

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

13 octobre 2025

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Quand la fraude cristallise les risques d'illiquidité !

First Brands est un fabricant de pièces détachées automobiles américain qui commercialise ses produits au travers de distributeurs tels que WalMart, Autozone et O'Reilly. La société est détenue par Patrick James, déjà connu pour différentes affaires qui ont entraîné la faillite de ses sociétés et ont donné lieu à des procès dans les années 2009 et 2011 (soldés par des arrangements hors tribunaux). La société réalise 3,5 Mds\$ de chiffre d'affaires. A la suite de multiples acquisitions, la société a vu sa dette progresser sensiblement pour s'établir « officieusement » à plus 10 Mds au moment de sa déclaration de faillite. Toutefois, le montant total de la dette pourrait être compris entre 10 et 50 Mds\$, un chiffre résultant d'une fraude conséquente portant notamment sur la cession à plusieurs reprises d'une même créance. Dans le détail, il apparaît que pour faire face à son endettement massif, la société a eu recours à des montages financiers par lesquels des SPV reprenaient certains actifs de la société mère à travers des opérations d'affacturage ou de financement de stocks. Dans un second temps, ces SPV revendaient ces créances sous la forme de titrisations, en les plaçant auprès d'investisseurs finaux (fonds de Private Equity ou de dettes privées, Hedge Fund ...).

Le problème réside en partie dans le fait que la société semble avoir multiplié les opérations d'affacturage d'une même créance, entraînant une fraude conséquente, des difficultés à mesurer la dette réelle en circulation et le risque de voir la valeur effective de la créance réduite à zéro.

Parmi les principaux intermédiaires financiers exposés, plusieurs communications officielles font déjà état de pertes potentielles conséquentes. Ainsi, Jefferies a déclaré être indirectement exposé à hauteur de 715 millions\$ au travers du fonds Point Bonita Capital (dont il détient 10% du capital via sa société de gestion Leucadia) et également à travers Apex Credit Partners (50% de détention par Jefferies). UBS est également exposée à travers le hedge fund UBS O'Connor pour un montant de près de 500 millions\$. Parmi les autres porteurs identifiés, plusieurs sociétés londoniennes spécialisées dans la dette privée semblent avoir d'importantes expositions : Pemberton et Katsumi Global (1,75 milliard d'exposition pour cette dernière, celle-ci étant codétenue par les banques japonaises Mitsui et Norinchukin Bank). Ce sujet de fraude est également évoqué dans le cadre de la faillite récente de la société Tricolor (vente et financement de véhicules pour des acheteurs ayant peu de références bancaires).

Ces deux faillites illustrent plusieurs éléments qu'il est critique de surveiller dans un environnement où la dette privée a été disséminée auprès d'acheteurs institutionnels et particuliers, friands de la « faible volatilité » de cette classe d'actifs, tout en procurant des rendements supérieurs. Comme nous avons pu le mettre en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières, le manque de transparence et l'importance de la dette des entreprises dans certains secteurs affectés par la hausse des taux et la perturbation des modèles économiques pourraient considérablement diminuer la rentabilité espérée (importance des défauts et faiblesse des taux de recouvrement), tout en fragilisant la prétendue liquidité ... un point clairement illustré aujourd'hui par le fait que Point Bonita Capital envisage déjà de mettre plus d'un an avant de restituer les sommes auprès de ces investisseurs.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



### Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)		
	10/10/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois	
<b>Marché des changes</b>						
€ / \$	1,162	1,170	1,093	-0,7	↓	6,3
€ / £	0,870	0,852	0,837	2,1	↑	3,9
€ / Yen	175,79	168,98	162,46	4,0	↑	8,2
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>						
Pétrole (Brent, \$ par baril)	63	68	79	-7,4	↓	-21,0
Indice CRB*	540	566	536	-4,6	↓	0,7
Prix de l'once d'Or	3 976	3 334	2 621	19,3	↑	51,7
Prix de la tonne de cuivre	10 518	9 900	9 723	6,2	↑	8,2
Indice Baltic Dry**	1 936	1 553	1 790	24,7	↑	8,2
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1160	2332	2063	-50,2	↓	-43,7

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

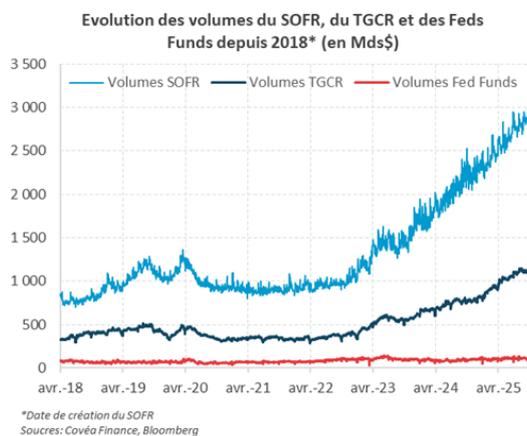
### L'analyse des marchés :

En zone euro, la semaine a été marquée par la dégradation de la situation politique française apportant de la volatilité sur le marché. Cependant, l'impact final sur les taux souverains a été limité avec l'espoir d'une amélioration de la situation. L'ensemble des taux termine la semaine en baisse avec un mouvement marqué sur la fin de journée de vendredi après les déclarations de Donald Trump menaçant d'augmenter les droits de douane sur les produits chinois. Le taux à 10 ans français finit en baisse de 3 pb (point de base) à 3,48% et le taux allemand de 5 pb à 2,64%. Ainsi, l'écart de rendement OAT-Bund s'est creusé de 2 pb à 84 pb, après avoir touché 89 pb en séance lundi dernier. Sur les pays périphériques, l'Italie diminue de 5 pb à 3,46% et l'Espagne de 4 pb à 3,20%. L'écart BTP-Bund reste inchangé à 82 pb. Aux Etats-Unis, les taux ont principalement baissé sur la journée de vendredi, le taux à 10 ans clôturait la semaine en chute de 9 pb à 4,03%. L'écart contre Allemagne se resserrait donc de 3 pb à 139 pb. Dans cet environnement, le crédit a plutôt bien résisté sur la première partie de semaine pour ensuite se dégrader légèrement. Le crédit de catégorie Investissement en euro s'écartait de 3 pb à 80 pb, correspondant à un taux de 3,05%. En revanche, le crédit Haut Rendement en euro a été plus volatil et s'est écarté de 34 pb à 315 pb, soit un taux de 5,87%.

