

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

29 septembre 2025

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Des foncières (sous) cotées ?

Le mimétisme financier d'une grande majorité d'investisseurs entraîne une concentration croissante des indices boursiers sur un très petit nombre d'actions. Par contraste, les foncières cotées paraissent délaissées.

Les foncières ont vocation à constituer, gérer et arbitrer un portefeuille d'actifs physiques, à caractère immobilier tels que des logements, des centres et parcs commerciaux, des bureaux, des entrepôts logistiques, des centres de serveurs ou des murs d'établissements spécialisés. Elles peuvent être privées ou cotées en bourse. Les foncières détiennent des actifs patrimoniaux et espèrent un rendement du dividende plus élevé (souvent supérieur à 5%) que la moyenne du marché actions (3,4% en Europe). Par ailleurs, en France, le régime des SIIC (\*) apporte à leurs actionnaires une transparence fiscale, bienvenue en cas de hausse de la fiscalité des entreprises.

Le secteur immobilier a subi de plein fouet les effets structurels de la crise du Covid et conjoncturels de la fin de la période de taux bas. La désertion des bureaux localisés dans les périphéries a entraîné la chute des loyers. La hausse des taux d'intérêt a renchéri les coûts de financement et peser sur les valorisations contraignant certaines foncières à vendre leurs actifs pour se désendetter. Pour se représenter la désertion en bourse des investisseurs qui s'en est suivi, les foncières ne pèsent désormais que 0,5% de l'ensemble des encours des fonds d'actions dans le monde. Alors que leur cotation laisse transparaître une décote par rapport à leur valeur d'actif. En Europe, leur capitalisation s'établit désormais à 250 Mds€ au même niveau qu'en 2014.

Malgré quelques signaux qui laissent percevoir une reprise de cycle, l'attentisme sur le marché immobilier commercial devrait se prolonger. En effet, les difficultés des gouvernements à contrôler leurs déficits budgétaires devraient continuer à peser sur la croissance économique et pousser les taux longs à la hausse, vision que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières. La décote sur les foncières cotées devrait perdurer.

\* Société d'Investissement Immobilier Cotée

## Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

Xavier Simler

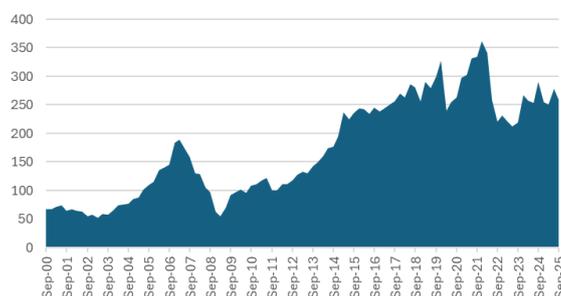
Responsable du pôle Multigestion



## Focus de la semaine

« Une secteur délaissé... »

Evolution de la capitalisation de l'indice FTSE EPRA Nareit Developed Europe (Mds€)



Bloomberg; FTSE EPRA Nareit

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	26/09/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,170	1,170	1,118	0,0	4,7
€ / £	0,873	0,852	0,833	2,5	4,8
€ / Yen	174,95	168,98	161,86	3,5	8,1
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	70	68	72	3,5	-2,1
Indice CRB*	546	566	537	-3,5	1,6
Prix de l'once d'Or	3 776	3 334	2 670	13,3	41,4
Prix de la tonne de cuivre	10 182	9 900	10 081	2,8	1,0
Indice Baltic Dry**	2 259	1 553	2 091	45,5	8,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1115	2332	2135	-52,2	-47,8

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 :

Les taux souverains terminent la semaine sur une note légèrement haussière de part et d'autre de l'Atlantique, le rallye de vendredi ayant en grande partie effacé les hausses observées jeudi. Elles avaient eu pour origine une adjudication décevante au Royaume-Uni liée aux préoccupations à l'approche du budget devant être voté en novembre et, aux Etats-Unis, la baisse des demandes d'allocations chômage couplée à la révision en hausse du PIB (3,8% contre 3,3% attendus). Les rendements à 10 ans du Gilt et du T-Bond progressent ainsi de respectivement 3 et 5 pb à 4,75% et 4,18%. En zone euro, le taux du Bund à 10 ans est stable à 2,75% tandis que celui de l'OAT et du Bonos progressent de 2 pb à 3,57% et 3,17%. La dette italienne sous-performe (+5 pb à 3,58%) après l'annonce du calendrier trimestriel d'émissions en hausse de 12 milliards d'euros d'ici la fin de l'année par rapport au programme initial. Parallèlement, les anticipations d'inflation de la zone euro perçues à travers des obligations indexées ont rebondi dans le sillage de la hausse des prix du pétrole (+5% pour le baril de Brent à 70 dollars) : le point mort du Bund à 10 ans affiche une hausse de 5 pb à 1,73%.

Sur le marché du crédit européen les primes de risque évoluent peu : l'indice iBoxx catégorie investissement affiche une prime de 89 pb en hausse de 2 pb (3,39% de taux moyen) tandis que celle de l'indice BBB-BB progresse de 1 pb à 109 pb (3,49 % de taux). L'appétit solide des investisseurs pour la classe d'actifs se mesure également aux volumes historiquement élevés d'émissions primaires. Hors financières, les montants cumulés sur la semaine dépassent 20 milliards d'euros (dont environ un tiers sur la catégorie haut rendement), niveau qui n'avait pas été atteint depuis le mois de juin. A titre d'exemple, America Movil (émetteur noté A-) a émis une obligation à 5 ans au taux de 3,07% (soit OAT +21 pb) pour un montant total de 650 millions d'euros.

