

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

5 janvier 2026

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Tout est décrété

225 ... c'est le nombre de décrets présidentiels publiés par D. Trump en 2025, soit entre 4 et 5 fois plus qu'une année moyenne pour chacun des 6 derniers présidents. Dès le premier jour de son investiture, le ton était donné : 26 décrets présidentiels publiés marquant un virage idéologique (climat, santé, immigration...). Au fil de l'année, ceux-ci ont façonné la politique industrielle et sécuritaire des États Unis.

A l'heure du bilan, force est de constater que la reprise en main du Politique telle que nous la décrivons dans nos Perspectives Économiques et Financières s'est accélérée outre atlantique et a considérablement bousculé les équilibres économiques et industriels. 45 décrets sur la sécurité nationale et la défense ont été publiés, y compris dans les derniers jours de l'année, pour faire renaître une industrie navale ou reconquérir une domination spatiale. Plus de 30 décrets sur les minéraux critiques, le nucléaire (triplement de la capacité) et les semiconducteurs ont vu le jour pour permettre aux États Unis de rebâtir une indépendance sur les chaînes de valeur critiques servant les industries technologiques et de défense. 20 décrets sur la technologie et l'intelligence artificielle (protection des modèles, abrogation des réglementations) sont venus compléter ce panorama.

Si 2025 a été très active, tout semble indiquer que 2026 devrait également connaître une importante activité : la robotique (robots humanoïdes), la santé, le spatial (retour sur la Lune), l'IA (notamment l'imposition des lois fédérales sur les Etats) devraient figurer comme des priorités de l'administration.

Là où nombre d'investisseurs ont pu voir et continuent de croire en une stratégie brouillonne de l'administration américaine... nous continuons de penser que la reprise en main du Politique fait partie d'une stratégie industrielle de long terme. Les États Unis avancent vite, redessinent les contours de leur industrie, réorganisent les priorités et réduisent leurs dépendances.

Les conséquences boursières sont très nombreuses, faisant naître ou renaître des secteurs stratégiques (nucléaire, IA, spatial), voire même des sociétés stratégiques (via des prises de participation directe au capital). Ces valeurs ont fait partie des meilleures performances de 2025... et l'année qui s'ouvre pourrait offrir les mêmes perspectives, tant les soutiens sont multiples pour tout ce qui paraît stratégique (commandes gouvernementales, prix planchers, subventions, financements, allègement des contraintes administratives).

Le revers de la médaille est que ces ambitions sont coûteuses pour les finances publiques et qu'elles sont potentiellement inflationnistes (hausse des coûts de production). C'est donc dans cette dynamique que nous inscrivons notre stratégie 2026 : des soutiens publics qui favorisent les secteurs stratégiques et donc les sociétés qui y sont exposées, au prix d'un endettement public massif, facteur de hausse des taux longs.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Retrouvez notre interview de la semaine dans notre série de podcast "On décrypte l'Hebdo". Pour l'écouter [cliquez ici](#)



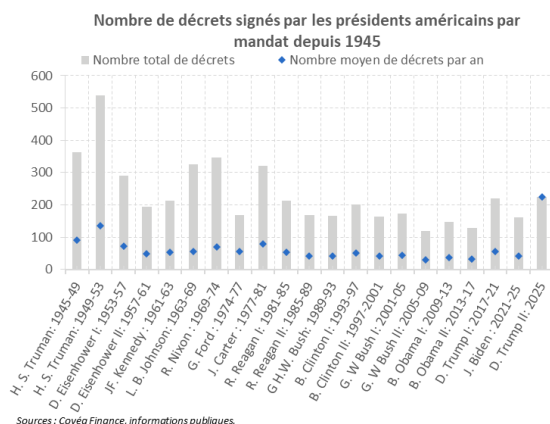
Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Focus de la semaine

« un nombre record de décrets publiés en 2025 »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	02/01/26	27/11/25	T-12 mois	27/11/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,172	1,160	1,027	1,1	14,2
€ / £	0,871	0,876	0,829	-0,6	5,0
€ / Yen	183,84	181,25	161,71	1,4	13,7
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	61	63	76	-4,1	-20,0
Indice CRB*	539	534	536	0,9	0,5
Prix de l'once d'Or	4 330	4 218	2 655	2,6	63,1
Prix de la tonne de cuivre	12 470	10 940	8 803	14,0	41,7
Indice Baltic Dry**	1 882	2 480	1 029	-24,1	82,9
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1656	1403	2505	18,0	-33,9

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 (dernier point le 26/12/2025) : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai.

