

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

29 décembre 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Un chemin étroit pour la BoJ* en 2026

À l'heure des bilans de l'année 2025 sur les marchés obligataires et des changes, l'évolution des marchés japonais retient particulièrement l'attention. Le marché obligataire nippon enregistre l'une des pires performances de son histoire : les taux souverains japonais ont connu les hausses les plus marquées parmi les pays développés, avec une progression de près de 100 points de base pour le taux à 10 ans et une augmentation encore plus prononcée pour le taux à 30 ans. Ainsi, le taux à 10 ans retrouve ses niveaux de 1999, dépassant les 2 %, tandis que le taux à 30 ans atteint un sommet historique à plus de 3,40 %.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Contrairement aux banques centrales américaine, britannique ou à la BCE, la Banque du Japon (BoJ) est en phase de resserrement monétaire. Elle a d'ailleurs relevé, la semaine dernière, son taux directeur à 0,75 %, un niveau inédit depuis 30 ans. Pourtant, malgré ces ajustements, la réaction des marchés reste surprenante : non seulement les taux continuent de grimper et les courbes de se pentifier, mais le yen accentue aussi sa dépréciation.

Les acteurs de marché semblent sceptiques quant à l'efficacité des mesures et des perspectives de politique monétaire de la BoJ. Les investisseurs institutionnels japonais, bien que disposant d'un marché domestique profond et de rendements plus attractifs, restent réticents à intervenir sur leur marché domestique, estimant sans doute que la protection contre le risque inflationniste reste insuffisante. Cela constitue un signal particulièrement inquiétant.

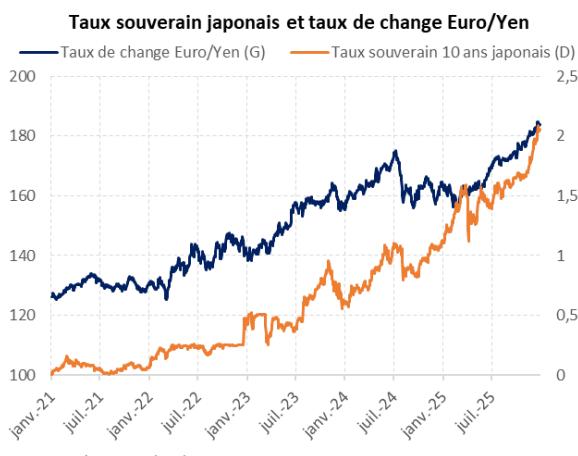
Le Japon dispose certes d'atouts majeurs : sa dette est majoritairement détenue par des acteurs domestiques, et le pays affiche un excédent de sa balance courante. Cependant, il ne peut se permettre une crise de confiance sur sa dette publique. La BoJ navigue sur une ligne étroite : elle doit éviter un retour du risque déflationniste, tout en luttant contre une dynamique inflationniste nouvelle, potentiellement alimentée par une politique budgétaire expansionniste. Par ses implications sur les marchés mondiaux, les développements sur les marchés japonais de taux et de change seront particulièrement à suivre en 2026.

Eric Le Coz



* Banque centrale du Japon

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	24/12/25	27/11/25	T-12 mois	27/11/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,178	1,160	1,040	1,6	13,3
€ / £	0,872	0,876	0,829	-0,4	5,2
€ / Yen	183,60	181,25	163,36	1,3	12,4
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	62	63	74	-1,7	-15,4
Indice CRB*	541	534	537	1,3	0,8
Prix de l'once d'Or	4 486	4 218	2 629	6,3	70,6
Prix de la tonne de cuivre	12 163	10 940	8 951	11,2	35,9
Indice Baltic Dry**	1 877	2 480	997	-24,3	88,3
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 656	1 403	2 460	18,0	-32,7

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Malgré une semaine très courte (3 jours) due à la trêve des confiseurs et en l'absence de publication de données macroéconomiques majeures, les taux européens sont en baisse de 3 à 5 points de base (pb). Le taux à 10 ans français surperforme ses pairs européens, et baisse de 5 pb à 3,56% aidé par la validation de la loi budgétaire spéciale, réduisant les incertitudes politiques du pays. L'écart avec le taux allemand à 10 ans est par conséquent en légère baisse de 2 pb à 70 pb. Le taux italien à 10 ans est à 3,55%, l'espagnol à 3,29% dans un mouvement d'aplatissement général des courbes, avec des taux 2 et 10 ans en baisse. Du côté américain, c'est la publication des chiffres de croissance du 3^{ème} trimestre en progression largement au-dessus des attentes, qui aura porté les taux courts à la hausse. Le taux à 2 ans américain progresse ainsi de 2 pb à 3,50%. Les anticipations de baisse de taux de la Fed par le marché se sont ajustées en conséquence également, avec un peu moins de baisses anticipées pour l'année prochaine : 2,1 baisses (de 25 pb) à horizon décembre 2026 alors que les anticipations étaient à 2,3 baisses en début de semaine. Le taux à 10 ans se replie, quant à lui, de 1 pb à 4,13% toujours proche du seuil technique important de 4,20%. Le marché du crédit était stable, en l'absence d'émissions primaires pour cette semaine de Noël.

Le Focus de la semaine : Point sur le programme d'émissions obligataires allemand

Mi-décembre, la Deutsche Finanzagentur (DFA) a dévoilé son programme d'émissions obligataires pour 2026, confirmant une hausse significative du volume global par rapport à 2025. Cette évolution s'inscrit dans un contexte de rupture avec l'orthodoxie budgétaire allemande, marquée par la réforme du Schuldenbremse — le frein constitutionnel à l'endettement — qui limitait jusqu'ici le déficit annuel à 0,35 % du PIB. Désormais assoupli, ce cadre a ouvert la voie à des plans d'investissement ambitieux, totalisant plusieurs centaines de milliards d'euros, destinés à relancer la croissance, moderniser les infrastructures, renforcer l'industrie et la défense.

Ces nombreux plans de relance s'accompagnent d'une augmentation des émissions obligataires dont le montant total prévu pour 2026 atteint 512 milliards d'euros (contre 394 milliards en 2025), incluant les titres verts. Cette enveloppe se répartit selon une logique un tiers/deux tiers entre les bons du Trésor (176 milliards d'euros) et les obligations à moyen long terme (318 milliards d'euros), complétée par quatre émissions vertes via des syndications (18 milliards d'euros). À titre de comparaison, la France, dont la dette publique s'élève à 114 % du PIB (contre 63 % pour l'Allemagne), prévoit un emprunt (hors bons du Trésor) record de 310 milliards d'euros en 2026, selon l'Agence France Trésor (AFT), dévoilé un peu plus tôt en octobre.