### Le Focus de la semaine : Financement de Thales par la BEI

Comme évoqué lors de notre suivi hebdomadaire du 08 septembre au sujet du lancement des obligations de défense européenne, le financement de l'effort de réarmement souhaité par les membres de l'Union européenne est un sujet complexe. La Banque Européenne d'Investissement (BEI) vient d'apporter une pierre à l'édifice en octroyant pour la première fois un prêt de 450 millions d'euros au groupe français Thales. Parmi les prêts les plus importants accordés à un acteur du secteur de la sécurité et de la défense, il s'étendra sur 2 ans et s'inscrit dans le cadre du programme TechEU de la BEI lancé en juin dernier qui prévoit une enveloppe de 70 milliards d'euros d'ici 2027 visant à soutenir les technologies de pointe. Au total, ce sont 3,5 milliards d'euros qui seront alloués au secteur de la défense et de la sécurité cette année, soit environ 3,5% du budget global.

Thales, de son côté, entend consacrer ce financement à la recherche et au développement dans le domaine de l'aéronautique, et plus spécifiquement à la modernisation des équipements actuels et au développement d'une nouvelle génération de radars civils et militaires. On peut s'interroger sur le réel besoin de Thales d'avoir recours à la BEI : le groupe, qui investit plus de 4 milliards d'euros par an dans la Recherche et le Développement, bénéficie d'un accès privilégié au financement obligataire. Fort d'une bonne qualité de crédit (le groupe est noté A2 par Moody's et A- par S&P), sa dette existante se négocie actuellement à des niveaux proches de ceux de l'OAT (voir graphique ci contre).

Au-delà de son intérêt économique (les conditions du prêt n'ont toutefois pas été communiquées), ce prêt illustre la volonté politique de l'Union européenne, que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières, de renforcer son autonomie technologique dans un contexte mondial tendu, en agissant comme un partenaire stratégique et en valorisant l'innovation à usage civil et militaire.



Charles Lepic

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	26/09/25	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	4,25	4,50	4,50	5,00	0,00	⇒	-0,25	↓	-0,75	↓
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	3,15	3,65	0,00	⇒	0,00	⇒	-1,50	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,50	0,00	⇒	0,00	⇒	-1,50	↓
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	4,25	4,75	5,00	0,00	⇒	-0,25	↓	-1,00	↓
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	⇒	0,00	⇒	0,25	↑
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	4,18	4,13	4,24	4,57	3,80	5	↑	-7	↓	38	↑
Allemagne	2,75	2,75	2,57	2,37	2,18	0	↓	18	↑	56	↑
France	3,57	3,55	3,25	3,20	2,98	2	↑	32	↑	59	↑
Italie	3,58	3,53	3,45	3,52	3,48	5	↑	13	↑	10	↑
Royaume-Uni	4,75	4,72	4,47	4,57	4,01	3	↑	27	↑	74	↑
Japon	1,65	1,65	1,42	1,10	0,83	1	↑	23	↑	82	↑
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	56,4	50,3	56,1	57,7	57,3	6,1	↑	0,3	↑	-0,9	↓
Indice Itraxx Crossover	265,5	248,4	290,5	313,1	306,4	17,1	↑	-25,0	↓	-47,6	↓

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

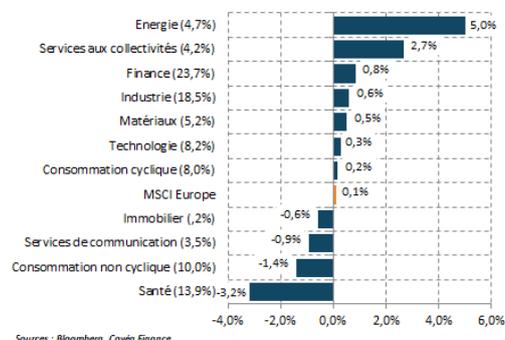
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les indices européens progressent légèrement sur la semaine avec le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) en hausse de 0,1% dans un contexte géopolitique incertain. Le secteur de l'énergie arrive en tête (+5,0%) dans le sillage de la hausse des cours du pétrole sur fond d'intensification des attaques ukrainiennes sur les infrastructures pétrolières russes. En bas de tableau, le secteur de la santé (-3,2%) est pénalisé par des annonces de potentiels droits de douanes supplémentaires sur les équipements médicaux et les produits pharmaceutiques non brevetés. En conséquence, la santé affiche la plus forte sous-performance sectorielle depuis le début de l'année (-7,0%). Parmi les autres fortes variations de la semaine, Kingfisher et H&M bénéficient de la publication de leurs résultats trimestriels et progressent respectivement de 19,8% et 13,6%. La société de défense Hensoldt (+10,1%) enregistre une hausse dans le cadre de l'escalade des tensions géopolitiques et notamment après la violation de l'espace aérien de l'Estonie et du Danemark. Antofagasta a progressé, avec le reste du secteur minier, en lien avec la hausse du cours de cuivre suite à un accident dans la mine de Grasberg en Indonésie entraînant un arrêt de la production. Enfin, Mediobanca perd 9,0% après l'annonce de la banque Montei Dei Paschi di Siena d'avoir acquis 86% du capital, soit en dessous du seuil des 90% impliquant un retrait obligatoire de la cote. Sur la semaine, l'indice de petites capitalisations recule de -0,9%, mais demeure en surperformance notable par rapport aux indices européens (MSCI EMU Small Cap à +16,0% et MSCI Europe à +9,2%).

Performances sectorielles du MSCI Europe du 19/09/2025 au 26/09/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

### Le Focus de la semaine : Quel regard porter sur les lunettes connectées ?

Meta et EssilorLuxottica ont présenté mi-septembre une nouvelle gamme de lunettes connectées, marquant une étape supplémentaire dans le développement de ce nouveau marché avec 2 millions d'unités vendues depuis le lancement en septembre 2023 jusqu'à fin 2024 selon EssilorLuxottica (sur environ 240 millions de paires de lunettes vendues en 2024). Contrairement au casque de réalité virtuelle proposé par Meta depuis déjà plusieurs années, ces nouveaux produits associent la technologie à des lunettes du quotidien, sans compromis sur le style, afin d'en faciliter l'usage régulier. Des verres correcteurs ou photochromiques sont également proposés grâce au partenariat entre les deux groupes.