### Le Focus de la semaine : Vers un changement de cible de taux pour la Fed ?

Depuis quelque temps, une nouvelle interrogation a fait surface sur le marché monétaire américain : la Réserve Fédérale cible-t-elle le bon taux de référence ? L'enjeu est de savoir si la Banque centrale lie ses taux directeurs à un marché suffisamment dynamique pour refléter la situation réelle du financement dans le système financier. Depuis les années 1980, la Fed ajuste l'orientation de sa politique monétaire en modifiant la cible du taux effectif des Fed Funds. Il s'agit d'une mesure du coût des emprunts interbancaires en dollars non garantis au jour le jour. C'est-à-dire, le taux d'intérêt auquel les banques et autres institutions autorisées se prêtent de l'argent entre elles. Récemment, Lorie Logan, présidente de la Fed de Dallas, s'est emparée du sujet et a suggéré que la Fed devrait réfléchir à abandonner le taux Fed Funds comme cible et à adopter un des taux de référence du marché du repo<sup>1</sup>. Elle le justifie, en partie, par l'évolution importante des marchés monétaires depuis la crise financière de 2007-2008. En effet, les interventions d'achats massifs de la Fed pour relancer l'économie lors de la crise puis de la pandémie, ont inondé le système de liquidités. En plus, les changements réglementaires post-crise ont rendu les prêts interbancaires non garantis à court terme moins attractifs pour les banques. Ainsi, le marché des Fed Funds a considérablement perdu en dynamisme. Il reflète moins précisément les coûts d'emprunt des banques, il réagit avec retard aux fluctuations des besoins de financement et il interroge sur sa capacité à signaler des potentielles pressions. Pour L. Logan, la cible du taux Fed Funds permet toujours un contrôle efficace des conditions monétaires mais depuis quelques années le lien avec les autres taux du marché est fragile et il pourrait se rompre. Selon elle, la Fed devrait éliminer ce risque. Elle propose des alternatives : le SOFR<sup>2</sup> ou le TGCR<sup>3</sup>, deux taux du marché du repo mesurant le coût des emprunts de liquidité garantis au jour le jour. Ils sont assez similaires avec tout de même un périmètre différent. Leur avantage est d'avoir des volumes de transactions journaliers bien plus élevés (respectivement autour de 3000 Mds\$ et de 1100 Mds\$) que celui des Fed Funds (environ 100 Mds\$) et de couvrir un plus large éventail d'acteurs financiers. Toutefois, ce type de référence pourrait faire face à des limites. En effet, le SOFR et le TGCR s'accompagnent d'une volatilité plus élevée que le taux Fed Funds et ils peuvent parfois sortir de la fourchette de taux directeurs, pouvant ainsi brouiller la lecture de la Fed. Un prérequis à leur adoption serait de renforcer l'efficacité de la facilité de mise en pension permanente de la Fed (SRF<sup>4</sup>), créée pour agir comme un plafond pour les taux du marché monétaire. Globalement, la mise en place d'un changement d'objectif pour la Fed prendrait nécessairement du temps. En outre, L. Logan a noté que cela ne devrait pas être considéré comme un changement de politique monétaire ou comme une revue de son cadre de mise en œuvre. De même, elle a souligné que le potentiel abandon de la cible de taux Fed Funds n'interférerait pas avec le programme actuel de réduction du bilan de la Fed.

<sup>1</sup>Repo : Repurchase agreement est la vente d'un titre avec l'engagement du vendeur (emprunteur) de racheter le titre à une date et à un prix déterminé. <sup>2</sup>SOFR : Secured Overnight Financing Rate, mesure le coût des emprunts de liquidité garantis par des titres du Trésor au jour le jour. <sup>3</sup>TGCR : Tri-Party General Collateral Rate, mesure le coût des emprunts de liquidité au jour le jour, à contrepartie spécifique et à garantie générale. Les opérations de repo avec garantie générale sont celles pour lesquelles les titres fournis en garantie ne sont identifiés qu'après l'accord des autres conditions de la transaction. <sup>4</sup>SRF : Standing Repo Facility, outil qui permet d'emprunter des liquidités auprès de la Fed en échange de garanties éligibles.



Mathilde Gazier

Gérante OPC Tax



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	10/10/25	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	↓	-0,25	↓
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	3,15	3,65	0,00	⇒	0,00	⇒	-1,00	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,50	0,00	⇒	0,00	⇒	-1,00	↓
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	4,25	4,75	5,00	0,00	⇒	-0,25	↓	-0,75	↓
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	4,03	4,12	4,24	4,57	4,06	-9	↓	-21	↓	-54	↓
Allemagne	2,64	2,70	2,57	2,37	2,26	-5	↓	8	↑	28	↑
France	3,48	3,51	3,25	3,20	3,03	-3	↓	23	↑	28	↑
Italie	3,46	3,51	3,45	3,52	3,53	-5	↓	1	↑	-6	↓
Royaume-Uni	4,68	4,69	4,47	4,57	4,21	-2	↓	20	↑	11	↑
Japon	1,69	1,66	1,42	1,10	0,96	3	↑	27	↑	59	↑
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	59,0	54,9	56,1	57,7	57,0	4,0	↑	2,8	↑	1,3	↑
Indice Itraxx Crossover	283,3	258,3	290,5	313,1	308,6	24,9	↑	-7,3	↓	-29,8	↓