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les rendements sont orientés à la hausse pour cette semaine allant du 24 décembre au 2 janvier 2026. Dans un bel ensemble, les dettes souveraines progressent de 2 à 6 points de base (pb) sur les références à 10 ans et toutes les courbes sur le segment 2-10 ans se pentifient. L'OAT et le Bund 10 ans clôturent sur des niveaux proches de leur point haut de 2025, à respectivement 3.61% et 2.90%. Les dettes italiennes et espagnoles sous performent légèrement de 1 à 2 pb. En l'absence de statistiques majeures et d'émissions de dettes souveraines ou crédit, l'origine des mouvements est à rechercher du côté des réallocations dans les portefeuilles de la part des investisseurs avant les émissions importantes prévues dès le début d'année.

Le Focus de la semaine : Bilan 2025 sur les taux

Côté dettes souveraines, en Zone euro, les rendements sont clairement orientés à la hausse. Le taux à 10 ans allemand progresse le plus fortement (+49 pb) avant le taux français (+37 pb). À respectivement 2.86% et 3.56%, les niveaux de clôture au 31/12/2025 sont proches des points hauts de l'année. Portées notamment par des évolutions de notations favorables, les dettes italiennes et espagnoles surperforment avec des hausses de rendement plus modérées : la palme revient à l'Italie dont le taux 10 ans progresse de seulement 6 pb à 3.61%. Les primes de risque de l'ensemble des pays européens contre Allemagne se resserrent, y compris l'écart de taux 10 ans avec la France, en baisse de 12 pb sur l'année, à 70 pb (après un plus haut à 86 pb).

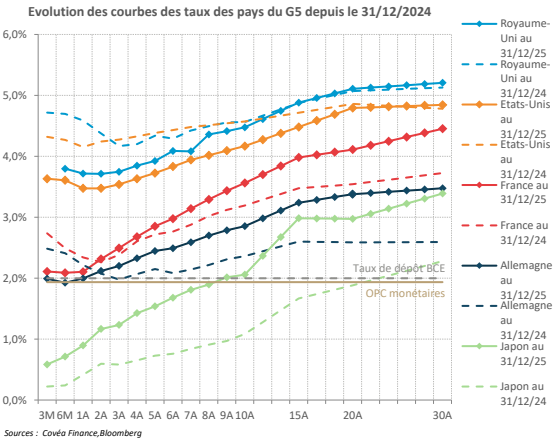
En matière de hausse de taux, une fois n'est pas coutume, ce sont les taux japonais qui progressent le plus parmi les pays industrialisés, à l'image du taux 10 ans qui s'inscrit en hausse de près de 100 pb. Il est vrai que la BoJ opère à contrecourant des autres banques centrales (Fed, BCE et BOE) en relevant ses taux directeurs.

Le mouvement sans doute le plus inattendu concerne les taux américains qui s'inscrivent en baisse significative : le taux à 10 ans clôture à 4.17% en repli de 40 pb sur l'année. Les baisses de taux de la Fed (3 baisses de 75 pb) ainsi que la volonté affichée de l'administration américaine de maintenir des taux bas auront eu davantage d'impact sur cette zone 10 ans qu'en Zone euro (4 baisses de 25 pb). Au final, l'écart entre le T-notes et le Bund 10 ans se contracte de 93 pb.

Côté courbes, le mot d'ordre est à la pentification. Le phénomène est généralisé et concerne les principaux segments, à savoir le 2-10 ans (à l'exception du Japon et du Royaume-Uni) et le 10-30 ans. Le mouvement le plus marqué revient à la courbe allemande avec +45 pb sur le 2-10 ans et +40 pb sur le 10-30 ans. Les facteurs d'explication sont sans doute à rechercher du côté des émissions souveraines passées et à venir ainsi que des incertitudes persistantes en matière d'inflation. C'est bien sur cette zone 20-30 ans que les tensions ont été les plus vives notamment sur les marchés américains, britanniques et japonais.