Trois modèles sont désormais proposés, dont la Ray-Ban Meta Display, équipée d'un écran couleur haute résolution activable à la demande et associée à un bracelet traduisant les signaux musculaires en commandes. Ces dispositifs intègrent également caméras, micros, haut-parleurs et fonctions d'intelligence artificielle permettant la traduction simultanée, la navigation guidée, les appels vidéo ou encore des réponses instantanées à des recherches. Ces nouvelles fonctionnalités, qui rendent l'intelligence artificielle accessible dans des usages quotidiens, pourraient séduire les nouveaux utilisateurs. Le prix de lancement, fixé à 800 dollars aux États-Unis, illustre l'ambition de ce produit, mais soulève la question de l'accessibilité. Le partenariat associe deux expertises complémentaires. Meta apporte ses compétences en matériel, réalité augmentée et plateformes logicielles, tandis qu'EssilorLuxottica mobilise sa capacité de fabrication, la force de ses marques mondiales et un réseau de distribution unique de 18 000 magasins à travers le monde.

Les ambitions commerciales sont élevées avec un objectif de 10 millions d'unités vendues en 2025 selon EssilorLuxottica. Toutefois, il reste difficile d'anticiper si ce produit pourra atteindre la diffusion de masse du smartphone, suivre une adoption progressive comparable à celle des montres connectées, ou encore échouer à convaincre, comme ce fut le cas des Google Glass il y a dix ans. Ce dernier scénario paraît cependant moins probable au vu des avancées technologiques et du succès initial des Ray-Ban Meta.

Pour encourager une adoption plus large, la gamme s'enrichit de modèles différenciés, à la fois plus accessibles financièrement et adaptés à des usages spécifiques comme l'Oakley Meta Vanguard pour les sportifs ou une nouvelle génération de Ray-Ban Meta dotée d'une meilleure autonomie et d'une caméra améliorée.

La concurrence des géants technologiques est attendue dès 2026. Leur arrivée devrait stimuler l'adoption du produit, mais viendra inévitablement peser sur les parts de marché d'EssilorLuxottica et Meta. Si elles parviennent à surmonter les défis techniques, économiques et sociétaux évoqués, les lunettes connectées pourraient devenir un vecteur majeur de diffusion de l'intelligence artificielle dans la vie quotidienne – une thématique que nous suivons de près dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Ambre Saada

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	26/09/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	186,8	185,7	178,7	163,2	167,6	0,6	4,5	14,5	11,5	
MSCI EMU Mid Cap	1 284,3	1 277,6	1 242,1	1 056,7	1 061,4	0,5	3,4	21,5	21,0	
MSCI EMU Small Cap	512,0	519,2	504,9	390,5	435,6	-1,4	1,4	31,1	17,5	
MSCI Europe	185,5	185,3	179,6	169,9	176,0	0,1	3,3	9,2	5,4	
France CAC 40	7 870,7	7 853,6	7 557,3	7 380,7	7 742,1	0,2	4,1	6,6	1,7	
Allemagne DAX 30	8 893,8	8 856,3	8 860,3	7 648,6	7 390,9	0,4	0,4	16,3	20,3	
Italie MIB	42 646,2	42 312,3	39 351,3	34 186,2	34 409,3	0,8	8,4	24,7	23,9	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 284,8	9 216,7	8 735,6	8 173,0	8 284,9	0,7	6,3	13,6	12,1	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 633,7	10 571,9	10 250,2	9 877,2	9 944,1	0,6	3,7	7,7	6,9	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

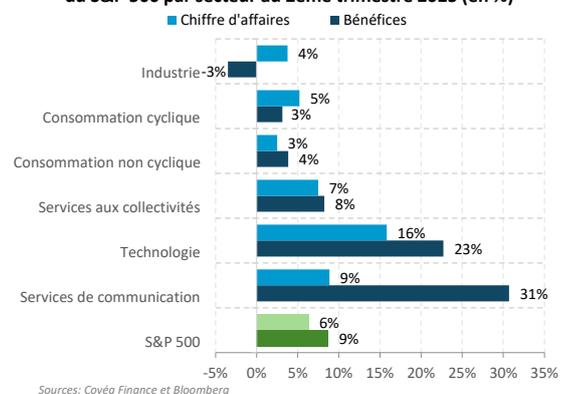
**En Asie**, les performances ont été contrastées sur la semaine, dans un contexte de consolidation après plusieurs semaines de progression. Le Japon a poursuivi sa dynamique haussière, porté par la solidité des valeurs industrielles et bancaires. En Asie du Sud-Est, la Malaisie et l'Indonésie ont également progressé, soutenues par la bonne performance des valeurs domestiques. A l'inverse, l'Inde, Hong Kong et la Corée du Sud enregistrent les plus fortes baisses de la région. La Corée du Sud a reculé dans un contexte d'incertitudes qui demeure quant aux droits de douane appliqués aux semi-conducteurs, tandis que Hong Kong pâtit d'un certain attentisme concernant un éventuel plan de stimulus chinois. Enfin, l'Inde signe la plus forte baisse de la semaine, sur fond de pression sur les valeurs pharmaceutiques, notamment dans le contexte de potentiels droits de douane sur ce secteur clé indien. Parmi les éléments transverses sur la semaine, dans la relocalisation des capacités de production, notons que Hyundai Motor prévoit d'investir \$56 milliards sur cinq ans à partir de 2026 pour augmenter sa production aux États-Unis afin de limiter son exposition aux droits de douane. L'objectif est de produire localement plus de 80% des véhicules vendus aux États-Unis d'ici 2030, contre 40% actuellement. Dans les secteurs stratégiques, Samsung aurait obtenu la validation par Nvidia de ses puces mémoire HBM3E pour l'intelligence artificielle (IA), marquant un rattrapage majeur face à SK Hynix et Micron.