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

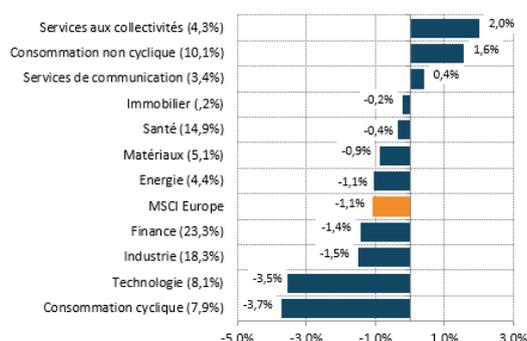
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les marchés actions européens ont terminé la semaine en repli, avec une baisse de 1,1 % pour le MSCI Europe (dividendes non réinvestis). Après une première partie de semaine plutôt stable, marquée par des records sur l'Eurostoxx et le DAX (Allemagne) jeudi, les indices ont brusquement décroché en fin de séance vendredi, dans la crainte d'une nouvelle escalade des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine. Dans ce contexte de regain d'aversion au risque, les secteurs les moins sensibles à l'activité économique ont surperformé. Les services aux collectivités signent ainsi la meilleure performance hebdomadaire avec une progression de 2 %, suivis par la consommation non cyclique (+1,5 %). À l'inverse, les secteurs sensibles au cycle ont souffert. La consommation discrétionnaire recule de 3,7 %, pénalisée par le repli du secteur du luxe, tandis que le secteur automobile est particulièrement touché après l'avertissement sur résultats de BMW et l'annonce de perspectives décevantes de Ferrari. La technologie recule de 3,4 % en lien avec les tensions commerciales. Les secteurs de l'industrie et la finance terminent également en territoire négatif, affectés par les inquiétudes macroéconomiques. Enfin, le secteur de la défense subit des prises de bénéfices, dans le sillage des annonces de cessez-le-feu au Moyen-Orient.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 03/10/2025 au 10/10/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

### Le Focus de la semaine : Le retour stratégique des services aux collectivités

Peu d'investisseurs anticipaient, en début d'année, que le secteur des services aux collectivités figurerait parmi les meilleures performances des marchés actions européens en 2025. Pourtant, ce secteur enregistre une progression de plus de 20 %, porté par des dynamiques structurelles liées aux besoins en électricité et à la souveraineté. Historiquement caractérisé par la faible croissance de son activité, des retours sur capitaux modestes et la complexité réglementaire qui l'entoure, le secteur n'évoluait qu'au regard des dividendes qu'il proposait et souffrait d'un manque d'intérêt généralisé de la part des investisseurs. Cette perception a occulté ses qualités fondamentales : un profil défensif, une bonne visibilité, et désormais un potentiel de croissance en inflexion, soutenu par une demande accrue en électricité.

La nature très domestique et régulée du secteur a contribué à sa résistance dans un contexte de tensions géopolitiques et commerciales que nous décrivons, qui affectent plus durement les secteurs mondialisés. Mais surtout, les investisseurs ont tardé à intégrer les mutations profondes liées au thème central de l'électrification. Cette transformation, loin d'être conjoncturelle, s'inscrit dans une trajectoire de long terme. Elle génère une demande structurelle forte pour les infrastructures de production, de distribution et de transmission d'électricité. Parmi les catalyseurs de cette dynamique, l'essor des centres de données joue un rôle croissant. Bien que marginale aujourd'hui, cette demande est appelée à croître rapidement, poussant les opérateurs à sécuriser leurs capacités et à investir massivement dans les réseaux. Essentiel à l'indépendance énergétique de l'Europe, le développement des énergies renouvelables permet de réduire la dépendance aux importations d'énergies fossiles, un enjeu stratégique dans un contexte de tensions géopolitiques et de risques sur les approvisionnements. Le secteur de la production, mais aussi des réseaux de distribution et de transmission d'électricité, s'impose ainsi comme un pilier des ambitions européennes en matière de souveraineté énergétique.

Gardons toutefois à l'esprit que les mutations observées dans le secteur des services aux collectivités ne constituent pas une révolution complète de l'industrie : les retours sur capitaux resteront faiblement supérieurs au coût du capital, et le risque réglementaire, voire politique, n'a pas disparu. L'impact de ces transformations sera progressif sur les entreprises, et finalement, l'excellente performance de cette année reflète aussi le retour d'investisseurs qui étaient restés à l'écart ces dernières années. Enfin, ce secteur regroupe des modèles d'affaires très diversifiés, ce qui rend indispensable une grande sélectivité. Comme nous l'expliquons dans nos Perspectives Économiques et Financières, ce domaine d'activité fait partie des secteurs que nous identifions comme stratégiques, et il constitue un pilier important dans la mise en œuvre de notre stratégie d'investissement.

\* Données de l'ACEA

Alice de Charmoy

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)			
	10/10/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois
MSCI EMU	188,4	191,8	178,7	163,2	165,4	-1,8	5,4	15,5	13,9
MSCI EMU Mid Cap	1 290,5	1 310,2	1 242,1	1 056,7	1 051,2	-1,5	3,9	22,1	22,8
MSCI EMU Small Cap	513,0	528,0	504,9	390,5	419,5	-2,8	1,6	31,4	22,3
MSCI Europe	188,7	190,8	179,6	169,9	174,0	-1,1	5,1	11,1	8,5
France CAC 40	7 918,0	8 081,5	7 557,3	7 380,7	7 541,6	-2,0	4,8	7,3	5,0
Allemagne DAX 30	9 081,9	9 133,3	8 860,3	7 648,6	7 380,3	-0,6	2,5	18,7	23,1
Italie MIB	42 047,5	43 258,1	39 351,3	34 186,2	34 077,4	-2,8	6,9	23,0	23,4
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	9 427,5	9 491,3	8 735,6	8 173,0	8 237,7	-0,7	7,9	15,3	14,4
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 838,0	10 896,5	10 250,2	9 877,2	9 836,8	-0,5	5,7	9,7	10,2

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

En **Asie**, les marchés de la région affichent des performances contrastées. Le Japon enregistre la plus forte progression, porté par l'élection de Mme Takaichi à la tête du Parti Libéral-Démocrate (PLD), candidate favorable à une intégration plus poussée des politiques budgétaires et monétaires. Taiwan et la Corée du Sud terminent également en territoire positif soutenus par l'enthousiasme persistant autour de la thématique de l'intelligence artificielle. A l'inverse, Hong-Kong accuse la plus forte baisse, pénalisé par des prises de bénéfices. Du côté des ressources stratégiques, la Chine a déclaré vouloir renforcer ses contrôles sur l'exportation de terres rares ainsi que sur les batteries au lithium.

