 points de base (bp) conformément aux attentes, le portant ainsi à la fourchette [4% ; 4,25%]. Tous les membres du FOMC ont voté pour ce mouvement, à l'exception du nouveau gouverneur Stephen Miran (voir infra) qui s'est distingué de ses collègues en votant pour une baisse de 50 bp. Le conseiller économique de Donald Trump n'a cependant pas réussi à rallier à sa position très accommodante les gouverneurs Bowman et Waller, qui s'étaient opposés au statu quo en juillet et avait défendu un assouplissement immédiat de la politique monétaire. Jerome Powell a laissé entendre lors de la conférence de presse que la possibilité d'une baisse de 50 bp n'avait pas été sérieusement discutée pendant les échanges. Le comité justifie l'assouplissement par la dégradation du marché du travail qui entraîne un nouvel équilibre des risques, ce

que souligne désormais un communiqué de presse modifié dans un sens plus accommodant. M. Powell a présenté ce mouvement comme une gestion prudente des risques dans un contexte d'incertitude. La médiane des prévisions individuelles des membres (les dots) a surpris quelque peu en indiquant deux baisses supplémentaires de 25 bp d'ici la fin d'année, contre une seule dans le jeu de prévision de juin. Lors de la conférence de presse, Jerome Powell a préféré minimiser cette médiane car **les opinions au sein du FOMC quant aux futurs mouvements sont contrastées**. En effet, neuf participants prévoient une réduction ou moins, neuf prévoient deux réductions, et un, vraisemblablement S. Miran, prévoit une réduction de 150 points de base. A moyen terme, la médiane indique 1 baisse en 2026 puis 1 en 2027. Les prévisions économiques ont été modifiées à la marge par rapport à juin : la croissance du PIB serait un peu supérieure en 2025 (1,6%), et le taux de chômage en 2026 et 2027 est légèrement plus faible (4,4% et 4,3%). Ces changements indiquent qu'il n'y a pas de forte conviction quant à une dégradation marquée du marché du travail, ce qui pourrait limiter les perspectives d'assouplissement, d'autant que l'inflation a été revue légèrement en hausse pour 2026 (2,6%). Le peu de marge de manœuvre dont disposent les autorités monétaires, que nous soulignons dans nos perspectives économiques et financières, a été évoqué par **le président Powell, qui a déclaré qu'« il n'y a pas de chemin sans risque aujourd'hui », soulignant la difficulté actuelle pour la Réserve fédérale de respecter son double mandat : la stabilité des prix et l'emploi maximum.**

**Le Conseiller économique de Donald Trump, Stephen Miran, a été nommé au conseil des gouverneurs de la Fed** par le Sénat la veille de la réunion de politique monétaire des 16 et 17 septembre, à laquelle il a pu participer. M. Miran a pris un congé sans solde de son poste de directeur du CEA (Council of Economic Advisors), tout en exerçant son nouveau



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	août-25	0,9	1,3	0,2	-0,3
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	août-25	-11,1	-5,2	-10,0	-2,8
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	août-25	-6,0	13,0	-8,4	-3,5
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	août-25	5,0	4,1	3,5	2,6

\* Du 15/09/2025 au 21/09/2025 Sources : Refinitiv, Covéo Finance

poste de gouverneur dont le terme expire en janvier. Ainsi il pourrait retourner à la Maison Blanche l'année prochaine s'il n'est pas nommé pour un nouveau mandat à la Fed. M. Miran est ainsi le premier représentant du pouvoir exécutif à siéger au conseil d'administration de la Fed depuis 1935, tout en conservant un poste à la Maison Blanche, ce qui pose bien sûr question quant à l'indépendance de la Fed vis-à-vis du pouvoir politique.

La Gouverneure Lisa Cook a gagné cette semaine une étape de sa bataille judiciaire avec l'administration Trump puisqu'une cour d'appel fédérale a rejeté une demande d'urgence de l'administration visant à la renvoyer avant la réunion de cette semaine. Le gouvernement américain poursuit toutefois ses efforts et a dans la foulée demandé à la Cour Suprême de statuer rapidement sur le cas de Mme Cook.

**Les négociateurs américains et chinois sont parvenus à un accord-cadre au sujet de TikTok** à l'issue de deux jours de négociations commerciales. M. Bessent, qui dirigeait la délégation américaine, a déclaré qu'un cadre avait été trouvé permettant à un groupe d'investisseurs américains de prendre le contrôle des activités de TikTok aux États-Unis. L'accord a été confirmé par M. Trump et le dirigeant chinois Xi Jinping à l'issue d'un appel téléphonique vendredi. Les deux dirigeants ont par ailleurs prévu de se rencontrer fin octobre en marge du sommet de l'APEC en Corée du Sud, ce qui pourrait suggérer des avancées dans les négociations commerciales toujours en cours.