**Aux États-Unis**, le marché termine la semaine en baisse malgré un rebond vendredi, pénalisé par des commentaires restrictifs de responsables de la Fed rappelant la difficulté d'arbitrer entre une inflation encore persistante et des signes de fragilité du marché de l'emploi, freinant ainsi les espoirs d'un assouplissement monétaire rapide. Dans ce contexte, le secteur de l'énergie affichait la meilleure performance, porté par la hausse des prix du pétrole et les services aux collectivités et l'immobilier bénéficiaient de leur statut défensif. A l'inverse, les secteurs les plus sensibles aux cycles économiques affichaient les moins bonnes performances. La semaine a été marquée par une série d'annonces sur la chaîne de l'IA. Nvidia a officialisé un accord d'investissement pouvant atteindre 100 milliards\$ dans OpenAI, destiné à la construction de centres de données. OpenAI a confirmé son partenariat avec SoftBank et Oracle afin de construire cinq nouveaux centres de données dans le cadre du Projet Stargate. L'administration américaine envisagerait de son côté un plan visant à réduire la dépendance des États-Unis aux semi-conducteurs importés en imposant aux fondeurs étrangers un ratio de production de 1 pour 1 (entre exportations et capacités de production locale) sous peine de droits de douane additionnels. Sur la thématique de la réindustrialisation, Eli Lilly a annoncé un projet de 6,5 milliards\$ pour une usine de pilule anti-obésité au Texas, et U.S. Steel a vu le gouvernement exercer son droit de « golden share » afin de bloquer la fermeture d'un site stratégique dans l'Illinois. Finalement sur le retour du politique, l'accord négocié autour du TikTok accorderait à ByteDance environ 50% des profits via une redevance sur l'utilisation de son algorithme et une participation minoritaire dans la nouvelle entité. Le consortium américain, dont Oracle, détiendrait environ 80% de la nouvelle entité, gèrerait le traitement des données et la sécurité de l'application. La nouvelle structure prévoit également que le conseil d'administration soit majoritairement composé de membres américains, avec un représentant nommé par le gouvernement.

### Le Focus de la semaine : Les résultats trimestriels des entreprises américaines

Les résultats se traduisent par une hausse de 6% des ventes et de 9% des bénéfices sur un an, reflétant une demande résiliente et une progression des marges. Nous avons retenu quelques messages sectoriels importants. Dans la consommation, Walmart et Costco continuent de gagner des parts de marché grâce à leur modèle économique différencié. Les marques emblématiques américaines conservent une forte capacité de hausse des prix, sans grande érosion de leurs volumes. Parallèlement, les dépenses « discrétionnaires » en faveur des loisirs restent soutenues, tandis que les achats de biens demeurent plus sélectifs, les ménages américains recherchant des promotions, tandis qu'ils ont tendance à différer leurs gros projets de rénovation. Les sociétés industrielles continuent de trouver des relais de croissance dans des marchés finaux stratégiques comme l'aéronautique, les infrastructures liées aux centres de données, la gestion de l'eau, l'automatisation et la modernisation des réseaux électriques. En revanche, les activités liées à l'automobile, la chimie et l'immobilier résidentiel sont restées faibles. Les services de communication et la technologie affichent les meilleures performances, tirées par les résultats des quatre grands acteurs du numérique (Alphabet, Amazon, Meta et Microsoft) ainsi que Nvidia et Broadcom. Ces sociétés répondent à la demande grandissante pour les infrastructures cloud où se forment et se déploient les applications liées à l'intelligence artificielle. Elles continuent d'investir dans cette thématique même si les retours sur investissement sont contrastés et parfois peu lisibles. Toutefois, cette course à l'investissement transforme leurs modèles d'affaires et pourrait peser sur les marges de 2026, compte tenu de dépréciations plus lourdes. Au total, pour les sociétés du S&P 500, les contributions des secteurs stratégiques à la croissance des ventes et des bénéfices permettent de compenser l'impact de l'inflation et de la hausse des taux. En revanche, les résultats des entreprises petites et moyennes capitalisations sont en stagnation et les perspectives de marges continuent d'être pénalisées par la hausse des droits de douane. La diffusion des grands plans d'infrastructures et les allègements fiscaux pourraient cependant soutenir les attentes de 2026.

Croissance des ventes et des bénéfices des entreprises du S&P 500 par secteur au 2ème trimestre 2025 (en %)



Margaux Louis

Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					en devise locale					en €				
	26/09/25	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	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	6 644	6 664	6 141	5 882	5 745	-0,3 ↓	8,2 ↑	13,0 ↑	15,6 ↑	0,1 ↑	8,2 ↑	-0,1 ↓	10,4 ↑		
Etats-Unis - Dow Jones	46 247	46 315	43 387	42 544	42 175	-0,1 ↓	6,6 ↑	8,7 ↑	9,7 ↑	0,2 ↑	6,6 ↑	-3,8 ↓	4,7 ↑		
Etats-Unis - Nasdaq	22 484	22 631	20 168	19 311	18 190	-0,7 ↓	11,5 ↑	16,4 ↑	23,6 ↑	-0,3 ↓	11,5 ↑	3,0 ↑	18,0 ↑		
Japon Nikkei 300	679	671	601	604	585	1,1 ↑	12,9 ↑	12,3 ↑	16,0 ↑	0,5 ↑	9,0 ↑	4,5 ↑	7,4 ↑		
Corée du Sud KOSPI	3 386	3 445	3 080	2 399	2 672	-1,7 ↓	10,0 ↑	41,1 ↑	26,7 ↑	-2,1 ↓	5,6 ↑	31,0 ↑	13,2 ↑		
Chine - Shanghai	3 828	3 820	3 448	3 352	3 001	0,2 ↑	11,0 ↑	14,2 ↑	27,6 ↑	0,3 ↑	11,5 ↑	3,4 ↑	19,7 ↑		
Hong Kong Hang Seng	26 128	26 545	24 325	20 060	19 925	-1,6 ↓	7,4 ↑	30,3 ↑	31,1 ↑	-1,3 ↓	8,4 ↑	15,1 ↑	25,2 ↑		
Marchés Emergents - MSCI	1 326	1 341	1 227	1 075	1 163	-1,1 ↓	8,0 ↑	23,3 ↑	13,9 ↑	-0,8 ↓	8,0 ↑	9,0 ↑	8,8 ↑		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Hydroélectricité: barrage enfin levé entre Paris et Bruxelles ?