L'analyse par échéance du programme allemand révèle une stabilité sur le segment des Schatz (obligation à 2 ans), ainsi qu'une réduction relative des émissions à long terme (10-30 ans) par rapport à 2025. En revanche, la tranche à 7 ans progresse significativement, avec l'introduction d'une nouvelle maturité absente du plan de financement précédent. L'impact le plus marquant concerne le segment à 30 ans. Les émissions prévues passent de 26 milliards d'€ en 2025 à 29 milliards d'€ en 2026, soit une hausse de 12 %, bien inférieure à la hausse moyenne (+33%) des émissions sur les autres maturités. La durée de vie moyenne des émissions (hors bons du Trésor) estimée pour 2026 sera de 8,6 ans, contre 9 ans dans le plan de financement de 2025.

Cette réallocation vers des échéances plus courtes reflète une réponse pragmatique à deux dynamiques : La hausse des rendements obligataires à long terme (pentification des courbes), qui alourdit le coût du financement des Etats, combinée aux forces structurelles du resserrement quantitatif (QT) et de la réforme des fonds de pension néerlandais qui conduit à réduire la demande pour les obligations longues.

2025 aura marqué un tournant pour l'Allemagne, avec des investissements massifs (publics et privés) pour moderniser son économie et faire face aux crises énergétique et géopolitique. Si Berlin confirme sa volonté de soutenir la croissance par l'endettement, elle le fait en optimisant la maturité de sa dette pour limiter les coûts de financement. Cela devrait entretenir les pressions à la pentification de la courbe des taux allemande et plus généralement des taux souverains européens, comme nous le décrivons dans nos perspectives économiques et financières.

Xavier Bouscharain

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	24/12/25	J-7	27/11/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/11/25	31/12/24	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	3,75	3,75	4,00	4,50	4,50	0,00	0,25	-0,75	-0,75	-0,75	-
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	3,15	3,15	0,00	0,00	-1,00	-1,00	-1,00	-
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,00	0,00	0,00	-1,00	-1,00	-1,00	-
Banque d'Angleterre	3,75	4,00	4,00	4,75	4,75	-0,25	-0,25	-1,00	-1,00	-1,00	-
Banque du Japon	0,75	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	-
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,13	4,15	3,99	4,57	4,59	-2	14	-44	-46	63	66
Allemagne	2,86	2,86	2,68	2,37	2,32	0	18	50	54	72	63
France	3,56	3,57	3,41	3,20	3,14	-1	15	37	42	123	89
Italie	3,55	3,57	3,40	3,52	3,49	-2	15	3	6	128	85
Royaume-Uni	4,51	4,48	4,45	4,57	4,58	3	6	-6	-7	79	73
Japon	2,05	1,98	1,80	1,10	1,08	7	25	95	97	94	139
Crédit											
Indice Itraxx Main	50,8	52,3	53,2	57,7	56,6	-1,5	-2,4	-6,9	-5,8	-	-
Indice Itraxx Crossover	244,4	252,0	257,7	313,1	309,6	-7,5	-13,3	-68,6	-65,2	-	-

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

Analyse de l'évolution des marchés

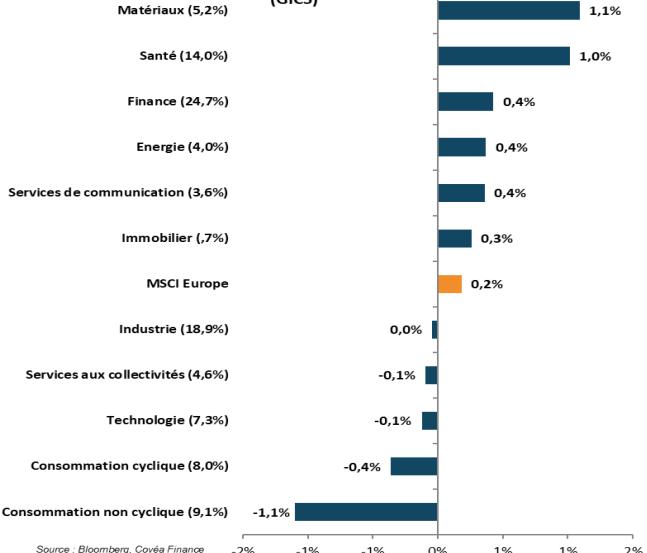
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'indice MSCI Europe (dividendes non réinvestis) affiche une hausse modérée de +0,2% sur la courte semaine boursière de Noël. Le secteur des matériaux réalise la meilleure performance de la semaine avec une progression de +1,1%, dans un contexte où le cuivre, l'or et l'argent affichent des niveaux records. La santé progresse de +1,0% grâce à l'accord conclu entre plusieurs laboratoires pharmaceutiques européens avec l'administration américaine sur une exemption de droits de douane durant 3 ans contre une baisse des prix des médicaments. A l'autre bout du spectre, la consommation non-cyclique (-1,1%) et cyclique (-0,4%) ferment la marche.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 19/12/2025 au 24/12/2025 (GICS)



Le Focus de la semaine : Le secteur minier, un domaine stratégique

L'heure de faire le bilan des enseignements de 2025 approche et plusieurs tendances se dessinent comme la performance record des banques européennes permettant à l'indice sectoriel d'afficher l'une de ses meilleures performances annuelles historiques avec +70%. Autre secteur à l'honneur en 2025, le segment Métaux et Mines du MSCI Europe progresse de 31% au 24 décembre avec des hausses à 3 chiffres pour ses composants principaux, Fresnillo +445%, opérateur de mine d'or et d'argent au Mexique et Antofagasta +106%, extracteur de cuivre au Chili et au Pérou. Les performances des métaux sous-jacents sont éloquentes : cuivre +38%, or +70%, argent +170%. Ces variations s'expliquent par différentes perturbations : les contraintes sur l'offre de métaux, la montée des droits de douanes, les besoins en électrification avec la transition énergétique et enfin la compétition mondiale pour l'accès aux ressources minières au cœur des enjeux de souveraineté des nations tant dans les domaines industriels et en matière de défense. Le demande de métaux s'explique principalement pour ses usages industriels et plus spécifiquement :

- Le cuivre bénéficie d'une dynamique solide de la demande, portée par des tendances de long terme comme l'électrification, les automatismes et le développement de nouvelles technologies alors que l'offre reste contrainte. L'interruption prolongée de la mine Grasberg en Indonésie, l'un des plus grands gisements de cuivre et d'or au monde, à la suite d'incidents mortels constitue un facteur de tension supplémentaire.

- L'or, valeur refuge des investisseurs dans les périodes d'incertitude, bénéficie également d'achats des banques centrales souhaitant diversifier leurs réserves.

- L'argent profite d'une demande industrielle croissante notamment dans l'électronique, les panneaux photovoltaïques et les batteries des véhicules électriques. On peut citer d'autres matières critiques, tels que le lithium ou encore le nickel, essentiels à la transition énergétique.

Par ailleurs, les annonces régulières de rapprochement entre acteurs miniers illustrent cette course effrénée pour l'accès et le contrôle des matériaux critiques. Cette quête de souveraineté des nations visant à gagner en autonomie et indépendance sont des sujets que nous suivons attentivement dans nos Perspectives économiques et financières.