Concernant la politique migratoire, D. Trump a signé ce week-end un décret introduisant des frais de 100 000 \$ sur les nouvelles demandes de visas H1B, qui sont des visas de travail pour les personnes qualifiées et sont très utilisés dans le secteur technologique. L'introduction de tels frais a pour but d'inciter les entreprises à recruter des Américains plutôt que des étrangers. L'année dernière, 140,000 visas de ce type ont été émis et les ressortissants des BRICS étaient les principaux bénéficiaires de ces visas, puisque 70 % de ces travailleurs sont indiens et 12 % sont chinois. Cette mesure intervient dans un contexte plus large de lutte contre l'immigration qui pourrait fragiliser un des avantages compétitifs des États-Unis que nous mettons en avant dans nos perspectives économiques et financières, celui de l'accès à la main d'œuvre qualifiée. En parallèle, la réduction de l'offre de main-d'œuvre dans certains secteurs pourrait tirer les salaires à la hausse et alimenter les risques haussiers pour l'inflation.

**Du côté des données, les ventes au détail témoignent de la résistance de la consommation des ménages** malgré le contexte de dégradation de l'emploi. Les ventes ont progressé de 0,6% en glissement mensuel en août, après deux mois de fortes hausses, et voient leur croissance annuelle accélérer à 5% en valeur. Les ventes ont été dynamiques dans l'habillement, les biens de loisirs, la restauration et les véhicules. Dans l'industrie, la production a modestement progressé en août, grâce au rebond de la production automobile (+2,6%) et des mines (+0,9%). La dynamique annuelle est encore modérée avec une croissance de 0,9%. **La construction résidentielle affiche en revanche une tendance toujours négative.** Les mises en chantier ont chuté lourdement en août (-8,5% en glissement mensuel) effaçant ainsi les gains de juin et juillet. Les permis de construire reculent eux de 3,7%.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

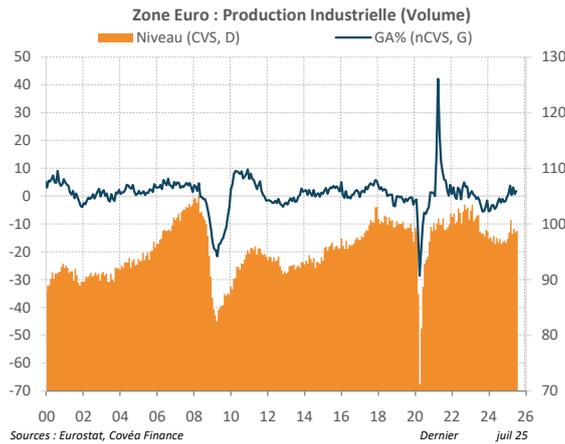


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Les salaires restent dynamiques dans la zone euro »

Les statistiques de coût du travail publiées par Eurostat montrent une accélération des salaires au deuxième trimestre dans la zone euro (+3,7% sur un an contre +3,5% au premier trimestre). Le coût total du travail a aussi fait preuve d'un peu plus de dynamisme (+3,6% vs + 3,4%). L'accélération concerne tant le secteur privé (+4,0% contre +3,9%) que le public (+2,8% contre +2,6%). **Comme nous l'indiquons dans nos Perspectives économiques et financières, les tensions persistantes sur le marché du travail entretiennent la dynamique des salaires et plaident pour une inflation durablement plus élevée** que dans le passé, ce qui justifie la prudence de la BCE et le constat effectué par Christine Lagarde lors de sa conférence de presse de la fin du processus de désinflation.



Sources : Eurostat, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Prod. industrielle Vol, nCVS, GA%	juil.-25	1,8	0,7	-1,7	-3,0
AL	ZEW Indice	sept.-25	37,3	34,7	2,2	25,4
RU	Inflation IPC, nCVS, GA%	août-25	3,8	3,8	7,3	2,5
RU	Inflation sous-jacente IPC, nCVS, GA%	août-25	3,6	3,8	6,2	3,7

\* Du 15/09/2025 au 21/09/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Les chiffres publiés par Eurostat confirment la stabilisation, voire la légère progression, de la production industrielle dans la zone euro.** Malgré des évolutions mensuelles encore erratiques, l'indice hors construction est en hausse sur un an depuis le mois de février (+1,8% en juillet). L'activité industrielle reste faible en niveau, mais elle se redresse légèrement. Le redressement est surtout tiré par les biens de consommation non-durables et, dans une moindre mesure, par les biens d'équipement professionnels.