Les titres indexés n'ont pas surperforé les obligations nominales dans un contexte inflationniste sans accélération et de baisse des prix du pétrole. Les taux réels 10 ans restent largement positifs et aux plus hauts s'agissant des taux réels allemands à 10 ans à 1.16%.

Enfin, sur le marché du crédit européen, malgré un volume d'émissions record (870Md€), les primes de risque sont en baisse sensible aussi bien pour les titres de catégorie investissement (-24 pb) que haut rendement (-37 pb).



Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)					Pente* (en pb)	
	02/01/26	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	↓	
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	3,15	3,15	0,00	⇒	0,00	⇒	-1,00	↓	
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,00	0,00	⇒	0,00	⇒	-1,00	↓	
Banque d'Angleterre	3,75	3,75	4,00	4,75	4,75	0,00	⇒	-0,25	↓	-1,00	↓	
Banque du Japon	0,75	0,75	0,50	0,25	0,25	0,00	⇒	0,25	↑	0,50	↑	
Taux 10 ans												
Etats-Unis	4,19	4,13	3,99	4,57	4,56	6	↑	20	↑	-38	↓	72
Allemagne	2,90	2,86	2,68	2,37	2,38	4	↑	22	↑	53	↑	64
France	3,61	3,56	3,41	3,20	3,24	5	↑	20	↑	42	↑	128
Italie	3,61	3,55	3,40	3,52	3,54	6	↑	21	↑	9	↑	137
Royaume-Uni	4,54	4,51	4,45	4,57	4,60	3	↑	9	↑	-3	↓	81
Japon	2,07	2,05	1,80	1,10	1,10	2	↑	27	↑	97	↑	89
Crédit												
Indice Itraxx Main	50,4	50,8	53,2	57,7	56,3	-0,4	↓	-2,8	↓	-7,2	↓	
Indice Itraxx Crossover	243,7	244,4	257,7	313,1	306,4	-0,7	↓	-14,0	↓	-69,3	↓	

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

Analyse de l'évolution des marchés

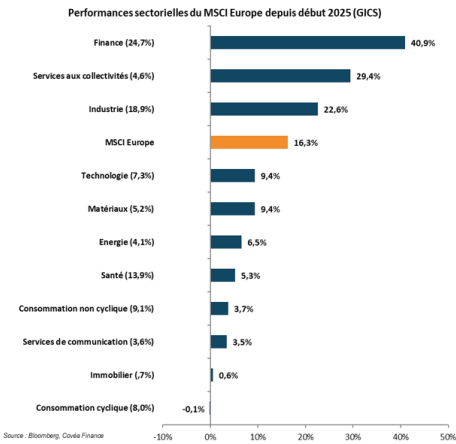
Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la courte et dernière semaine de l'année, les marchés européens (indice MSCI Europe, dividendes non réinvestis) poursuivent leur parcours avec une performance de +0,5% au 31 décembre 2025. Le secteur immobilier réalise la meilleure performance avec une progression de +1,8%, suivi par la technologie (+1,1%) et en particulier les semiconducteurs après des propos encourageants des dirigeants d'Infineon Technologies sur le fort appétit des clients pour les puces d'intelligence artificielle et les applications dédiées à l'alimentation électrique des centres de données. A contrario, la santé fait l'objet de prises de profit (-0,2%) après l'accord conclu la semaine précédente entre plusieurs laboratoires pharmaceutiques européens et l'administration américaine prévoyant une exemption de droits de douane durant 3 ans contre une réduction des prix des médicaments.