Samir Ramdane

Responsable d'équipe Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	23/12/25	J-7	27/11/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/11/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	195,6	196,0	192,1	163,2	161,7	-0,2	1,8	19,9	21,0	
MSCI EMU Mid Cap	1 336,8	1 337,5	1 311,3	1 056,7	1 045,8	-0,1	1,9	26,5	27,8	
MSCI EMU Small Cap	532,1	527,8	515,9	390,5	386,9	0,8	3,1	36,3	37,5	
MSCI Europe	196,6	196,2	192,1	169,9	168,3	0,2	2,3	15,7	16,8	
France CAC 40	8 103,9	8 151,4	8 099,5	7 380,7	7 272,3	-0,6	0,1	9,8	11,4	
Allemagne DAX 30	9 118,8	9 099,5	8 904,5	7 648,6	7 625,4	0,2	2,4	19,2	19,6	
Italie MIB	44 606,6	44 757,6	43 219,9	34 186,2	33 739,9	-0,3	3,2	30,5	32,2	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	9 889,2	9 897,4	9 693,9	8 173,0	8 102,7	-0,1	2,0	21,0	22,0	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	11 334,3	11 305,3	11 068,7	9 877,2	9 761,4	0,3	2,4	14,8	16,1	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Les performances ont été arrêtées au 23 décembre 2025 car l'indice allemand ne cotait pas le 24 décembre 2025; la plupart des places européennes n'ayant pas de cotation le vendredi 26 décembre 2025.

Analyse de l'évolution des marchés

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

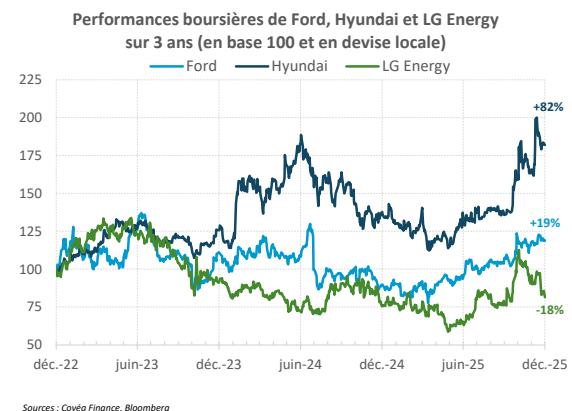
L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés ont évolué à la hausse sur la semaine, dans de faibles volumes. Les pays d'Asie du Nord (Taiwan, Corée du Sud, Chine) affichent les plus fortes progressions, tirées par les valeurs technologiques et le regain d'optimisme quant à la trajectoire des dépenses d'investissement dans les infrastructures liées à l'intelligence artificielle. A l'inverse, l'Indonésie recule dans un contexte politique tendu, le Président Prabowo n'ayant pas déclaré l'état de catastrophe nationale à la suite du passage dévastateur du cyclone Senyar, ce qui limite l'entrée de l'aide internationale. Parmi les éléments transverses sur la semaine, notons que l'Administration américaine souhaite confier à Hanwha, société coréenne, la construction de nouvelles frégates, en s'appuyant sur son chantier naval déjà opérationnel à Philadelphie. Dans la thématique de la régionalisation, le taiwanais Syntec Technology a annoncé la construction d'une seconde usine en Malaisie, destinée à devenir son principal site de production à l'étranger, avec pour objectif de répondre à la forte demande des marchés régionaux, sécuriser la chaîne d'approvisionnement et réduire le risque géopolitique. Enfin, le groupe indien Adani veut accélérer fortement la construction de centres de données dédiés à l'intelligence artificielle en Inde. Pour alimenter ces infrastructures très énergivores, le conglomérat envisage d'investir massivement dans les énergies renouvelables et le nucléaire.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en hausse, porté par les données macroéconomiques et l'optimisme quant à la résilience de l'économie américaine. En parallèle, la dynamique autour de l'intelligence artificielle, après les bons résultats de Micron, se poursuivait et contribuait à la bonne performance des grands noms du numérique. Sur le front des entreprises, dans les services de communication, le PDG d'Oracle, Larry Ellison, acceptait de fournir une garantie personnelle de \$ 40,4 Mds pour le financement du rachat de Warner Bros par Paramount. Une garantie qui était jugée insuffisante par la société d'investissement Harris Oakmark, l'un des principaux actionnaires de Warner Bros. De son côté, Alphabet faisait l'acquisition d'Intersect Power, fournisseur d'énergie renouvelable, pour \$4,75 Mds, dans une opération qui viserait à sécuriser son approvisionnement en capacité énergétique face aux besoins liés aux centres de données destinés à l'intelligence artificielle. Dans les services publics, Dominion Energy était pénalisé par la décision de l'administration Trump de suspendre les projets de construction de cinq projets éoliens offshore face aux risques d'interférences avec des systèmes radars militaires.

Le Focus de la semaine : l'adaptation des stratégies d'entreprise dans l'automobile face au recul du politique en matière de transition énergétique

Depuis le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche, l'administration américaine a profondément modifié sa politique environnementale. C'est notamment le cas dans le secteur automobile. En effet, les crédits d'impôt ont été réduits et les normes sur les émissions et la consommation de carburant assouplies. Dans ce contexte politique, les entreprises ont adapté leur modèle d'affaires. Un exemple très récent en témoigne, Ford abandonnant l'électrification totale de modèles emblématiques comme le F150, désormais orienté vers une technologie hybride. Dans le même temps, certaines usines du constructeur, initialement dédiées aux SUV électriques, sont reconvertises pour produire des véhicules thermiques et hybrides, et une partie des capacités de production de batteries est réorientée vers le stockage, notamment pour les centres de données. Cette adaptation de la stratégie coûtera à Ford environ \$19 Mds. L'autre exemple concerne Hyundai Motor, qui dans son usine de Géorgie initialement prévue pour produire uniquement des véhicules électriques, a converti cette dernière en production mixte, combinant électrique et hybride. Et les conséquences sont importantes pour l'ensemble de la chaîne de valeur du véhicule électrique ! En Corée du Sud, LG Energy Solution, champion coréen des batteries, a vu une commande de \$6,5 Mds, prévue pour 2026-2027, annulée par Ford, ce qui va rapidement nécessiter de réallouer ses capacités. Dans ce contexte d'incertitude, un acteur américain des batteries, Kore Power, a renoncé à son projet d'usine en Arizona d'une valeur de \$1,2 Mds, tandis que Freyr Battery, société norvégienne, a également abandonné son projet de méga usine en Géorgie d'une valeur de \$2,6 Mds. Comme nous le montrons dans nos Perspectives Économiques et Financières, l'interventionnisme politique de plus en plus prégnant rend nécessaire l'adaptation des modèles d'affaires des entreprises et a des conséquences directes sur les décisions des dirigeants.