L'hydroélectricité est une deuxième source de génération dans la composition électrique française, après l'énergie nucléaire. Selon le bilan électrique publié par RTE, en 2024, l'hydroélectricité a représenté 13,9% de l'électricité globale générée et 48% de l'énergie de source renouvelable.

**Son rôle dans la transition énergétique est stratégique.** Elle permet une production continue grâce aux installations « au fil de l'eau », mais aussi une réponse rapide aux pics de consommation via les barrages à écluses. Les stations de transfert d'énergie par pompage (STEP) assurent quant à elles le stockage inter-saisonnier, essentiel en période hivernale.

**Le parc hydroélectrique français**, majoritairement construit entre les deux guerres et dans les années 1950, **est aujourd'hui dominé par trois acteurs** : EDF (70 %), la Compagnie Nationale du Rhône (CNR, 25 %) et la Société Hydro-Électrique du Midi (SHEM, 3 %). CNR et SHEM sont détenues partiellement ou totalement par Engie.

En France, deux régimes juridiques encadrent l'exploitation des centrales hydroélectriques :

- **Les concessions** pour les grandes installations (EDF, CNR, SHEM), où l'État reste propriétaire des ouvrages. Pendant la durée de la concession (75 ans en général), une redevance est payée par le concédant à l'État. A l'issue de la période, elle peut être renouvelée ou attribuée à un autre concessionnaire.
- **Les autorisations** pour les petites installations (< 4,5 MW), où la propriété est transférée à l'exploitant moyennant le prix défini entre les parties.

L'organisation actuelle du secteur de l'hydroélectricité est au cœur de deux litiges opposant la France à l'Union européenne : d'une part pour **l'absence de mise en concurrence des concessions**, contraire aux règles européennes, et d'autre part pour **la position dominante d'EDF** dans le secteur. Ainsi, la Commission européenne a mis la France en demeure à deux reprises, en 2015 et 2019.

Les réticences françaises s'expliquent par plusieurs facteurs :

- Le mécanisme de la mise en concurrence fondé essentiellement sur un intérêt économique, inadapté pour le secteur ;
- Le risque de fragmentation des bassins hydroélectriques, entraînant une hausse des coûts et une perte d'efficacité ;
- La complexité technique liée à l'interdépendance des ouvrages ;
- L'opposition de nombreux élus, qui jugent la directive contraire à l'intérêt général.

La situation française diffère de celle d'autres pays européens. En **Autriche** et en **Allemagne**, les installations relèvent du régime d'autorisation. En **Norvège**, elles sont gérées via des partenariats publics, échappant aux contraintes européennes.

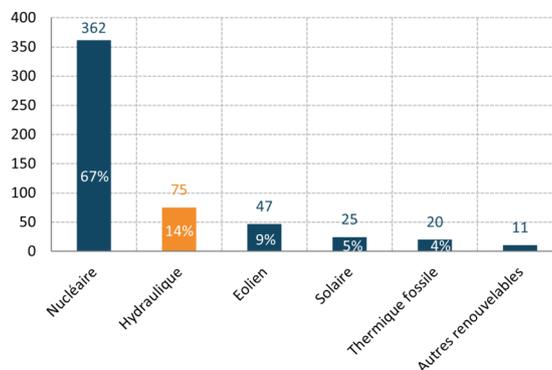
A fin 2025, **61 concessions sur 400** devraient être échues. Elles sont prolongées temporairement au compte-gouttes, mais cette **solution freine les investissements, faute de visibilité**.

Fin août 2025, un **accord de principe** a été trouvé entre Paris et Bruxelles. Il prévoit :

- Le **remplacement progressif du régime de concession par celui d'autorisation**, sauf pour CNR (cas spécifique). Les modalités du nouveau régime d'autorisation restent à préciser. La question de transfert de propriété entre l'État et les concessionnaires devra être tranchée.
- La **mise aux enchères concurrentielles de 6 GW de capacité hydroélectrique**, pour réduire la part d'EDF, sous supervision de la Commission de Régulation de l'Énergie « CRE ».

Néanmoins, pour être mis en œuvre, l'accord de principe devra être traduit dans une **proposition de loi**, prochainement soumise au Parlement. La réorganisation du complexe énergétique mondial est une thématique que nous suivons de près dans nos Perspectives Économiques et Financières.

Génération d'électricité en France (TWh, 2024)



Sources: Bilan électrique RTE 2024, Covéa Finance.

Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier



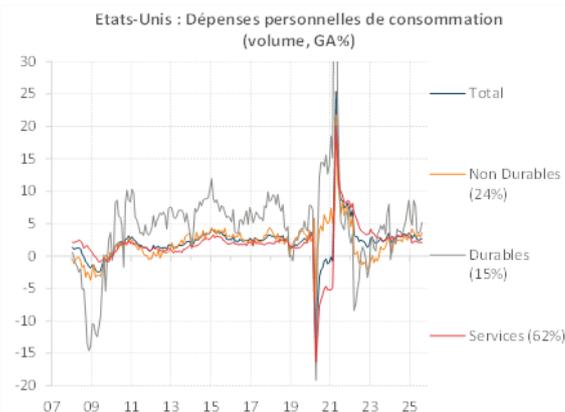
# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Une nouvelle salve de droits de douane entrera en vigueur le 1er octobre »

Après les ventes au détail publiées la semaine précédente, **les données de consommation du mois d'août confirment la résistance des dépenses des ménages**. La consommation a progressé de 0,4% en volume sur le mois, tirée par les achats de biens durables (+0,9%), non durables (+0,5%) et une tendance toujours favorable dans les services (+0,2%). En rythme annuel, la croissance accélère ainsi à 2,7%. Du côté des prix, l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation (PCE) progresse de 0,3% sur le mois et affiche une croissance annuelle de 2,7%, au plus haut depuis février dernier. Hors alimentation et énergie, les prix progressent de 2,9% sur un an, un rythme stable mais toujours élevé.