Le Focus de la semaine : Bilan 2025 des marchés actions européens

Cette semaine nous dressons le bilan de l'année écoulée. Les performances des marchés actions 2025 sont remarquables dans un contexte de guerre commerciale particulièrement intense. Les annonces de droits de douanes au printemps puis les attermoissements autour des négociations commerciales sont vecteurs d'incertitudes. Le Dollar (indice DXY) enregistre l'une de ses plus fortes baisses (-9,5%) contre les principales devises internationales alors que la parité Euro Dollar progresse de près de 14% à 1,17, niveau atteint en 2021. Les métaux précieux enregistrent de solides performances en atteignant des niveaux historiques comme l'or (+65%), l'argent (+14%) ou le cuivre (+41%) dans un contexte de besoins industriels croissants pour l'électrification des économies. A contrario, le baril de pétrole affiche l'une des plus mauvaises performances (-20% pour la référence Brent) depuis la crise pandémique en raison d'un déséquilibre continu entre offre et demande et de la politique de l'OPEP (organisation des pays exportateurs de pétrole) qui remonte graduellement son niveau de production pour gagner des parts de marché. Dans cet environnement adverse, la performance de l'indice MSCI Europe (+16,3%) est en ligne avec celle de l'indice américain S&P 500 (en dollar). Il est intéressant de souligner le retour de l'intérêt des investisseurs pour les petites et moyennes capitalisations : le MSCI EMU Small Cap (+21,3%) où la volonté de reconstituer des chaînes de production au niveau local devient une préoccupation pour les décideurs. Ces enjeux de souveraineté et l'analyse des secteurs stratégiques sont d'ailleurs au cœur de nos Perspectives Economiques et Financières. En termes sectoriels, dans les grandes capitalisations européennes, le secteur de la finance affiche la meilleure performance (+41%), en particulier les banques (+67%), confirmant pour la troisième année consécutive l'intérêt des investisseurs pour les généreux retours aux actionnaires en vertu de bilans plus solides et des exigences règlementaires stabilisées. Les services aux collectivités (+30%) incarnent la prise de conscience des enjeux de souveraineté visant à garantir un accès efficient aux réseaux électriques des agents économiques et des investissements dans la transition énergétique et les centres de données. La coupure d'électricité survenue en Espagne et au Portugal en avril confirme cette nécessité de renforcer la disponibilité des réseaux. En mars, l'adoption du plan d'infrastructure allemand ainsi que la volonté d'augmenter durablement les dépenses de défense illustrent bien cette quête structurelle d'indépendance et d'autonomie et propulsent les valeurs industrielles, +23% en 2025, comme les spécialistes des automatismes, les groupes de défense et d'aéronautique. En revanche, dans un contexte de persistance de l'inflation, le secteur de la consommation cyclique réalise une performance étonnante (-0,1%) à l'image des constructeurs automobiles (-4,0%) affrontant à la fois la concurrence des marques électriques chinoises et des propositions de prix encore élevées pour les consommateurs. Par ailleurs, les investisseurs boudent les valeurs de consommation durables et d'habillement (-0,7%) en raison du ralentissement de la croissance des ventes et de niveaux exigeants de valorisation.



Samir Ramdane

Responsable d'équipe Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	30/12/25	J-7	27/11/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/11/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	197,0	195,6	192,1	163,2	163,2	0,7	2,6	20,7	20,7	
MSCI EMU Mid Cap	1 346,0	1 336,8	1 311,3	1 056,7	1 056,7	0,7	2,6	27,4	27,4	
MSCI EMU Small Cap	537,5	532,1	515,9	390,5	390,5	1,0	4,2	37,6	37,6	
MSCI Europe	197,6	196,6	192,1	169,9	169,9	0,6	2,9	16,3	16,3	
France CAC 40	8 149,5	8 103,9	8 099,5	7 380,7	7 380,7	0,6	0,6	10,4	10,4	
Allemagne DAX 30*	9 175,1	9 118,8	8 904,5	7 648,6	7 648,6	0,6	3,0	20,0	20,0	
Italie MIB*	44 944,5	44 606,6	43 219,9	34 186,2	34 186,2	0,8	4,0	31,5	31,5	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 931,4	9 889,2	9 693,9	8 173,0	8 173,0	0,4	2,4	21,5	21,5	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	11 393,1	11 334,3	11 068,7	9 877,1	9 877,1	0,5	2,9	15,3	15,3	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

*Les performances ont été arrêtées au 30 décembre 2025 pour les indices allemand et italien car pas de cotation le 31 décembre 2025

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

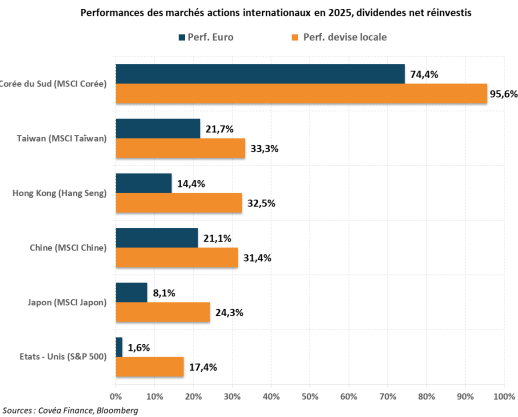
L'analyse des marchés :