Florian Thavel

Pôle gestion Actions Internationales

Actions Internationales	Niveaux				Variations (en %)																
	26/12/25	J-7	27/11/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	en devise locale	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/11/2025	en €	31/12/24	T-12 mois							
Etats-Unis - S&P500	6 930	6 835	6 813	5 882	6 038	1,4	↑	1,7	↑	17,8	↑	14,8	↑	0,9	↑	0,2	↑	3,6	↑	1,6	↑
Etats-Unis - Dow Jones	48 711	48 135	47 427	42 544	43 326	1,2	↑	2,7	↑	14,5	↑	12,4	↑	0,7	↑	1,2	↑	0,7	↑	-0,5	↓
Etats-Unis - Nasdaq	23 593	23 308	23 215	19 311	20 020	1,2	↑	1,6	↑	22,2	↑	17,8	↑	0,7	↑	0,1	↑	7,5	↑	4,3	↑
Japon Nikkei 300	730	723	719	604	597	1,0	↑	1,5	↑	20,7	↑	22,3	↑	1,2	↑	-0,1	↓	6,6	↑	9,3	↑
Corée du Sud KOSPI	4 130	4 021	3 987	2 399	2 430	2,7	↑	3,6	↑	72,1	↑	70,0	↑	4,9	↑	3,6	↑	55,3	↑	53,3	↑
Chine - Shanghai	3 964	3 890	3 875	3 352	3 398	1,9	↑	2,3	↑	18,3	↑	16,6	↑	2,0	↑	1,8	↑	8,4	↑	7,6	↑
Hong Kong Hang Seng	25 819	25 691	25 946	20 060	20 098	0,5	↑	-0,5	↓	28,7	↑	28,5	↑	0,1	↑	-1,9	↓	13,2	↑	13,7	↑
Marchés Emergents - MSCI	1 397	1 368	1 370	1 075	1 085	2,1	↑	2,0	↑	29,9	↑	28,8	↑	1,6	↑	0,4	↑	14,3	↑	14,1	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Analyse de l'évolution des marchés

Focus Marchés :

La concentration du S&P 500, un phénomène qui s'accentue depuis 3 ans et qui se conjugue avec une hausse de la volatilité

Aujourd'hui, le VIX est un indicateur mondialement reconnu comme mesure du sentiment de marché américain à court terme sur la base de la volatilité implicite de l'indice S&P 500. Cependant, il ne reflète pas l'ensemble des risques et des opportunités liés aux actions américaines. Par exemple, si la moitié des titres composants le S&P 500 chute brutalement tandis que l'autre moitié progresse à l'opposé, l'indice de référence peut rester relativement stable sous l'effet de la diversification. Un rappel que chaque titre présente un profil de risque distinct de celui de l'indice. Et une caractéristique particulièrement importante dans un marché concentré où les M7⁽¹⁾ représentent à eux seul un tiers de la pondération de l'indice.

Le fournisseur d'indices qui calcule le VIX lançait justement l'année dernière un nouvel indice basé sur la moyenne des volatilités individuelles des titres de l'indice S&P 500, le VIXEQ. Il fait lui-même écho à l'indice de dispersion du S&P 500, le DSPX, lancé un an auparavant en septembre 2023. Ces deux indices apportent une compréhension plus fine du mouvement des performances des titres les uns par rapport aux autres au sein de l'indice de référence, et complètent ainsi le VIX. Toutefois, ils présentent le même biais de déformation que celui-ci, c'est-à-dire une sur-représentation des plus grandes capitalisations boursières vis-à-vis des plus petites.

Nous proposons un regard sur ce phénomène de diversification sous l'angle des volatilités historiques⁽²⁾ en isolant l'effet de déformation lié à la taille des capitalisations. Pour cela, nous analysons la performance annuelle équipondérée des membres du S&P 500 par compartiments en fonction de la taille de leurs capitalisations boursières depuis 1990, mais ici seules les années depuis 2020 sont affichées. Ainsi, on forme 7 compartiments comme présentés dans le tableau ci-dessous : les 15 plus grandes capitalisations (ou « top 15 »), les 85 suivantes, 3 compartiments des 100 suivantes, les 85 suivantes, et enfin les 15 plus petites. Nous en déduisons ensuite la volatilité par compartiment, puis la moyenne de la volatilité individuelle des titres, et enfin nous définissons la dispersion comme étant la racine de l'écart entre le carré de ces deux derniers, selon la formule de l'encadré ci-après.

Le constat est que la performance observée du « top 15 » reste la plus élevée depuis 2015 (à l'exception de la période de stress de marché de 2022). Au cours des 3 dernières années, cette surperformance s'est intensifiée. Et aucun autre compartiment n'a réalisé une performance supérieure à celle de l'indice. Depuis 1998, 2 autres périodes ont enregistré une concentration aussi extrême : 1998-1999 et 2017-2020. En termes de volatilité, bien que le « top 15 » est historiquement moins volatile, avec toutefois des retournements qui peuvent être brutaux (1998-2002 et 2018), la période récente illustre l'augmentation du risque associé à ce compartiment.

Sur le reste de l'indice, si la moyenne des volatilités individuelles du S&P 500 progresse depuis le début de l'année, celle de la dispersion de ses composants augmente davantage encore. Ce phénomène traduit des réactions de plus en plus extrêmes, conséquence de la hausse de la volatilité des résultats publiés et de la concentration des flux. Ces constatations et l'apparition d'indices dédiés soulignent la vigilance à porter à ce contexte particulier, traduisent la fragilité de la progression des indices et souligne le potentiel d'opportunités spécifiques.

S&P 500 par compartiments en fonction du groupement de ses membres par taille de leurs capitalisations boursières