Parallèlement, dans le domaine de la relocalisation des capacités de production aux Etats-Unis, Tokyo Electron, champion mondial des machines de précision pour les semi-conducteurs, a décidé d'y augmenter ses capacités de production au niveau de celle du Japon. On notera enfin, le rachat par SoftBank de la division de robots industriels d'ABB pour un montant de 5,4 Mds\$.

Aux **États-Unis**, le S&P 500 se replie de 2,4% après avoir atteint un plus haut historique le 8 octobre à 6753,72 points. Portées toute la semaine par l'engouement en faveur de la thématique IA et les anticipations d'une poursuite de la baisse de taux directeurs, les actions américaines ont lourdement chuté vendredi en raison d'une escalade brutale des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. En termes sectoriels, les secteurs de la technologie et de la consommation discrétionnaire sous-performent l'indice général, pénalisé par de fortes prises de bénéfices parmi les grandes valeurs exposées à la thématique IA. L'énergie et les matières premières ont aussi subi de forts dégagements, en lien avec la baisse des prix des sous-jacents. Les compartiments défensifs de la consommation courante et des services aux collectivités sont les seuls à finir en territoire positif.

Parallèlement les tensions commerciales autour des semiconducteurs avancés demeurent vives tandis que le Sénat américain adopte un projet de loi visant à assurer une priorité nationale pour les livraisons de puces de Nvidia et AMD et que les autorités chinoises intensifient les contrôles douaniers pour freiner les importations de puces américaines. Les nombreux accords de financement d'infrastructure IA impliquant notamment Nvidia et OpenAI commencent à susciter quelques inquiétudes auprès des investisseurs, ces derniers notant le caractère de plus en plus complexe et apparenté de transactions qui totalisent désormais près de 1000 Mds\$. Dans cet ordre d'idée, xAI (la société d'Elon Musk) s'appête à lever 20 Mds\$ (7,5 Mds\$ de fonds propres et 12,5 Mds\$ de dettes) pour son projet de méga centre de données « Colossus 2 ». Géré par un SPV (« Special Purpose Vehicle »), ce capital servira à acheter des processeurs graphiques de Nvidia qui seront ensuite loués par xAI pour une durée de cinq ans.

### Le Focus de la semaine : Tensions accrues sur le marché du cuivre

La hausse récente des prix du cuivre s'inscrit dans un contexte d'instabilité, lié à des difficultés opérationnelles sur des sites de production clés comme QB2 au Chili et Grasberg en Indonésie. Ces deux projets étaient appelés à porter la croissance future de l'offre mondiale. QB2, expansion majeure de Quebrada Blanca, a accumulé les surcoûts, les retards et les contraintes techniques liées à la gestion des résidus et à des problématiques d'infrastructures. La mine n'a pas atteint son rythme attendu et a contraint Teck Resources à revoir ses objectifs de production. De son côté, Grasberg a été frappé par un accident majeur début septembre, une coulée de boue ayant envahi ses galeries souterraines. Freeport a dû déclarer un cas de force majeure et réduire fortement ses projections, sachant que le retour aux niveaux antérieurs ne se fera pas avant 2027. Depuis le début de l'année, la liste des problèmes s'allonge et pèse lourdement sur l'offre globale. Chaque interruption, même temporaire, a un impact important sur un marché qui fonctionne déjà en flux tendu. À cela s'ajoute une dégradation structurelle de la qualité des minerais : les teneurs baissent, obligeant les sociétés minières à traiter davantage de roche pour obtenir le même volume de cuivre, ce qui augmente les coûts et allonge les délais. Face à cette accumulation de fragilités, l'équilibre offre-demande du cuivre se dégrade rapidement. Là où certains organismes spécialisés prévoyaient encore un léger surplus pour 2025, les révisions récentes pointent désormais vers un déficit dès cette année, conséquence directe des interruptions à Grasberg et QB2. Pour 2026, le déficit apparaît désormais quasi inévitable. Dans le même temps, la demande ne faiblit pas. Elle croît au rythme de la transition énergétique (portée par la pénétration des énergies renouvelables), mais surtout par le développement des réseaux électriques sur fond de hausse de la demande d'électricité. L'ensemble de ces éléments laisse à penser que le marché du cuivre entre dans une phase de déficit structurel avec des prix durablement élevés. Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons identifié le cuivre comme un métal stratégique, au cœur des enjeux de souveraineté énergétique.



Sophie Pons Dublanc

Adjointe au Responsable d'équipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					en devise locale					en €				
	10/10/25	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	6 553	6 716	6 141	5 882	5 780	-2,4 ↓	6,7 ↑	11,4 ↑	13,4 ↑	-1,4 ↓	7,5 ↑	-0,7 ↓	6,7 ↑		
Etats-Unis - Dow Jones	45 480	46 758	43 387	42 544	42 454	-2,7 ↓	4,8 ↑	6,9 ↑	7,1 ↑	-1,7 ↓	5,6 ↑	-4,7 ↓	0,8 ↑		
Etats-Unis - Nasdaq	22 204	22 781	20 168	19 311	18 282	-2,5 ↓	10,1 ↑	15,0 ↑	21,5 ↑	-1,5 ↓	10,9 ↑	2,5 ↑	14,3 ↑		
Japon Nikkei 300	684	668	601	604	583	2,5 ↓	13,8 ↑	13,2 ↑	17,3 ↑	1,0 ↑	9,4 ↑	4,8 ↑	8,4 ↑		
Corée du Sud KOSPI	3 611	3 425	3 080	2 399	2 599	5,4 ↑	17,2 ↑	50,5 ↑	38,9 ↑	5,2 ↑	12,1 ↑	39,0 ↑	23,9 ↑		
Chine - Shanghai	3 897	3 883	3 448	3 352	3 302	0,4 ↑	13,0 ↑	16,3 ↑	18,0 ↑	1,3 ↑	14,5 ↑	6,1 ↑	10,1 ↑		
Hong Kong Hang Seng	26 290	27 141	24 325	20 060	21 252	-3,1 ↓	8,1 ↑	31,1 ↑	23,7 ↑	-2,1 ↓	9,8 ↑	16,6 ↑	16,2 ↑		
Marchés Emergents - MSCI	1 366	1 374	1 227	1 075	1 157	-0,6 ↓	11,3 ↑	27,0 ↑	18,0 ↑	0,5 ↑	12,1 ↑	13,2 ↑	11,1 ↑		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### L'enjeu quantique : Une question d'échelle