En **Asie**, malgré les fermetures de quelques marchés, les actions ont progressé sur la semaine tirées par la bonne performance des pays à forte composante technologique, tels que la Corée du Sud et Taiwan. En effet, ces pays ont bénéficié du regain d'optimisme quant à la trajectoire des dépenses d'infrastructures pour l'Intelligence Artificielle. A l'inverse, les pays d'Asie du Sud-Est (Malaisie, Thaïlande) ainsi que l'Australie reculent sur la période. La Thaïlande a particulièrement souffert de tensions persistantes à la frontière avec le Cambodge, accusant ce dernier d'incursions de drones notamment. Parmi les éléments transverses, dans les secteurs stratégiques, suite à l'autorisation par les Etats-Unis de l'exportation des puces H200 de Nvidia vers la Chine (sous certaines conditions), Nvidia a approché TSMC pour augmenter la production de ces puces, les commandes de clients chinois dépassant les stocks actuels. La production supplémentaire devrait commencer au 2ème trimestre. Dans le même temps, TSMC a obtenu une licence annuelle des États-Unis pour importer des équipements de fabrication de puces vers son usine en Chine, ce qui lui permet de continuer de s'approvisionner en équipements américains pour ses capacités chinoises. Aux **Etats-Unis**, les marchés ont terminé la semaine en léger repli dans un contexte de volumes d'échanges réduits lié à la période des fêtes et de prises de bénéfices sur les plus grandes capitalisations boursières. Dans ce contexte, les secteurs de la technologie et de la consommation discrétionnaire ont enregistré les plus faibles performances. À l'inverse, le secteur de l'énergie a figuré parmi les segments en hausse, soutenu par la progression des prix du pétrole dans un contexte de tensions géopolitiques accrues. Sur l'année 2025, le S&P 500 a enregistré un rendement total proche de 18% (en dollar). Cette dynamique reste toutefois largement tirée par les 7 plus grandes capitalisations, qui ont contribué à 42% de la performance annuelle de l'indice et à 55% sur les trois dernières années. Au cours de la semaine, Uber et Lyft ont annoncé un partenariat avec le groupe chinois Baidu pour tester des robotaxis au Royaume-Uni dès cette année, illustrant l'accélération de la concurrence mondiale autour des véhicules autonomes. Sur le front commercial, le report par Donald Trump de la hausse des droits de douane sur le mobilier à 2027 a soutenu le segment de l'ameublement, fortement pénalisé depuis le début de l'année. Enfin, du côté de la consommation, les données préliminaires publiées par Visa et Mastercard font état d'une progression d'environ 4% des ventes au détail sur la période des fêtes, reflétant un consommateur contraint mais résilient et recourant de plus en plus à l'IA pour comparer les prix.

Le Focus de la semaine : Bilan des performances des marchés internationaux en 2025

L'année 2025 a été marquée par des performances globalement solides des marchés boursiers américains et asiatiques, malgré un environnement international particulièrement complexe. Les indices ont connu plusieurs phases de correction, notamment en janvier et au printemps, en lien avec l'émergence de Deepseek (modèle d'intelligence artificielle chinois) et la montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et en Asie. Aussi, le durcissement des relations commerciales entre grandes puissances économiques (hausse des droits de douane notamment) a participé au retour de la volatilité sur les marchés.