												Dispersion ($C \cong \sqrt{[Moyenne des volatilités individuelles (B)]^2 - [Volatilité quotidienne annualisée (A)]^2}$)															
Compartiments par cap. boursières	Performance annuelle					Volatilité quotidienne annualisée						Moyenne des volatilités individuelles					Dispersion										
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025			
15 plus grandes (1)	+20.5	+27.6	-26.4	+46.5	+50.3	+20.5	33.4	14.0	26.5	16.5	17.7	23.0	42.6	23.8	38.4	25.7	30.9	35.5	26.5	19.3	27.9	19.7	25.3	27.1			
85 suivantes (2)	+13.5	+25.2	-12.3	+17.6	+10.9	+13.1	33.7	12.5	21.2	12.4	10.6	17.3	45.9	25.1	34.5	24.9	25.4	32.2	31.1	21.7	27.2	21.5	23.1	27.1			
100 suivantes (3)	+6.3	+23.3	-10.9	+10.8	+9.6	+11.6	35.0	12.8	20.5	12.2	10.7	17.1	52.7	25.9	34.2	25.3	25.8	31.9	39.4	22.5	27.3	22.2	23.4	26.9			
100 suivantes (4)	+9.1	+26.0	-9.0	+11.6	+8.2	+9.5	(A)	36.7	13.2	21.4	14.5	11.4	16.8	(B)	53.4	26.5	35.5	27.4	26.2	33.0	(C)	38.7	23.0	28.4	23.3	23.6	28.4
100 suivantes (5)	+10.7	+31.3	-17.2	+5.2	+12.5	+8.3	34.2	14.8	23.3	14.5	11.7	18.2	51.2	28.9	37.3	29.9	27.6	33.5	38.0	24.8	29.1	26.1	24.9	28.1			
85 suivantes (6)	-3.5	+26.8	-8.7	+14.1	+7.4	+0.3	41.1	17.6	22.0	18.2	12.8	19.3	62.6	31.0	38.3	34.5	29.2	34.9	47.1	25.5	31.3	29.3	26.3	29.1			
15 plus petites (7)	-2.0	+33.2	-16.4	+8.9	+10.0	+4.3	58.9	29.3	25.0	23.9	18.6	22.9	81.4	41.2	45.2	43.0	33.6	42.5	56.3	29.0	37.7	35.7	27.9	35.9			
Compartiments sup. au niveau de l'indice	1	3	6	1	1	1	4	5	2	5	3	2		2	3	4	3	4	4	2	3	7	3	4	7		
Indice S&P 500	+16.3	+26.9	-19.4	+24.2	+23.3	+15.5	34.4	13.1	24.2	13.1	12.6	20.0	Moyenne des vol. ind.	53.6	27.7	36.3	28.7	27.1	33.4	Dispersion	41.1	24.5	27.1	25.5	24.0	26.8	

Sources : Covéa Finance / Recherche Quantitative, Bloomberg. Données arrêtées au 24/10/2025.

⁽¹⁾M7 : Nvidia, Microsoft, Apple, Meta, Amazon, Tesla, Alphabet.

⁽²⁾La volatilité historique est définie ici comme l'écart type des performances quotidiennes sur un an annualisé.

Victor James

Responsable de la Recherche Quantitative

Analyse de l'évolution des marchés

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

L'économie spatiale : un pilier stratégique de souveraineté et de croissance

Selon l'OCDE, l'économie spatiale englobe toutes les activités et ressources qui contribuent au progrès humain par l'exploration, la recherche, la compréhension, la gestion et l'utilisation de l'espace. Une autre définition, proposée par l'Agence spatiale européenne (ESA), décrit l'économie spatiale comme l'ensemble de la chaîne de valeur du secteur, depuis les activités en amont (fabrication, lancement, etc.) jusqu'aux activités en aval, c'est-à-dire tous les secteurs qui utilisent l'espace pour fournir leurs services (télécommunications, observation de la Terre, navigation, etc.).

Au cours des dernières années, on observe une forte croissance de l'économie spatiale. Dans le domaine militaire, le nombre de satellites lancés pour des clients du secteur de la défense a été multiplié par 3,7 en cinq ans. À titre d'exemple, en 2020, 46 satellites étaient lancés à des fins militaires, contre 173 en 2024. Alors que, depuis le début des années 1990, les programmes civils représentaient historiquement la majorité des budgets, la part allouée à la défense est devenue majoritaire en 2023.

Ce changement rapide s'explique tout d'abord par le contexte géopolitique. Comme nous le mentionnons dans nos Perspectives Économiques et Financières, le monde devient de plus en plus conflictuel : guerre en Ukraine, tensions en Asie-Pacifique, développement de la guerre hybride, etc. L'augmentation des budgets spatiaux militaires reflète également la transformation du champ de bataille moderne. En effet, le satellite n'est plus seulement un outil d'observation : il permet désormais le renseignement en temps réel, le guidage de drones et de frappes de précision, la continuité des communications même en cas d'attaque, la coordination des troupes au sol, et même le développement de capacités de défense antisatellite. Les exemples récents de conflits, comme celui en Ukraine, montrent que la connectivité satellitaire peut modifier de manière significative le cours des opérations militaires.

Dans le domaine commercial, on observe également une véritable accélération depuis une dizaine d'années, principalement due à l'essor des constellations en orbite basse (LEO). Celles-ci permettent le déploiement de services critiques tels que l'Internet haut débit, essentiel notamment pour les véhicules autonomes et les besoins de l'industrie moderne. Ces satellites sont aussi utilisés pour l'observation continue, par exemple dans l'agriculture, ainsi que pour la connectivité dans les zones sensibles et, plus largement, pour la connectivité globale.

Aujourd'hui, l'entreprise américaine Starlink dispose de la plus grande constellation satellitaire, avec plus de 9 000 satellites en orbite et un objectif de 12 000. L'Europe s'appuie sur Eutelsat OneWeb, qui constitue aujourd'hui la seule véritable alternative à Starlink, avec 654 satellites et un objectif de 748 satellites. La Chine affiche également des ambitions très fortes en matière de développement de constellations. À titre d'exemple, la constellation Guowang compte actuellement 81 satellites, avec un objectif de 13 000 satellites, au sein d'une entreprise où l'État chinois détient une participation significative. En Chine, le constructeur automobile Geely ambitionne également de développer une constellation de 6 000 satellites destinée à l'exploitation de véhicules autonomes.

La croissance de l'économie spatiale s'accompagne d'une transformation en profondeur de la chaîne de valeur.

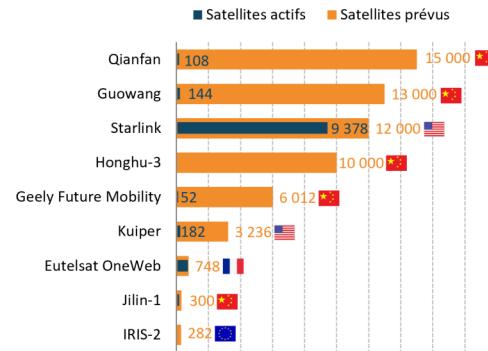
Le premier bloc de cette chaîne concerne la fabrication de satellites, un segment en pleine mutation. On observe notamment une miniaturisation croissante des satellites, en particulier en orbite basse, l'émergence de nouveaux systèmes de propulsion et d'alimentation, ainsi qu'une industrialisation accrue, marquée par davantage de standardisation, la fabrication en série et l'utilisation de technologies telles que l'impression 3D. Ces évolutions rendent les satellites plus rapides à produire, moins coûteux et mieux adaptés aux constellations de grande taille. Le deuxième maillon est celui des lanceurs. Ceux-ci sont essentiels car ils permettent de placer rapidement et régulièrement des satellites en orbite. Ce marché, historiquement dominé par un nombre limité d'acteurs, s'ouvre progressivement. On observe l'arrivée de nombreux nouveaux entrants, le développement de nouvelles zones de lancement, l'apparition de lanceurs de plus petite taille et une tendance marquée vers les lanceurs réutilisables, qui réduisent les coûts par lancement et transforment en profondeur l'économie du secteur. Le troisième maillon concerne les équipements au sol, qui regroupent les antennes, les stations de réception, les réseaux terrestres et les terminaux utilisateurs. Avec l'augmentation du nombre de satellites et la croissance des volumes de données, les besoins en infrastructures au sol deviennent de plus en plus importants. On constate une hausse de la demande en connectivité fibre, un besoin accru de stations de réception, ainsi que l'émergence d'opérateurs privés proposant l'accès aux stations au sol comme un service, à l'image d'Amazon avec AWS Ground Station. Enfin, le dernier maillon concerne les services, qui représentent l'usage final du spatial : télécommunications, télévision, observation de la Terre, gestion des données, connectivité Internet, applications destinées aux entreprises ou aux particuliers, ainsi que les services liés à la défense. La demande progresse fortement, notamment avec la multiplication des drones, des objets connectés et des applications de surveillance environnementale et climatique.