L'ordinateur quantique n'est pas simplement un ordinateur plus rapide ; c'est une nouvelle approche pour résoudre des problèmes fondamentaux. L'informatique que nous utilisons aujourd'hui repose sur le bit, qui est l'unité d'information de base, fonctionnant comme un simple interrupteur : il est soit à 1 (allumé), soit à 0 (éteint). Pour résoudre un problème, l'ordinateur doit tester les solutions les unes après les autres.

Le calcul quantique, en revanche, utilise le qubit, une unité bien plus puissante grâce à deux phénomènes de la mécanique quantique. Premièrement, la superposition permet au qubit d'exister simultanément dans les états 0 et 1, telle une pièce de monnaie tournant en l'air : ce n'est qu'au moment de la mesure qu'il se "décide". Cette capacité permet à l'ordinateur quantique d'explorer des millions de possibilités en parallèle, contrairement à son homologue classique. Deuxièmement, l'intrication est un lien spécial qui unit deux qubits instantanément, quelle que soit leur distance : la mesure de l'état de l'un révèle immédiatement l'état de l'autre. C'est la combinaison de cette superposition et de cette intrication qui permet aux qubits de coordonner leurs calculs et de travailler ensemble pour traiter l'information avec une efficacité et une puissance sans précédent.

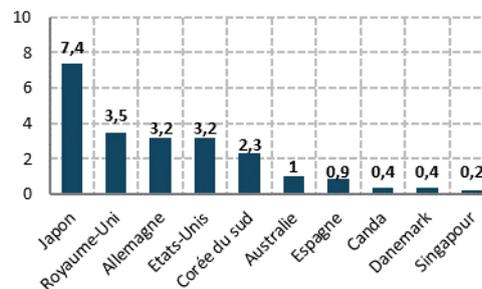
Le défi actuel n'est plus d'ordre théorique, mais d'ingénierie. Pour exploiter ces phénomènes, il faut un environnement physique stable, car toute perturbation (chaleur, vibration) peut entraîner des erreurs ou une décohérence, ruinant le calcul. De là découle l'impératif de la tolérance aux fautes et la saine concurrence entre architectures, notamment entre les circuits supraconducteurs (privilegiés par IBM) et les ions piégés (utilisant des lasers pour l'isolation), tous cherchant la voie vers des qubits intrinsèquement plus stables.

L'intégration du calcul quantique et de l'intelligence artificielle promet de transformer en profondeur le domaine de la santé, notamment en rendant les diagnostics plus rapides et les traitements plus personnalisés. L'IA quantique peut analyser des ensembles de données complexes (historiques patients, données génétiques, imagerie médicale) avec une efficacité et une précision supérieures aux modèles classiques. Le calcul quantique, sorti du cadre de la recherche fondamentale, a des débouchés stratégiques majeurs, dont un est la simulation moléculaire : simuler les interactions d'une grosse protéine ou une réaction chimique prendrait des siècles aux ordinateurs classiques, alors que le quantique pourra le faire en quelques minutes. Ceci est essentiel pour la découverte de médicaments, car il permet de tester virtuellement des milliards de combinaisons pour comprendre leur interaction au niveau atomique. Des entreprises comme IBM, Google, et Rigetti Computing sont à la pointe de cette recherche qui combine le calcul quantique et IA, de l'imagerie médicale à la découverte de médicaments.

Ce potentiel est déjà illustré par des exemples concrets dans l'industrie pharmaceutique. Des collaborations montrent que les simulations quantiques ne sont pas de simples outils théoriques, mais transforment activement la recherche de traitements. Par exemple, le partenariat entre Biogen et Accenture Labs a permis d'accélérer la découverte de traitements pour des maladies neurologiques comme Alzheimer et Parkinson. De même, Moderna s'est associé à IBM pour explorer l'utilisation du calcul quantique dans l'étude de l'ARN messager (ARNm) utilisé dans les vaccins. En parallèle de l'IA quantique, les capteurs quantiques sont une application à court terme qui améliore le diagnostic : ces dispositifs ultra-sensibles peuvent cartographier l'activité cérébrale ou cardiaque avec une précision sans précédent. Cela ouvre la voie à des diagnostics précoces et ultra-fiables pour les pathologies neurodégénératives, rendant la médecine plus préventive et personnalisée en rationalisant le processus de développement de médicaments.

En définitive, le quantique n'est pas qu'une question de puissance brute ; c'est un changement de paradigme fondamental. C'est pourquoi nous sommes attentifs à ces avancées, ainsi que leurs implications technologiques et financières, dans le cadre de nos perspectives économiques et financières chez Covéa Finance.

Panorama des investissements publics en quantique par pays, en Mds \$



Sources : McKinsey, de janvier 2023 à avril 2025, Covéa Finance.