En dollar, les marchés américains ont progressé de 17% (S&P 500), inscrivant une troisième année consécutive de hausse supérieure à 15%. Les disparités sont toutefois restées très marquées, en témoigne la progression limitée à 11% de l'indice S&P 500 équi pondéré et celle de 6% en moyenne pour les indices de petites et moyennes capitalisations (S&P 600 et S&P 400). Au final, on note une nouvelle année de forte concentration de performances: notamment sur les sociétés développant les infrastructures de l'Intelligence Artificielle (Alphabet, Broadcom, Microsoft, Nvidia et Palantir), le laboratoire spécialiste des médicaments amérissants Eli Lilly et la grande banque JP Morgan. En Asie, le marché coréen a clôturé en forte hausse (+96%) soutenue par la progression des sociétés technologiques comme les fabricants de semi-conducteurs (particulièrement sur la mémoire), des entreprises de défense, du nucléaire et de la construction navale. De plus, la cote coréenne a bénéficié d'un intérêt plus marqué des investisseurs dans un contexte de volonté des autorités d'améliorer la gouvernance des entreprises. Du côté de la Chine (+31%), les indices ont été tirés principalement par les géants d'Internet et les valeurs exposées à la montée en puissance du pays en matière d'intelligence artificielle, notamment les valeurs de semiconducteurs. On note en Chine aussi une concentration relativement forte des performances sur ces compartiments. À l'Est, à Taiwan (+33%), les sociétés de semiconducteurs permettent aussi aux indices de progresser fortement sur l'année, le pays bénéficiant d'une position toujours très dominante sur ce secteur stratégique. Enfin, les indices japonais ont affiché une troisième année de performance supérieure à 20% bénéficiant de l'attrait des investisseurs pour les valeurs exposées aux déploiements d'infrastructures énergétiques et/ou dédiées à l'IA, de la faiblesse du yen et la progression des sociétés financières dans un contexte de resserrement monétaire encore en cours. Du côté des devises, le Yen, le won sud-coréen, le dollar taiwanais, le yuan et le dollar américain se sont dépréciés face à l'euro. Cela ramène la performance des indices en euro bien en dessous de leur performance en devise locale.



Margaux Louis

Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					en devise locale					en €				
	02/01/26	J-7	27/11/2025	31/12/25	T-12 mois	J-7	27/11/2025	31/12/25	T-12 mois	J-7	27/11/2025	31/12/25	T-12 mois	J-7	27/11/2025
Etats-Unis - S&P500	6 858	6 930	6 813	6 846	5 869	-1,0	0,7	0,2	16,9	-0,6	-0,4	0,4	2,4	0,4	2,4
Etats-Unis - Dow Jones	48 382	48 711	47 427	48 063	42 392	-0,7	2,0	0,7	14,1	-0,2	0,9	0,9	0,0	0,9	0,0
Etats-Unis - Nasdaq	23 236	23 593	23 215	23 242	19 281	-1,5	0,1	0,0	20,5	-1,1	-1,0	0,2	5,6	0,2	5,6
Japon Nikkei 300	726	730	719	726	600	-0,5	1,0	0,0	21,0	-0,3	-0,4	0,1	6,4	0,1	6,4
Corée du Sud KOSPI	4 310	4 130	3 987	4 214	2 399	4,4	8,1	2,3	79,6	4,4	8,1	2,2	60,1	2,2	60,1
Chine - Shanghai	3 969	3 964	3 875	3 969	3 263	0,1	2,4	0,0	21,6	0,6	2,4	-0,1	10,9	0,6	10,9
Hong Kong Hang Seng	26 338	25 895	25 946	25 631	20 060	1,7	1,5	2,8	31,3	1,9	0,3	2,9	14,8	1,9	14,8
Marchés Emergents - MSCI	1 429	1 397	1 370	1 404	1 071	2,3	4,3	1,8	33,5	2,8	3,2	2,0	16,9	2,8	16,9

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

L'argent : grand gagnant de 2025

Si 2024 avait déjà été une année porteuse pour l'argent avec une hausse de 20%, 2025 se conclut sur des records. Le métal clôture l'année légèrement au-dessus de 71\$ l'once, soit une progression de 140%.

Sur le plan historique, l'ampleur **de la variation annuelle enregistrée en 2025 constitue la performance la plus significative du métal gris depuis 1979**. Notons que cette année-là, l'argent avait affiché une hausse supérieure à 400%, portée par la tentative d'accaparement des frères Hunt. Ces derniers visaient à verrouiller l'offre physique par une accumulation importante de contrats à terme et de métal, provoquant une distorsion majeure des cours.