Ces évolutions impliquent à leur tour le développement d'un nouvel écosystème, avec un nombre croissant d'entreprises actives dans la fabrication de satellites, les lanceurs et les nouveaux services. Ainsi, depuis une dizaine d'années, le secteur spatial est passé d'un domaine dominé par quelques grandes agences nationales à un écosystème beaucoup plus vaste, au sein duquel coexistent les grands industriels historiques tels qu'Airbus, Thales ou Lockheed Martin, des entreprises privées de premier plan comme SpaceX, Blue Origin ou Rocket Lab, ainsi qu'une multitude de start-ups du « New Space » en Europe, aux États-Unis et en Asie. On observe également le développement de nouveaux services tels que le retrait des débris spatiaux, le remorquage de satellites, les opérations de maintenance ou d'assemblage en orbite, ainsi que les infrastructures spatiales.

Les évolutions du secteur spatial se reflètent également sur les marchés financiers, avec par exemple l'augmentation de capital d'Avio SpA en octobre et la création d'ETF dédiés à l'économie spatiale. Airbus, Thales et Leonardo ont par ailleurs annoncé un rapprochement de leurs activités spatiales, avec l'ambition de créer un acteur européen plus solide, de mutualiser les savoir-faire, de gagner en compétitivité face à SpaceX et aux groupes chinois, et de soutenir la montée en cadence indispensable pour les futures constellations européennes, telles que IRIS.

Le secteur spatial fait partie des secteurs stratégiques tels que définis dans nos Perspectives Économiques et Financières. Il devient un enjeu majeur de souveraineté, mais son développement devra s'appuyer sur des partenariats étroits avec des acteurs privés, à l'image de ce qui s'est produit dans d'autres domaines stratégiques, notamment l'intelligence artificielle.

Principales constellations satellitaires en orbite basse:
état actuel et projections



Sources: rapports et communiqués de presse, SIA, Covéa Finance.

Note : IRIS² est une constellation multi-orbitale (LEO, MEO, GEO).

Victor Labate

Analyste financier et extra financier

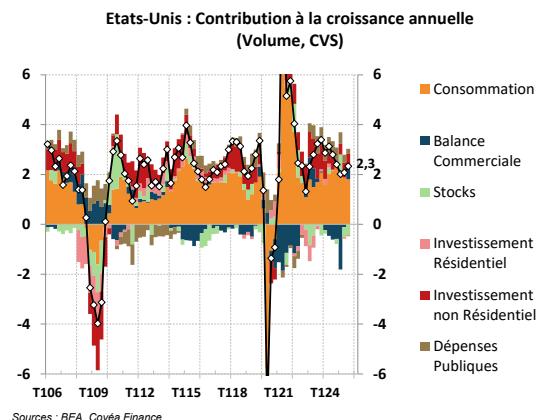


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La croissance est restée solide au troisième trimestre »

En dépit de la dégradation du marché du travail au cours des derniers mois, l'économie américaine continue d'afficher sa résistance. Le Produit Intérieur Brut (PIB) a progressé de 1,1% au troisième trimestre, ce qui constitue la meilleure performance trimestrielle depuis 2 ans. En rythme annuel, la croissance accélère à 2,3%, après 2,1% au T2. Cette dynamique repose une nouvelle fois sur la vigueur des dépenses de consommation, qui affichent une hausse trimestrielle de 0,9% et restent le principal contributeur à la croissance. L'investissement non résidentiel est encore bien orienté (+0,7% en glissement trimestriel), bien que moins robuste que sur la première partie de l'année. Dans le détail, les dépenses en équipements et en propriété intellectuelle (R&D, logiciels...) ont maintenu une dynamique positive, tandis que la faiblesse dans les dépenses d'infrastructures s'est poursuivie. Après une période faste en 2022 et 2023, les infrastructures affichent désormais 7 trimestres consécutifs de contraction. **L'investissement productif est actuellement tiré par les équipements informatiques et les logiciels, ce qui peut refléter un impact du déploiement de l'IA.**



Les statistiques de commandes de biens durables du mois d'octobre indiquent que la tendance positive de l'investissement en biens d'équipements devrait s'être maintenue au début du quatrième trimestre. Dans le résidentiel, l'investissement est resté mal orienté pour le troisième trimestre consécutif. La reprise du mouvement d'assouplissement monétaire depuis septembre pourrait créer les conditions d'un arrêt de la dégradation du secteur dans les prochains mois. Concernant les comptes extérieurs, le déficit commercial s'est réduit au cours du trimestre, à la faveur d'une nouvelle réduction des importations (-1,2% en glissement trimestriel), contre coup du saut enregistré au T1 en anticipation des droits de douane, et d'une progression des exportations (+2,1%), en particulier de services.

Si l'activité économique globale est restée dynamique au troisième trimestre, **les statistiques sont toujours mitigées dans le secteur industriel : la production a baissé en séquentiel en octobre et, au cours du même mois, les commandes de biens durables ont reculé**, malgré la poursuite de la progression de la demande de biens d'équipements civils hors aéronautique. La confiance des ménages reste aussi fragile, avec une nouvelle baisse de l'indice Conference Board de confiance des consommateurs, notamment sous l'effet d'une perception moins favorable du marché du travail.

Le représentant de la Maison Blanche au commerce a indiqué que les puces chinoises subiront des droits de douane à leur entrée aux Etats-Unis, à partir de juin 2027 ! Le niveau de ces nouvelles taxes sera annoncé au plus tôt trois mois avant leur entrée en vigueur. Le bureau du représentant au commerce justifie cette décision par la stratégie prêtée à la Chine de chercher à devenir dominante dans le secteur via un subventionnement massif tant de la recherche que des investissements dans le domaine.

*Du 22/12/2025 au 28/12/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

L'administration Trump a annoncé que cinq personnalités européennes engagées dans la régulation du secteur des nouvelles technologies, dont Thierry Breton, considéré comme le père du Digital service Act de l'UE, sont désormais interdites d'entrée sur le territoire des Etats-Unis. La Maison Blanche considère que la réglementation européenne et les actions visant à encadrer la « liberté d'expression » sont de la censure.