**Benjamin Biyog**

Analyste financier et extra financier

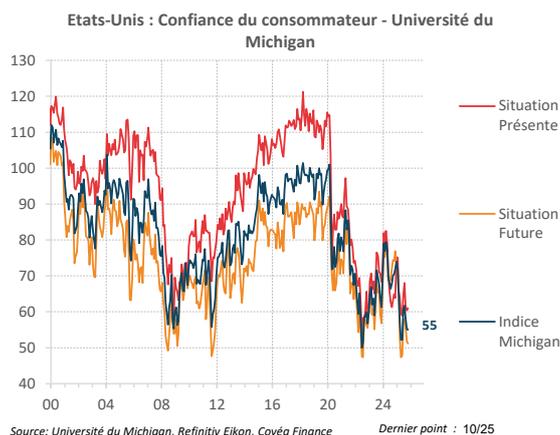


# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Les banquiers centraux américains affichent leurs dissensions »

**Les minutes de la réunion du comité de politique monétaire (FOMC) de septembre apportent peu de nouveaux éléments quant aux réflexions au sein du comité.** Dans leur approche de la politique monétaire par la gestion des risques, les banquiers centraux jugent que les risques baissiers sur le marché du travail ont augmenté, ce qui justifiait la baisse de 25 points de base du taux directeur votée en septembre. Si la tendance est à la modération, les participants estiment toutefois que les indicateurs du marché du travail qui reflètent l'équilibre entre l'offre et la demande de main-d'œuvre « n'ont pas montré une détérioration brutale des conditions du marché du travail ». Par ailleurs les risques inflationnistes restent prégnants. Une majorité de participants ont souligné les risques à la hausse pesant sur leurs perspectives d'inflation, soulignant que les récents chiffres d'inflation se sont éloignés davantage de la cible de 2 %.



quelques participants ont estimé qu'il était judicieux de maintenir le taux directeur inchangé lors de cette réunion ou qu'ils auraient pu soutenir le statu quo, même si ça ne s'est pas traduit dans les votes. En résumé, les banquiers centraux semblent ouverts à poursuivre l'assouplissement de la politique monétaire pour soutenir le marché du travail mais, à moins d'une détérioration significative de l'emploi, ils n'envisagent pas un cycle prononcé de baisse de taux qui amènerait le taux directeur en territoire accommodant. Par ailleurs, les équipes de la Réserve fédérale ont indiqué que les réserves au passif du bilan de la banque centrale seraient ramenées à 2 800 Mds\$ d'ici la fin du premier trimestre 2026 si la diminution du bilan se poursuit au rythme actuel. Cette mention pourrait suggérer que la fin de la réduction du bilan pourrait intervenir autour de cette date.

**Les nombreuses déclarations de banquiers centraux cette semaine ont illustré les divisions au sein du FOMC.** Le président de la Fed de Kansas City, Jeff Schmid, qui avait voté pour une baisse de 25 bp en septembre, a déclaré qu'il ne voyait pas la nécessité de réduire davantage les taux. Il considère que la Réserve fédérale devrait donner la priorité à la préservation de sa crédibilité en matière de lutte contre l'inflation, lorsqu'elle évalue les risques d'un resserrement trop important ou d'un assouplissement trop marqué. M.

Schmid estime que la politique monétaire n'est que légèrement restrictive et qu'elle se trouve « au bon endroit ». De même, le gouverneur William Barr a appelé à la prudence et souligné le risque d'une inflation élevée pour une période prolongée. De son côté, l'influent Président de la Fed de New York, John Williams, se dit davantage préoccupé par la dégradation du marché du travail et envisage de poursuivre le mouvement de baisse de taux d'ici la fin d'année. M. Williams estime « qu'il y a plus de risques à la baisse pour le marché du travail et l'emploi, ce qui réduit certains des risques haussiers sur l'inflation ». Mme Daly, présidente de la Fed de San Francisco a également souligné que le marché du travail est arrivé à un point « inquiétant » qui nécessite de poursuivre l'assouplissement.

**Sur le plan budgétaire, les négociations entre républicains et démocrates n'ont pas permis de débloquer la situation.** La fermeture partielle du gouvernement fédéral débutée le 1er octobre se poursuit donc, faute de vote d'un budget. Des discussions informelles se sont tenues cette semaine, mais les chefs de parti sont restés fermement campés sur leurs positions. Alors que les salaires du personnel militaire étaient en passe de ne pas être versés le 15 octobre, ce qui aurait pu renforcer la pression sur les élus du Congrès pour débloquer la situation, l'administration Trump a finalement annoncé avoir trouvé une solution pour faire les versements, en puisant 8 Mds\$ dans les fonds de recherche et de développement non dépensés du ministère de la défense.

Dans ce contexte, la confiance du consommateur n'a pas marqué d'inflexion en octobre selon l'enquête de l'université du Michigan. L'indice s'établit à 55, après 55,1 en septembre, un niveau qui reste très dégradé. D'après l'université du Michigan, « les entretiens révèlent peu d'éléments indiquant que la fermeture du gouvernement fédéral a modifié l'opinion des consommateurs sur l'économie jusqu'à présent ».

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	oct.-25	55,0	55,1	65,4	72,5

\*Du 06/10/2025 au 12/10/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



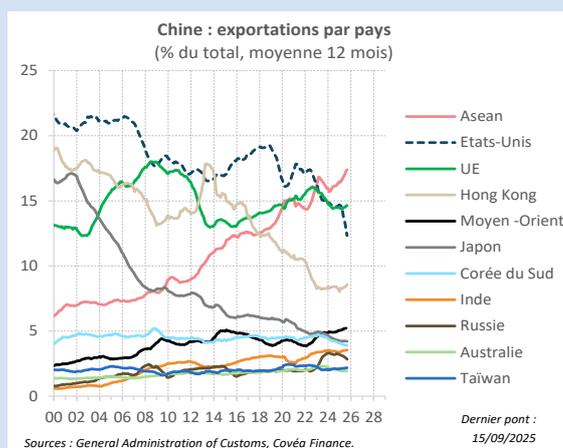
# Suivi Macroéconomique

## Focus : Nouvelle escalade des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis

**Le ministère chinois du Commerce a annoncé le 9 octobre un renforcement à compter du 1er décembre des contrôles sur les exportations de terres rares (instaurés en avril dernier).** Les autorités ont également indiqué que des restrictions plus strictes s'appliqueront désormais aux technologies liées à l'extraction, au traitement et au recyclage de ces métaux. L'exportation de ces technologies sera interdite sauf autorisation spécifique du ministère. Ce dernier a également apporté des clarifications sur la politique d'octroi de licences pour les entreprises souhaitant importer des terres rares : les utilisateurs étrangers opérant dans le domaine de la défense ne pourront pas en bénéficier, tandis que les demandes liées aux semi-conducteurs avancés seront examinées au cas par cas. En outre, les autorités ont annoncé des contrôles à partir du 8 novembre sur les exportations de composants de batteries au lithium, impliquant également la nécessité d'obtenir une licence pour les entreprises étrangères souhaitant en importer. Pékin justifie ces politiques par la nécessité de protéger sa sécurité et ses intérêts nationaux, mais ces mesures constituent surtout des leviers clés de la Chine dans le cadre de ses négociations commerciales avec les États-Unis.