L'appréciation observée au cours de l'exercice 2025 s'appuie quant à elle sur des **fondamentaux de marché plus robustes qu'en 1979**. L'argent fait face à un déficit structurel persistant : l'offre minière reste contrainte par des perspectives de production limitées, alors que la demande industrielle s'intensifie. Cette croissance est **portée par les propriétés de conductivité thermique et électrique du métal**, idéales dans de nombreuses applications industrielles telles que pour le secteur photovoltaïque, les véhicules électriques ou l'armement.

Le métal s'impose également comme un composant critique des centres de données, de la microélectronique des processeurs aux systèmes d'alimentation. Ce nouveau relai de croissance vient ainsi accentuer les tensions sur un marché déjà déficitaire depuis 5 ans.

À l'instar des terres rares ou de l'antimoine, l'argent se retrouve désormais au centre de la guerre des ressources que se livrent les États-Unis et la Chine, thématique que nous suivons de près dans le cadre de nos Perspectives Économiques et Financières (PEF). Ce métal est devenu un levier essentiel de leur suprématie technologique et militaire respective. Dans ce contexte de rivalité, l'accès sécurisé à l'argent n'est plus seulement un enjeu économique, mais une priorité de sécurité nationale.

En novembre 2025, l'argent a été formellement intégré à la liste des minéraux critiques de l'USGS (United States Geological Survey), marquant une reconnaissance de la fragilité de l'approvisionnement aux États-Unis. **Ce statut reflète l'insuffisance de la production domestique à satisfaire des besoins industriels croissants, notamment dans le photovoltaïque haute performance, l'électronique militaire et les centres de données dédiés à l'intelligence artificielle.**

S'insérant stratégiquement entre la publication du projet de l'USGS en août et sa validation finale en novembre, la Chine a annoncé, le 26 octobre 2025, **des restrictions majeures sur l'exportation d'argent**. Effectives depuis le 1er janvier 2026, ces mesures s'inscrivent dans une politique de "nationalisme des ressources" qui frappe déjà l'antimoine et le tungstène. En limitant les droits d'exportation à seulement 44 entreprises agréées, Pékin sécurise ses approvisionnements pour garantir sa propre transition énergétique tout en conservant un levier diplomatique majeur. Cette décision fragilise directement les chaînes d'approvisionnement occidentales, qui **dépendent à plus de 60% des capacités de raffinage chinoises**.

Parallèlement à ces débouchés industriels stratégiques, l'argent bénéficie d'un regain d'intérêt des investisseurs face à un environnement macroéconomique incertain. Dans un contexte marqué par une dynamique d'endettement public jugée préoccupante et une instabilité géopolitique croissante, **le métal gris bénéficie de son statut d'actif refuge**, recherché tout comme l'or pour sa capacité de protection contre les chocs systémiques. Sa double nature (actif technologique stratégique et réserve de valeur) en fait un vecteur d'investissement privilégié pour les acteurs cherchant à se protéger contre une dégradation des conditions économiques tout en s'exposant à la thématique de la transition énergétique / électrification.

La conjonction de ces éléments au cours du second semestre a ainsi favorisé une appréciation marquée des cours de l'argent, dont la performance s'établit à +99% sur la période. La hausse de la volatilité et des prix a conduit le CME Group à ajuster à 7 reprises les niveaux de marges de maintenance afin d'encadrer les risques de marché.

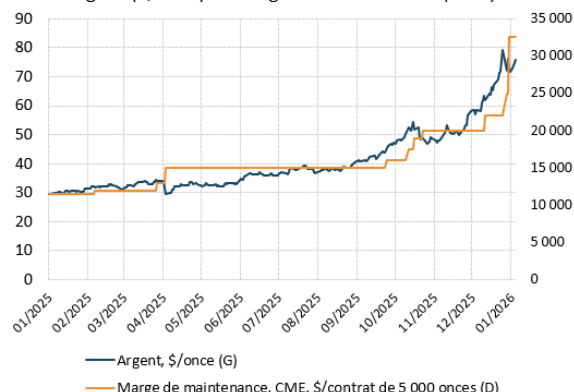
L'exigence de garantie pour un contrat de 5 000 onces a été portée de 14 000\$ en juin 2025 à 32 500\$ au 31 décembre. Cette trajectoire a été marquée par trois ajustements durant le seul mois de décembre. Le dernier en date, communiqué le 29 décembre pour une application au 31, a porté la marge de maintenance de 25 000 à 32 500\$. Ce relèvement de 30%, s'ajoutant à une première hausse de 13% instaurée le même jour, illustre la volonté de la chambre de compensation de limiter son risque de contrepartie.