Dans l'immobilier, les statistiques de ventes sont contrastées. Dans le neuf, les transactions ont bondi de 20% en août et les estimations de juin et juillet ont été révisées en hausse, ce qui porte le niveau des ventes au plus haut depuis 2022. Le recul des taux immobiliers pourrait expliquer cette amélioration mais il est encore prématuré de parler d'un changement de tendance. Cette dynamique vient en effet à rebours des autres indicateurs dans la construction, notamment la confiance des promoteurs du NAHB qui reste très dégradée. Dans l'ancien, les ventes ont reculé en août et demeurent sur des niveaux faibles depuis plus de deux ans.



Source : Covéo Finance, BEA. Début de la série en 2008

Dernier point : août 25

**Donald Trump a annoncé cette semaine une nouvelle salve de hausse de droits de douane qui entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre.** Les importations de produits pharmaceutiques brevetés seront taxées à 100% si les fabricants de ces produits ne construisent pas d'usine sur le sol américain. Cette mesure exclut toutefois les génériques qui représentent 90% des ventes de médicaments aux États-Unis. En vertu de l'accord commercial signé en juillet entre l'Union européenne et les États-Unis, les importations de produits pharmaceutiques en provenance de l'UE devraient rester taxées à 15%. Par ailleurs, d'autres produits sont visés : les camions lourds se verront taxer à 25%, le mobilier et les sanitaires à 50% et les canapés à 30%.

**Les multiples déclarations de membres du comité de politique monétaire (FOMC) cette semaine ont exposé la divergence des vues au sein du FOMC.** La gouverneure Michelle Bowman, qui est candidate pour succéder à M. Powell à la tête de la Réserve fédérale, a défendu une approche proactive pour défendre l'emploi. Selon elle, la Réserve fédérale (Fed) pourrait être en retard dans son soutien au marché du travail et pourrait devoir accélérer le rythme des réductions de taux si les entreprises commencent à licencier. De même, le nouveau gouverneur Stephan Miran a affiché sa position en faveur de baisses de taux significatives. Il estime que les changements de politique sous l'administration Trump modifient les dynamiques démographiques, commerciales et inflationnistes dans

un sens qui réduit le taux d'intérêt neutre (c'est-à-dire le niveau théorique de taux d'intérêt qui permet d'obtenir le plein-emploi, tout en maintenant l'inflation proche de la cible de la banque centrale), ce qui justifie une politique nettement plus accommodante. A l'opposé, plusieurs membres du FOMC (Hammack, Musalem, Bostic) ont déclaré qu'ils restaient prudents quant à de nouvelles réductions de taux alors que l'inflation reste près d'un point de pourcentage au-dessus de la cible de la banque centrale. Le Président Jerome Powell a adopté un ton médian, soulignant comme il l'avait fait la semaine dernière qu'il n'y avait pas de chemin sans risque. Il a estimé que l'orientation actuelle de la politique du FOMC était « encore modestement restrictive », ce qui suggère un taux neutre relativement proche et qu'il n'envisage pas un mouvement important d'assouplissement.

Sur le plan international, le Président Donald Trump a semblé opérer cette semaine un changement d'approche au sujet de l'Ukraine, avec un ton nettement plus ferme vis-à-vis de la Russie. Il a estimé que l'Ukraine pourrait regagner tous les territoires perdus, ce qui constitue un revirement par rapport aux suggestions précédentes de céder des terres en échange de la paix. Il s'est engagé à continuer à fournir des armes aux membres européens de l'OTAN, qui sont ensuite envoyées à l'Ukraine.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Ventes logements neufs <small>Milliers d'unités</small>	août-25	800	664	665	685
Ventes logements anciens <small>Milliers d'unités</small>	août-25	4000	4010	4103	4067
Revenu disponible <small>Vol, CVS, GA%</small>	août-25	1,9	1,9	5,7	2,9
Dépenses de consommation <small>Vol, CVS, GA%</small>	août-25	2,7	2,5	2,6	2,9

\* Du 22/09/2025 au 28/09/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



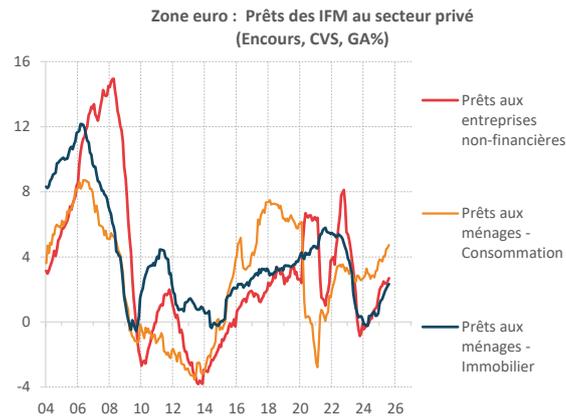
# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Le redressement de la distribution de crédits bancaires se poursuit dans la zone euro »

**La transmission de la détente de la politique monétaire au financement de l'économie se poursuit dans la zone euro.** La distribution de crédit des banques aux entreprises et aux ménages a encore accéléré en août. Les concours aux sociétés non-financières se sont inscrits en hausse de 3,0% sur un an, avec une nette accélération des prêts à court terme, le maintien d'une croissance soutenue de ceux à moyen terme et la continuation du relèvement de tendance des concours à long terme. La croissance sur un an des crédits aux ménages a atteint 2,5%, avec une vive progression des prêts à la consommation et une augmentation plus soutenue des emprunts immobiliers.