C'est un sujet qu'il n'avait pas abordé publiquement depuis quelques temps : **après avoir nommé un envoyé spécial pour le Groenland, en la personne du gouverneur de Louisiane, Jeff Landry, Donald Trump a répété que l'île autonome danoise était cruciale pour la sécurité des Etats-Unis face à la Russie et à la Chine.** Sur les réseaux sociaux, M. Landry a déclaré qu'il était honoré de servir son pays en œuvrant à faire du Groenland une partie des Etats-Unis. La première ministre danoise a rappelé qu'il n'est pas possible pour un pays d'annexer un territoire faisant partie d'un autre pays, même au prétexte de la sécurité nationale...

Jean-Louis Mourier

Economiste



Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Focus : Un nouveau cadre tarifaire pour le commerce américain

Dans un décret publié le 31 juillet, les autorités américaines ont annoncé la modification des droits de douane « réciproques » sur ses partenaires commerciaux, avec des taux allant désormais de 10 à 41%, qui entreront en vigueur le 7 août.

Pour la majorité des pays, ces droits de douane sont inférieurs à ceux initialement annoncés le 2 avril (cf. suivi hebdomadaire du 7 avril). **Parmi les principaux exportateurs vers les Etats-Unis, le Royaume-Uni se voit imposer les droits de douane les plus faibles, à 10%, devant l'Union européenne, le Japon et la Corée du Sud à 15%.** Ces pays ont bénéficié de taux plus faibles après avoir conclu des accords commerciaux avec les Etats-Unis impliquant des contreparties, dont des engagements d'importations de produits américains et, dans la plupart des cas, d'investissements aux Etats-Unis.

En revanche, certains pays, comme la Suisse (39%) et le Brésil (50%), sont affectés par des hausses de droits de douane plus importantes. Dans le cas du Brésil, le décret du 31 août ne fait référence qu'à des droits de douane « réciproques » de 10%, mais la Maison Blanche a annoncé une augmentation de 40 points de pourcentage, en représailles aux poursuites lancées, au Brésil, contre Jair Bolsonaro, l'ancien président du pays. En outre, l'Inde devrait être affectée par un droit de douane de 25% et est sous la menace de pénalités additionnelles si elle continue d'importer du pétrole de la Russie.

Le Mexique et le Canada restent exemptés des droits de douane « réciproques », mais sont soumis à ceux liés au trafic de fentanyl (cf. suivi hebdomadaire du 10 mars) qui ne s'appliquent pas aux produits couverts par l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM). **Initialement à 25%, les Etats-Unis ont annoncé une hausse de ces droits de douane à 35% pour le Canada** (ceux sur le pétrole sont maintenus à 10%), qu'ils justifient notamment par un manque de coopération du Canada pour réduire le flux de fentanyl, alors qu'il a été maintenu à 25% pour le Mexique pour une période de 90 jours supplémentaires.

La Chine reste affectée par un droit de douane de 30%, dont 10% de droits de douane « réciproques » et 20% en lien avec le trafic de fentanyl. **A l'issue de négociations à Stockholm la semaine dernière, les autorités des deux pays ont indiqué souhaiter prolonger la période de trêve tarifaire au-delà du 12 août pour 90 jours supplémentaires.** Si cette échéance n'est pas repoussée, les droits de douane

Pays (dont BRICS+ en orange et G7 en bleu clair)	Importations de biens 2024 (Mds\$)	Etats-Unis : Droits de douane réciproques	
		02-avr-25	01-août-25
UE à 27	\$606	20%	15%
Mexique	\$506	25%	25%
Chine	\$439	34%	30%
Canada	\$413	25%	35%
Japon	\$148	24%	15%
Vietnam	\$137	46%	20%
Corée du Sud	\$132	25%	15%
Taiwan	\$116	32%	20%
Inde	\$87	26%	25%
Royaume-Uni	\$68	10%	10%
Suisse	\$63	31%	39%
Thaïlande	\$63	36%	19%
Malaisie	\$53	24%	19%
Singapour	\$43	10%	10%
Brésil	\$42	10%	50%
Indonésie	\$28	32%	19%
Israël	\$22	17%	15%
Colombie	\$18	10%	10%
Turquie	\$17	10%	15%
Australie	\$17	10%	10%
Chili	\$16	10%	10%
Afrique du Sud	\$15	30%	30%
Philippines	\$14	17%	19%
Arabie Saoudite	\$13	10%	10%
Reste du monde	\$179	10%	10%
Monde	\$3 267	21,2%	17,8%

Sources : US International Trade Administration, White House, Covéa Finance

Pour la Chine, le Canada et le Mexique, ces taux concernent également les droits de douane associés au trafic de fentanyl. Pour le Canada et le Mexique, ces taux concernent les produits hors ACEUM et énergie.

américains sur les importations chinoises seront à nouveau portés à 145%. Parmi les économies d'Asie du Sud-Est, qui sont souvent très intégrées à la Chine et qui exportent beaucoup vers les Etats-Unis, les droits de douane ont été revus à la baisse pour le Vietnam, la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie et Taiwan. Le décret du 31 juillet apporte également de la clarté sur la question du transbordement, c'est-à-dire l'importation puis l'exportation d'un bien sans étape de production locale. **Les biens transbordés seront soumis à un droit de douane de 40%** et non la somme des droits de douane sur le pays d'origine et le pays de transbordement, comme l'indiquait une déclaration de D. Trump à propos de l'accord commercial avec l'Indonésie.

Le Président Trump a également annoncé des droits de douane de 50% à partir du 1er août sur les produits à base de cuivre, mais pas sur la matière première elle-même, ce qui a fait chuter les cours du cuivre aux Etats-Unis. Le Président américain avait en effet évoqué une taxe de 50% début juillet, ce qui avait engendré une très forte hausse des prix du cuivre américains. La Maison Blanche a finalement renoncé à taxer le cuivre sous ses formes les moins transformées, et a préféré imposer la taxe sur les produits en cuivre, tels que les fils et les tubes. La taxe s'appliquera aussi sur le contenu en cuivre d'autres produits, tels que les fils électriques, les raccords de tuyauterie, mais pas sur la valeur totale du produit. Les automobiles, qui font déjà l'objet d'une taxe spécifique, ne se verront pas ajouter ce droit de douane supplémentaire. Ainsi, cette taxe sur les importations protègera les acteurs américains en aval tels que les fabricants de produits électroniques, de plomberies, mais pas les mines et les fonderies.