La réponse de l'administration américaine ne s'est pas fait attendre. **Le président Trump a déclaré vendredi qu'il frapperait la Chine d'un droit de douane supplémentaire de 100%** et qu'il imposerait de nouveaux contrôles à l'exportation sur certains logiciels. Ces nouvelles mesures entreront en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre. Il a également menacé de bloquer les exportations de pièces détachées d'avion. Après plusieurs mois de rencontres et, semblait-il, d'accalmie des tensions, les annonces du gouvernement chinois ont manifestement irrité les officiels américains, certains d'entre eux souhaitant désormais reprendre à zéro les négociations commerciales. Cette séquence illustre le caractère très volatil des relations sino-américaines et renforce le sentiment d'incertitude pour les acteurs économiques. Les États-Unis avaient accepté en août de suspendre pour 90 jours les droits de douane de 145% qui visaient les importations en provenance de Chine. Ainsi les produits chinois sont taxés depuis le 12 août à un taux « réduit » de 30%, mais la date limite de cette trêve est fixée à la mi-novembre. L'annonce courant septembre d'une rencontre entre le Président Xi et le Président Trump en Corée du Sud fin octobre, à l'occasion du sommet de l'APEC (Coopération économique pour l'Asie-Pacifique) avait renforcé les perspectives d'un accord, mais ce nouvel épisode d'escalade pourrait doucher les attentes.

**L'accélération du découplage économique entre la Chine et les Etats-Unis est bien visible dans les données de commerce international.** Selon les données publiées par les douanes chinoises, les exportations de la Chine vers les Etats-Unis demeurent en forte contraction en septembre, à -26,8% en glissement annuel (GA), après -33,2% en août. Pourtant, les exportations chinoises, dans leur ensemble, affichent une croissance positive, à 8,3% en GA, un plus haut sur les six derniers mois, après 4,4% en août. En effet, le recul des exportations vers les Etats-Unis reste plus que compensé par la hausse vers d'autres destinations, notamment vers l'ASEAN, et ce malgré une modération de la croissance (à 15,5% après 23% en août), reflétant peut-être l'effet des droits de douane de l'administration américaine sur le transbordement (c'est-à-dire le fait de faire transiter des marchandises par un pays intermédiaire uniquement pour éviter des droits de douane plus élevés). Les exportations chinoises restent également dynamiques à destination de l'Union européenne (+13,7%) et de la Corée du Sud (+7,1%) et, de façon très prononcée, vers l'Afrique (+56,4%). Par produits, les exportations chinoises de semi-conducteurs, véhicules, engrais et bateaux sont les principaux moteurs de ce dynamisme. Les données d'août ont également été marquées par la vigueur des importations chinoises qui progressent de 7,4% en GA, un plus haut depuis avril 2024. Cette hausse, largement généralisée aux différentes catégories de biens (y compris aux fèves de soja, dont les importations accélèrent à 13,2%), n'a toutefois pas profité aux Etats-Unis dans la mesure où les importations chinoises depuis ce pays ont décliné de 16,7% en GA (après 16,1% en août). Cette reprise solide des importations s'est répercutée à la baisse sur l'excédent mensuel chinois qui atteint 90 Mds\$ contre 102 Mds\$ en août. Notons que, sur les trois premiers trimestres de l'année 2025, l'excédent commercial mensuel moyen de la Chine a été supérieur de 17,5% à sa moyenne mensuelle de l'année 2024, mais l'excédent vis-à-vis des Etats-Unis a été inférieur de 22,1% sur la même période.



Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Louis Martin

Economiste

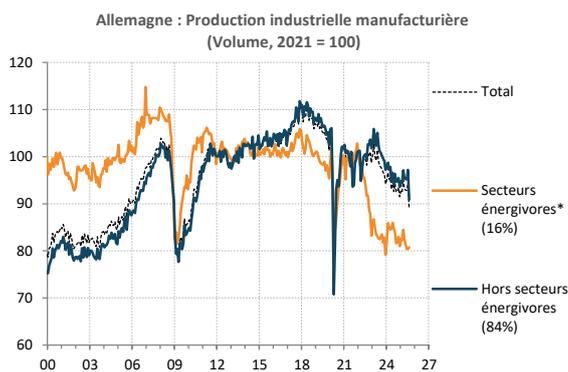


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Sébastien Lecornu a été reconduit au poste de Premier ministre »

**Les signaux en provenance de l'industrie allemande sont mal orientés.** Les nouvelles commandes sont en baisse pour le 4ème mois consécutif au mois d'août (-0,8% en glissement mensuel) ce qui confirme la tendance baissière de la demande adressée à l'industrie allemande. Sur le début de l'année 2025, les nouvelles commandes avaient été tirées par la demande étrangère, qui a fortement chuté depuis le mois de mai, en lien avec la politique commerciale américaine. Les effets de la hausse des droits de douane américains s'observent également du côté des exportations. Les exportations allemandes ont en effet reculé au mois d'août (-0,5% en glissement mensuel en valeur), en raison de la baisse des exportations vers les Etats-Unis pour le 5ème mois consécutif. Ces dernières ont atteint 10,3Mds€ en août, le plus faible niveau depuis novembre 2021. En glissement annuel, les exportations allemandes vers les Etats-Unis sont en baisse de 20%.