**La Commission européenne a communiqué sur un programme de renforcement des relations avec l'Inde.** Au-delà de la négociation d'un accord de libre-échange, il est question de sécurité économique, de coopération dans le domaine des startups (l'Inde pourrait être invitée à s'associer au programme Horizon Europe), d'initiatives pour la décarbonation et la transition énergétique, mais aussi d'un partenariat dans le domaine de la défense et de l'espace.

**Ursula Von der Leyen a annoncé un 19e paquet de sanctions contre la Russie.** Il comprend notamment l'avancement d'un an de l'arrêt total des importations de gaz russe par les membres de l'UE, au 1er janvier 2027. L'annonce de cette modification intervient quelques jours après que Donald Trump a déclaré que les Etats-Unis sont prêts à imposer de nouvelles sanctions sur l'énergie russe, à la condition que les membres de l'OTAN cessent d'en acheter. Les sanctions financières vont être renforcées et étendues à de nouveaux établissements, y compris hors de Russie. Dans sa communication, la présidente de la Commission a aussi confirmé que, l'Union européenne cherche à utiliser, les avoirs russes gelés dans les comptes d'Euroclear pour financer l'aide à l'Ukraine. Sur les 194Mds€ d'avoirs gelés, 170Mds€ sont désormais sous forme de dépôts liquides, somme qui pourrait être utilisée pour acheter des obligations zéro-coupon émises par l'Union européenne afin

de prêter à l'Ukraine pour sa reconstruction.

**Le Parlement allemand a adopté le budget de l'Etat fédéral pour l'année en cours.** L'Allemagne empruntera 140Mds€ cette année, dont 82Mds€ pour financer le déficit du budget général et 58Mds€ pour la mise en œuvre du plan d'investissements en infrastructure et la poursuite l'augmentation des dépenses de défense.

**Une semaine après avoir abaissé la note de crédit de la France, à A+, Fitch Ratings a relevé celle de l'Italie, à BBB+ perspective stable.** L'agence de notation souligne la trajectoire maîtrisée des finances publiques italiennes, avec des recettes solides et des dépenses en faible croissance qui a permis au ratio de dette/PIB de retrouver son niveau d'avant la crise liée à la pandémie de Covid-19, soit une baisse de 20 points de pourcentage par rapport au pic. Selon Fitch, la stabilité politique dont fait preuve la péninsule devrait permettre de poursuivre dans la voie de l'assainissement budgétaire.

**La Banque d'Angleterre (BoE) maintient le statu quo, dans un contexte d'inflation toujours élevée.** Le Comité de politique monétaire était une nouvelle fois divisé, puisque sept membres ont voté en faveur du maintien du taux directeur à 4% et deux autres membres étaient favorables à une baisse de 25 points de base. En parallèle, la BoE a annoncé réduire le rythme de son resserrement quantitatif à 70Mds£ sur les douze prochains mois, contre 100Mds£ précédemment. La Banque centrale a par ailleurs gardé un ton prudent en raison d'une dynamique de prix toujours élevée. L'inflation s'est en effet établie à 3,8% en août, comme en juillet, un niveau bien au-dessus de la cible de 2%. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) se modère à 3,6%, en raison d'un léger recul de l'inflation dans les services à 4,7% (après 5% en juillet). La croissance des prix dans ce secteur demeure tout de même élevée, dans un contexte de dynamisme toujours marqué des salaires, bien que des premiers signes de modération commencent à se matérialiser. Ces éléments confirment que les risques d'une inflation durablement plus élevée demeurent présents au Royaume-Uni. La Banque d'Angleterre estime par ailleurs que la cible d'inflation ne sera pas atteinte avant 2027.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

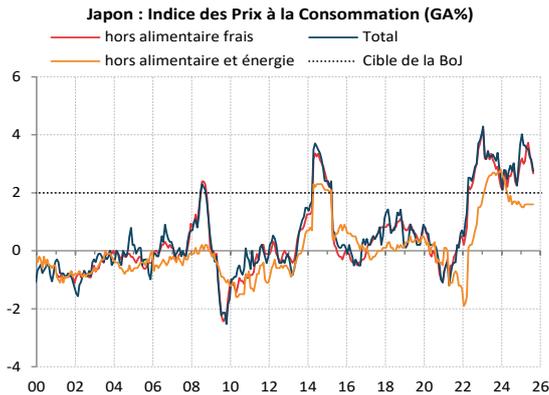


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La Banque du Japon maintient son taux inchangé mais annonce des changements sur son bilan »