**Le PMI composite d'activité de la zone euro a encore progressé de 0,2 point en septembre.** A 51,2, il atteint un plus haut de seize mois. Cette nouvelle



hausse est toutefois concentrée sur les services en Allemagne (+3,2 points à 52,5). Parmi les indicateurs publiés, c'est le seul en progression. Les résultats se dégradent en France, comme dans l'industrie manufacturière allemande (-1,3 point). Selon cette enquête, la demande a cessé de progresser et les effectifs des entreprises, orientés à la hausse en août, se sont stabilisés. L'indicateur des prix facturés a encore baissé en septembre, pour passer sous sa moyenne de long terme, malgré une forte progression en Allemagne. Les résultats concernant les prix payés sont plus mitigés : ils sont orientés à la baisse dans l'industrie manufacturière, alors qu'ils restent en forte hausse dans les services.

**Le commissaire européen au commerce s'est rendu dans plusieurs pays d'Asie,** en fin de semaine. Au Vietnam, il devait discuter d'un abaissement des barrières non-tarifaires vietnamiennes à l'importation de biens en provenance de l'Union européenne (UE), notamment dans les secteurs alimentaire, pharmaceutique et automobile. Alors qu'un accord de libre-échange a été signé en 2019, le Vietnam est devenu le premier partenaire de l'UE en Asie du Sud-Est, avec des échanges bilatéraux de marchandises de 57Mds€ en 2024, pour un déficit de l'UE de près de 36Mds€ et qui a atteint 21Mds€ au premier semestre et même 25Mds sur les sept premiers mois de l'année. En marge d'un sommet des ministres de l'économie des pays de l'ASEAN, M. Sefcovic a déclaré que **l'UE souhaite renforcer ses liens commerciaux avec Singapour, le Vietnam et l'Indonésie**, avec lesquels des accords sont déjà en vigueur (l'accord n'a été signé que mardi avec l'Indonésie, voir en page 8). Il a aussi déclaré que **les discussions avancent avec les Philippines, la Thaïlande et la Malaisie.**

**La Commission européenne a annoncé des mesures antidumping sur certains produits en acier** importés du Vietnam (12,1% de droits supplémentaires), d'Égypte (11,7%) et du Japon (de 6,9% à 30%). Par ailleurs, la presse allemande rapporte que l'Union européenne s'apprêterait à instaurer des droits de douane de 25% à 50% sur l'acier chinois.

Les professionnels du secteur en attendaient la confirmation, ils l'ont enfin reçue : **les droits de douanes sur les véhicules automobiles européens importés aux Etats-Unis sont bien ramenés à 15%, au lieu de 27,5%.** La publication au *Federal Register*, l'équivalent du Journal officiel en France, confirme que le taux de 15% prend effet au 1er août.

Source : BCE, Datastream, Covéa Finance Dernier point août 25

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
ZE	PMI Services	Indice	sept.-25	51,4	50,5	51,2	51,5
	PMI Manuf.	Indice	sept.-25	49,5	50,7	45,0	45,9
	Prêts aux Entreprises	Val. CVS, GA%	août-25	3,0	2,8	0,5	1,7
AL	PMI Services	Indice	sept.-25	52,5	49,3	51,6	51,1
	PMI Manuf.	Indice	sept.-25	48,5	49,8	42,6	43,0
	Ifo - Climat des affaires	Indice	sept.-25	87,7	88,9	88,9	86,8
FR	PMI Services	Indice	sept.-25	48,9	49,8	48,8	49,4
	PMI Manuf.	Indice	sept.-25	48,1	50,4	45,5	44,6
	PMI Services	Indice	sept.-25	51,9	54,2	52,0	52,8
RU	PMI Services	Indice	sept.-25	51,9	54,2	52,0	52,8
	PMI Manuf.	Indice	sept.-25	46,2	47,0	46,4	49,8

\* Du 22/09/2025 au 28/09/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Après S&P Global il y a deux semaines, Fitch Ratings et Moody's ont relevé la noté de crédit à long terme de l'Espagne**, respectivement à A (contre A-) et A3 (vs Baa1). Dans les deux cas, la perspective est stable. Les agences soulignent la solidité de la croissance économique espagnole, qui s'accompagne de fortes créations d'emplois, et la tendance à l'amélioration des finances publiques.

**En France, le Premier ministre S. Lecornu a déclaré qu'il visera un déficit de 4,7% du PIB pour 2026.** Cet objectif est légèrement au-dessus du déficit prévu dans le projet de budget de son prédécesseur (4,6% du PIB), et pourrait s'expliquer par le renoncement de la suppression de deux jours fériés. Il a cependant réaffirmé l'objectif d'un retour du déficit sous le seuil des 3% dès 2029. Le Premier ministre devrait nommer son gouvernement d'ici le 1er octobre, et déposer par la suite son Projet de loi de finances au Parlement.

**Les PMI britanniques sont mal orientés en septembre.** Le PMI composite est au plus bas niveau depuis 4 mois, à 51,0, indiquant une activité en ralentissement sur le mois. La croissance a été une nouvelle fois tirée par le secteur des services tandis que le secteur manufacturier poursuit son déclin et s'enfonce en zone de contraction à 46,2. Les détails de l'enquête signalent que la confiance des entreprises s'érode et une partie d'entre elles se montrent inquiètes d'une potentielle hausse de la fiscalité dans le prochain budget du gouvernement. Sur une note plus positive, l'enquête indique une atténuation des pressions inflationnistes en septembre, bien qu'elles demeurent à des niveaux élevés par rapport à la moyenne historique.