De nombreuses incertitudes demeurent sur la politique commerciale américaine. En particulier, les accords commerciaux comportent encore de d'importantes zones d'ombre, notamment concernant les montants d'achats de produits américains et d'investissement aux Etats-Unis. De plus, comme le respect de ces accords semble sujet à interprétation, ils pourraient être remis en cause à l'avenir si l'administration américaine considère que les engagements de ses partenaires commerciaux ne sont pas remplis. Sur le plan sectoriel, les semiconducteurs et produits pharmaceutiques font toujours l'objet d'enquête au titre de l'article 232 qui pourrait aboutir à des droits de douane supplémentaires. Pour l'heure, les droits de douane sur ces produits ont uniquement été fixés à 15% dans le cadre de l'accord avec l'UE et les accords avec le Japon et la Corée du Sud stipulent que ces deux pays ne seront pas discriminés sur le plan tarifaire sur le commerce de ces produits (ce qui implique que leurs exportations seront probablement aussi imposées à 15%). En outre, si la question du transbordement a été traitée, **la question, plus large et critique, des règles d'origine demeure une zone d'ombre.**

Enfin, la méthode de fixation de ces barrières tarifaires reste inconnue. Les droits de douane « réciproques » communiqués en avril reflétaient le déséquilibre de la balance commerciale entre les Etats-Unis et le pays concerné. Les déterminants de ceux annoncés le 31 juillet sont beaucoup moins clair. Outre le facteur économique, des facteurs d'alignement géopolitiques (comme dans le cas de l'Inde) ou même de réaction à la politique domestique (comme dans le cas du Brésil) ont pu être pris en compte.

Louis Martin
Economiste



Suivi Macroéconomique

Europe

« France : toujours pas de budget pour 2026 »

En France, alors que la pression s'accentue sur Sébastien Lecornu pour qu'il engage la responsabilité de son gouvernement, notamment dans les rangs de la droite, **la loi spéciale destinée à permettre la poursuite du fonctionnement de l'Etat au début 2026 en l'absence de budget voté, a été adoptée, puis votée par les deux chambres du Parlement avant d'être publiée au Journal officiel**. Comme l'année dernière, elle ne comprend que trois articles destinés à autoriser l'Etat à percevoir l'impôt existant, à effectuer des transferts aux collectivités locales et à emprunter.

En Allemagne, l'Ifo a publié les résultats d'une enquête auprès des entreprises qui indique que le quart d'entre-elles s'attend à une dégradation de leurs conditions d'activité l'année prochaine. Les entreprises « pessimistes » sont plus nombreuses que les « optimistes » dans tous les grands secteurs, y compris dans la construction, qui va pourtant bénéficier de l'augmentation de l'investissement dans les infrastructures. Au sein du secteur manufacturier, quelques exceptions, comme dans les équipements électriques, qui bénéficient eux aussi des dépenses d'infrastructures (tant pour les transports ferroviaires que pour les réseaux électriques). Logiquement, **l'enquête sur les perspectives d'emplois montre que la majorité des entreprises allemandes envisage encore de réduire ses effectifs ces prochains mois.**

Jean-Louis Mourier
Economiste

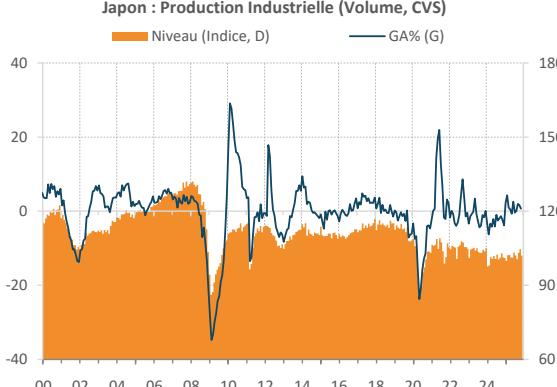


Suivi Macroéconomique

Asie

« La consommation japonaise se redresse au 4ème trimestre 2025 »

Après s'être contractées au deuxième et surtout au troisième trimestre, les ventes au détail japonaises affichent un deuxième mois consécutif de croissance mensuelle solide en novembre, à 0,6% en valeur (après +1,6% en octobre). Cette vigueur concorde avec l'amélioration du moral des consommateurs en novembre, qui devrait être soutenu par le renforcement des soutiens budgétaires introduits par le gouvernement de Mme Takaichi. Dans le détail, cette dynamique s'est généralisée à la plupart des catégories de biens, à l'exception notable des véhicules automobiles, des appareils électroniques et des appareils électroménagers, dont les ventes ont baissé en novembre après deux mois de croissance solide. En particulier, la baisse des températures a favorisé la hausse des ventes de vêtements qui s'était contractée sur les cinq mois précédents. En glissement annuel (GA), la croissance des ventes est de 1% en novembre.



Sources : Cabinet Office, Thomson Reuters, Covéa Finance

En revanche, la production industrielle se replie en novembre, de 2,6% en volume en glissement mensuel, après trois mois de forte croissance. Sur un an, la croissance reste toutefois positive, à 0,7%. Cette baisse mensuelle s'explique principalement par le recul de la production automobile et des équipements électriques et informatiques, qui avaient connu une croissance solide en octobre. En revanche, la dynamique reste très vigoureuse dans la production de semi-conducteurs. Notons que l'enquête du gouvernement auprès des industriels rapporte des intentions d'augmenter la production au début de l'année 2026, face à un recul prononcé des stocks.

Concernant le change, la communication de la ministre des Finances se fait de plus en plus insistant sur la possibilité d'une intervention pour soutenir le yen. Après être intervenue le 19 décembre, à la suite du recul de la devise consécutif à la réunion de politique monétaire, pour rappeler que des mouvements jugés excessifs pouvaient conduire les autorités à agir sur le marché des changes, elle a de nouveau pris la parole le 23 décembre pour souligner que le Japon conserve toute latitude pour intervenir afin de stabiliser sa monnaie. En réaction, le yen s'est légèrement redressé pour revenir autour de 156 yens pour un dollar ce matin, un niveau proche de celui observé avant la dernière réunion de politique monétaire, mais qui demeure historiquement faible.

En Chine, les autorités ont annoncé l'instauration de droits de douane provisoires compris entre 22% et 43% sur certains produits laitiers importés de l'Union européenne. Ces droits de douane concernent environ 600 millions de dollars d'importations chinoises par an. Cette décision intervient à l'issue de la première phase d'une enquête antisubventions, au cours de laquelle Pékin a indiqué avoir trouvé des preuves de subventions sur ces produits européens. Cette initiative est largement perçue comme une mesure de rétorsion aux droits de douane imposés par l'Union européenne sur les véhicules électriques chinois. Notons qu'il s'agit d'une mesure provisoire susceptible d'être révisée lors de la décision finale de l'enquête, à l'image de celle prise une semaine auparavant sur le porc.

Par ailleurs, les tensions se renforcent autour de Taïwan, alors que la Chine a lancé de nouveaux exercices militaires autour de l'île. Le porte-parole de l'armée chinoise a indiqué que ces exercices constituent « un avertissement sérieux aux forces séparatistes indépendantistes taiwanaises et aux forces d'ingérence extérieures ». Ces manœuvres ont commencé 11 jours après que les États-Unis ont annoncé une vente d'armes record à Taïwan, pour plus de 11 Mds\$.

*Du 22/12/2025 au 28/12/2025

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.