**La Banque du Japon (BoJ) a maintenu son taux directeur inchangé pour une cinquième réunion consécutive en septembre, à 0,5%.** Deux membres du conseil (Hajime Takata et Naoki Tamura) se sont pourtant prononcés en faveur d'une hausse de 25 points de base, alertant sur des risques haussiers sur les prix, mais ils n'ont pas été suivis par les sept autres membres. Le gouverneur Ueda a, en revanche, conservé une communication prudente, soulignant le maintien d'importantes incertitudes sur les effets des hausses de droits de douane américains sur l'économie japonaise et la nécessité d'attendre davantage de données avant d'augmenter le taux. De plus, les turbulences politiques actuelles contribuent au manque de visibilité sur les perspectives de l'économie japonaise, alors que des élections internes au Parti démocrate libéral devraient se tenir le 4 octobre pour désigner le successeur de Shigeru Ishiba à la tête du parti et, très probablement, au poste de Premier ministre.



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéa

**Par ailleurs, la BoJ a officiellement décidé de commencer à réduire ses avoirs en Exchange-Traded Fund (ETF)** dont la valeur de marché représente environ 75 000 Mds¥ (508 Mds\$), accumulés entre 2010 et 2023. Cette réduction devrait toutefois se faire à un rythme très lent, d'environ 620 Mds¥ (4,2 Mds\$) par an – il faudra attendre 121 ans pour que l'ensemble de ces avoirs soit vendu à ce rythme. **La BoJ réduira également ses avoirs en fonds immobiliers (J-REITs)**, à un rythme d'environ 5,5 Mds¥ (37 M\$) par an. La date de début de ces opérations n'a pas encore été dévoilée et devrait être décidée directement par le gouverneur Kazuo Ueda (plutôt que par l'ensemble du conseil). La BoJ a indiqué que la vente de ces actifs, qui marque une nouvelle étape de sa normalisation monétaire, se fera de manière « à éviter d'induire des effets déstabilisateurs sur les marchés financiers ».

**En parallèle, l'attentisme de la BoJ fait aussi écho à la modération de l'inflation japonaise, à 2,7% en août, après 3,1% en juillet.** Elle reste ainsi au-dessus de la cible des 2% de la banque centrale, mais passe sous la barre des 3% pour la première fois depuis novembre 2024. Ce ralentissement reflète notamment le recul marqué des prix de l'énergie, à -3,3% en glissement annuel (GA), après -0,3% en juillet. En outre, après avoir été particulièrement dynamique depuis le début de l'année, les prix de l'alimentation commencent à montrer des signes de modération. Hors alimentation et énergie, l'inflation reste stable à 1,6% (pratiquement inchangée depuis juillet 2024). Les prix des services demeurent peu dynamiques, en hausse de 1,5% sur un an, interrogeant sur la transmission des hausses de salaire sur les prix et donc sur le caractère durable de l'inflation.

**Concernant les relations entre la Chine et les États-Unis, les deux pays ont annoncé avoir trouvé un accord sur TikTok (voir p. 6) et les autorités chinoises ont indiqué**

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
JP	Inflation	IPC, NCVS, GA%	août-25	2,8	3,1	3,3	2,7
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	août-25	1,6	1,6	2,5	1,9
	Exportations	Val, CVS, GA%	août-25	0,6	-2,4	2,8	6,0
	Importations	Val, CVS, GA%	août-25	-3,4	-7,0	-7,1	1,6

\*Du 15/09/2025 au 22/09/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**mettre un terme à l'enquête antitrust contre Google**, ouverte en février suite à la hausse des droits de douane américains. Il semble toutefois trop tôt pour parler d'un réel apaisement entre les deux pays, notamment au regard des annonces de sanctions économiques échangées une semaine plus tôt (cf. suivi du 15 septembre). En outre, **l'autorité chinoise de régulation du cyberspace a annoncé cette semaine interdire aux grandes entreprises technologiques du pays d'acheter les semi-conducteurs de Nvidia**, destinés au secteur chinois de l'intelligence artificielle, afin d'encourager l'industrie locale et réduire la dépendance à ce fournisseur américain, dans un contexte de rivalité technologique croissante entre les deux pays.

**Sur le plan géopolitique, l'Arabie saoudite a signé un pacte de défense mutuelle avec le Pakistan**, puissance nucléaire proche de la Chine, stipulant que toute agression contre l'un des deux sera considérée comme une agression contre les deux. Cet accord intervient une semaine après une attaque israélienne au Qatar, qui a fait fortement réagir les dirigeants des États du Golfe, et illustre la volonté de l'Arabie saoudite de diversifier ses alliances militaires au-delà des États-Unis.

Louis Martin

Economiste



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.