Sources : DeStatis, Datastream, Covéa Finance  
 \*Industrie chimique, Industrie du papier et du carton, Cokéfaction et raffinage, Métallurgie et fabrication d'autres produits minéraux non métalliques  
 Les nombres entre parenthèses représentent le poids de chaque secteur. Dernier point : août 2025

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	août-25	1,3	2,2	-1,9	1,1
AL	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	août-25	-4,8	2,2	-1,9	-4,6
FR	Indicateur de confiance Bdf Indice	sept-25	96,5	97,8	94,7	93,9
IT	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	août-25	-2,4	0,6	-2,1	-3,9
ES	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	août-25	3,5	2,7	-1,6	0,4

\*Du 06/10/2025 au 12/10/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Malgré la chute des nouvelles commandes au mois d'août tirées à la baisse par la demande étrangère, on constate sur le mois une légère hausse de la demande domestique. Bien qu'il soit trop tôt pour en tirer une tendance, elle pourrait refléter le début de la transmission du plan budgétaire allemand dans les nouvelles commandes. Du côté de la production industrielle, la conjoncture est également morose. La production a en effet fortement chuté en août tant en glissement mensuel (-4,3%) qu'en glissement annuel (-3,9%). La forte baisse de la production en août s'explique par la production automobile, qui enregistre une baisse de plus de 18% en août par rapport au mois précédent. Selon Destatis (l'agence de statistiques allemande) une partie de la baisse de la production automobile s'explique par la fermeture d'usine en raison des congés d'été. **Ainsi, ces signaux négatifs pourraient peser sur la croissance allemande du troisième trimestre.**

**En France, Sébastien Lecornu a de nouveau été nommé à Matignon par le Président Emmanuel Macron, quatre jours après sa démission.** La liste de son gouvernement a été très vite dévoilée, et comprend plusieurs membres de la société civile, tels que l'ancien PDG de la SNCF. Certains ministres nommés lors du premier gouvernement Lecornu restent en place, comme Roland Lescure au Ministère de l'économie et des finances. Le projet de budget (dont la copie est déjà prête et qui prévoit un déficit de 4,7% du PIB en 2026) devrait être débattu demain (mardi 14 octobre) en Conseil des ministres, et pourrait être déposé par la suite au Parlement. Le Premier ministre devrait par ailleurs prononcer le même jour son discours de politique générale à l'Assemblée nationale.

**Les risques de chute du gouvernement Lecornu II ne peuvent pas être écartés.** En effet, le Rassemblement National et la France insoumise ont déjà annoncé qu'ils censureront le gouvernement Lecornu. Les Écologistes et les Socialistes laissent quant à eux planer le doute sur le potentiel vote d'une motion de censure. La suspension de la réforme des retraites est l'une de leurs exigences. Enfin, Sébastien Lecornu n'a pas exclu une nouvelle démission si « les conditions n'étaient plus remplies de nouveau ».

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Asie

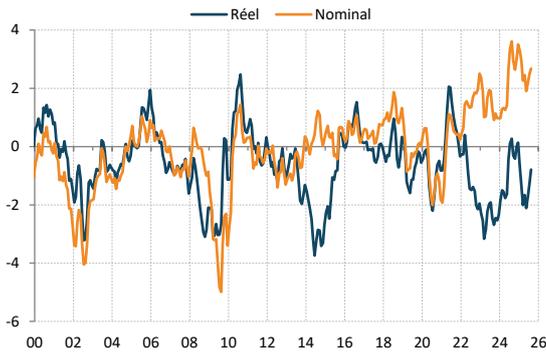
« Les turbulences politiques se poursuivent au Japon »

**Au Japon, malgré un ralentissement en août, la dynamique de fond des salaires reste solide.** La croissance des salaires s'est nettement modérée, à 1,5% en glissement annuel en août contre 3,4% en juillet. Cette baisse s'explique principalement par la forte volatilité des primes estivales. En effet, la catégorie des paiements spéciaux, qui inclut principalement les primes, a chuté de 10,5% en août après une hausse de 6,3% le mois précédent. En revanche, les salaires contractuels, une composante moins volatile, poursuit sa lente progression, atteignant 2,1% en glissement annuel, soit 0,1 point de plus qu'en juillet. Cette évolution reflète une dynamique de fond solide, portée par les résultats favorables des négociations salariales de printemps. La forte augmentation du salaire minimum prévue en octobre devrait également entretenir cette dynamique. Toutefois, le ralentissement d'août ramène la croissance des salaires en dessous

de celle de l'inflation: le salaire réel recule à -1,2% après un bref retour en territoire positif le mois précédent.

**Sur le plan politique, la nouvelle présidente du Parti libéral démocrate (PLD), Sanae Takaichi, est fragilisée par le départ du partenaire mineur de sa coalition gouvernementale.** Le Parti Komeito a expliqué mettre un terme à son alliance avec le PLD (en vigueur depuis 26 ans) puisque S. Takaichi n'acceptait pas « pleinement » un meilleur encadrement des financements accordés aux partis politiques par les entreprises et les organisations. Tetsuo Saito, qui est à la tête du Komeito, a ainsi indiqué que le parti allait « mettre fin à toute coopération électorale future » avec le PLD. Il a toutefois précisé ne pas avoir l'intention de s'opposer à tous les projets de loi, dont le budget. Le Komeito représentait 24 des 220 députés de la coalition à la chambre basse (qui compte 465 députés au total). Son départ fragilise le LDP, qui ne détient à lui seul que 42% des sièges, et sa nouvelle présidente en amont des votes parlementaires pour la désignation du Premier ministre (initialement prévu le 15 octobre, ils ne devraient finalement pas se tenir avant le 20 octobre). Selon la presse, des pourparlers seraient en cours entre les partis d'opposition pour tenter de dépasser leurs différends politiques et former une coalition susceptible de prendre la majorité parlementaire et proposer un Premier ministre dans ses rangs. Dans ce contexte de forte vulnérabilité, le LDP pourrait être amené à chercher d'autres alliés parmi l'opposition, ce qui impliquerait des concessions politiques.

Japon : Salaire (CVS, GA% lissé 3M)



Sources : Covéa Finance, Thomson Reuters, Ministry of Health Labour and Welfare (entreprises de plus de 5 personnes)

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
JP	Salaires	CVS, GA%	août-25	1,5	3,4	1,2	5,5
CH	Exportations	Vol, NCVS, GA%	sept.-25	8,3	4,4	-4,7	5,8
	Importations	Vol, NCVS, GA%	sept.-25	7,5	1,3	-5,5	1,0

\* Du 06/10/2025 au 13/10/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

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.