**Les tensions entre l'OTAN et la Russie se poursuivent.** Depuis plusieurs semaines, certains pays européens subissent des incursions de drones russes, comme la Pologne, la Roumanie ou encore l'Estonie. Cette semaine, le Danemark a déclaré que des drones non-identifiés avaient survolé des aéroports danois, plusieurs jours de suite. Par la suite, lors de son allocution à l'ONU, D. Trump a indiqué que les pays de l'OTAN devaient abattre les avions russes qui violent leurs espaces aériens. Pour le moment, seule la Pologne a déjà abattu un drone russe. Face à cette menace, dix Etats-membres de l'Union européenne se sont réunis pour discuter de la mise en place d'un « mur anti-drones » pour discuter déjà évoquée par Ursula Von der Leyen, Présidente de la Commission européenne, lors d'une allocution mi-septembre.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Asie

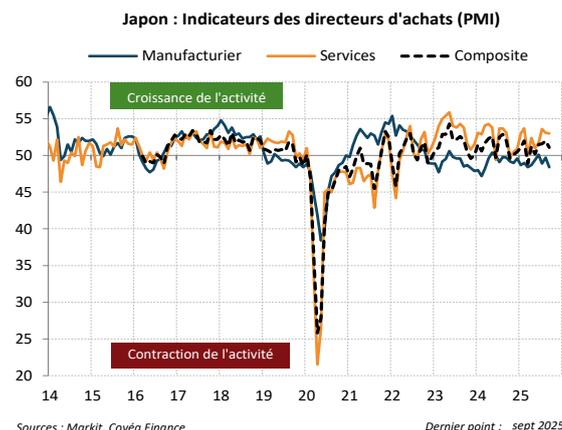
« La Chine s'engage sur la réduction de ses émissions de gaz à effet de serre »

Dans un message vidéo adressé à l'ONU, Xi Jinping a annoncé que la Chine entendait réduire ses émissions de gaz à effet de serre de 7 à 10% d'ici 2035, par rapport aux niveaux de 2020, tout en doublant ses capacités éoliennes et solaires par rapport aux niveaux actuels. Cet objectif s'ajoute ainsi à la cible de long terme d'atteindre la neutralité carbone pour 2060. Le président chinois a qualifié la transition écologique de « tendance de notre époque », en appelant la communauté internationale à garder le cap malgré les oppositions de certains pays, visant implicitement les États-Unis. Quelques jours plus tôt, Donald Trump dénonçait à l'ONU le changement climatique comme une « escroquerie » destinée, selon lui, à favoriser l'exportation de technologies chinoises.

Par ailleurs, la Chine a annoncé renoncer à revendiquer les avantages dont bénéficient les pays en développement au sein de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Il s'agit des « traitements spéciaux et différenciés » qui permettent aux pays en développement d'être traités plus favorablement que les pays développés, notamment sur le plan tarifaire, et de bénéficier de plus de souplesse vis-à-vis de la mise en place des règles de l'OMC. Ce régime a toutefois fait l'objet de vives critiques, notamment des États-Unis, parce qu'il ne repose pas sur des critères objectifs pour définir un pays en développement mais sur une simple auto-déclaration. Le renoncement de la Chine à ces privilèges pourrait s'inscrire dans le cadre de ses négociations commerciales avec Washington.

Concernant l'activité, les profits des grandes entreprises industrielles chinoises ont bondi en août, avec une croissance de 20,4% en glissement annuel (contre -1,5% en juillet). La dynamique des profits a été particulièrement faible au cours des dernières années, dans un contexte largement déflationniste entretenu par la crise immobilière. Outre d'importants effets de base, son récent redressement (visible depuis juin) illustre probablement les conséquences des mesures prises par le gouvernement au cours des derniers mois pour réduire la concurrence, jugée excessive, entre les entreprises et ses répercussions à la baisse sur les prix. Cette reprise des profits est particulièrement marquée dans les secteurs des matières premières et des biens d'équipement.

Au Japon, les enquêtes PMI rapportent un déclin de l'activité en septembre. En particulier, l'indice PMI manufacturier a chuté de 1,3 point pour s'établir à 48,4, soit un plus



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
JP	PMI Services	Indice sept.-25	53,0	53,1	53,5	52,4
	PMI Manuf.	Indice sept.-25	48,4	49,7	49,0	49,2

\* Du 22/09/2025 au 28/09/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

bas sur les six derniers mois. L'enquête de septembre confirme donc sa forte dégradation au troisième trimestre, après une embellie relative au trimestre précédent. Toutefois, les nouvelles commandes à l'exportation se sont quelque peu redressées après leur forte contraction en août, peut-être en lien avec l'entrée en vigueur des droits de douane préférentiels accordés par les États-Unis sur les automobiles japonaises. Néanmoins, la faiblesse persistante de la demande domestique semble avoir plus que compensé cet effet. À l'inverse, le PMI services ne recule que marginalement, de 0,1 point à 53, et continue d'indiquer une dynamique robuste du secteur. Cela fait désormais près de trois ans que les enquêtes PMI japonaises mettent en évidence une vigueur nettement plus marquée dans les services que dans l'industrie manufacturière.

Sur le plan commercial, l'Union européenne et l'Indonésie ont signé un accord commercial pour renforcer leurs liens économiques. L'accord prévoit la suppression réciproque de 90% des droits de douane, certains étant levés dès son entrée en vigueur, tandis que d'autres, comme les droits de 50% imposés par Jakarta sur les voitures européennes, seront éliminés progressivement sur cinq ans. L'Union européenne y voit l'opportunité de stimuler ses exportations de produits chimiques, machines, automobiles et denrées alimentaires, tout en favorisant les investissements européens en Indonésie afin d'améliorer l'accès aux minéraux critiques nécessaires à la transition énergétique, en particulier le nickel, le cuivre, la bauxite et l'étain. De son côté, l'Indonésie espère une hausse de ses exportations d'huile de palme, de café, de textiles et de vêtements, et souhaite attirer davantage d'investissements européens. L'accord doit encore être validé par les États membres et le Parlement européen, avec une entrée en vigueur que l'Indonésie espère pour janvier 2027.

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.