Pour rappel, le mécanisme des contrats à terme permet aux opérateurs de contrôler une exposition notionnelle importante (5 000 onces par contrat) pour une fraction seulement de la valeur immobilisée en collatéral. A fin décembre, au cours de 80\$, un investisseur pouvait obtenir une exposition de 400 000\$ avec un collatéral de 25 000\$, soit **un levier de 16x**. Outre ce risque financier, l'enjeu de la livraison physique est également présent. Le volume des contrats « papier » peuvent représenter plusieurs centaines de fois la quantité de métal réellement disponible pour livraison dans les coffres. Une hausse trop rapide des prix incite un nombre croissant d'opérateurs à convertir leurs positions financières en métal réel par crainte d'une pénurie. En augmentant ses marges, le CME a mécaniquement réduit le nombre de contrats et a limité le risque que les demandes de livraisons physiques n'excèdent les stocks disponibles.

Bien que nécessaire pour garantir l'intégrité de la plateforme, la hausse des marges de maintenance a contraint les acteurs les plus exposés à réduire leurs positions rapidement. Ce processus de « désendettement forcé » a donc enclenché une **baisse des cours de l'argent d'environ 12%** sur la seule séance du 29 décembre.

Toutefois, au-delà de cette volatilité ponctuelle, les ajustements du CME semblent surtout avoir amplifié les tensions d'un marché déjà contraint. La trajectoire de l'argent reflète désormais une demande industrielle dictée par la **compétition technologique entre la Chine et les États-Unis**. Cette lutte pour la souveraineté transforme le métal en un actif hautement stratégique, dont la criticité renforce la fonction de valeur refuge dans un environnement géopolitique de plus en plus polarisé.

Argent (\$/once) et marge de maintenance (CME)



Sources : Bloomberg, Covéa-Finance

Henry Miller

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les banquiers centraux se montrent prudents quant à de nouvelles baisses à court terme »

Les minutes de la réunion de la Réserve fédérale des 9 et 10 décembre confirment le maintien d'importantes divisions au sein du Comité, à l'instar des votes. Ces divisions portaient en particulier sur la question de savoir s'il fallait donner la priorité à la lutte contre l'inflation ou au ralentissement du marché du travail. Alors que plusieurs banquiers centraux ont estimé que les dernières données suggéraient que la guerre commerciale ne devrait pas générer de pressions inflationnistes durables, d'autres ont souligné le risque d'une inflation plus élevée et persistante. Certains membres ont par ailleurs exprimé leurs craintes qu'une baisse des taux d'intérêt soit interprétée comme un relâchement de la détermination de la banque centrale à maîtriser les prix. Sur la trajectoire future de la politique monétaire, la majorité des participants ont jugé qu'il serait sans doute approprié d'envisager de nouveaux ajustements à la baisse de la fourchette cible des taux si l'inflation continuait de ralentir. Toutefois, « certains » participants estiment qu'un maintien des taux au niveau actuel pendant un certain temps pourrait s'avérer préférable, après la baisse annoncée lors de cette réunion.

La fin d'année 2025 s'est également caractérisée par la montée de tensions géopolitiques. Après une rencontre avec son homologue israélien, D. Trump a menacé de lancer de nouvelles frappes contre l'Iran si Téhéran relançait son programme nucléaire ou reprenait la construction de missiles balistiques. Il a également indiqué que les Etats-Unis pourraient intervenir en cas de répression violente des autorités iraniennes des manifestations en cours dans le pays.

L'administration Trump a franchi le cap des menaces concernant le Venezuela, où l'armée américaine est intervenue dans la nuit du 3 au 4 janvier 2026. Les forces spéciales américaines ont arrêté le président Maduro et l'ont exfiltré à New York, où il doit être présenté à un juge sous le chef d'inculpation de complot narcoterroriste. Donald Trump a déclaré que les Etats-Unis administrent le Venezuela. Mais il semble que l'intérim soit assuré par la vice-présidente, Delcy Rodriguez. Cette dernière a dans un premier temps condamné fermement l'intervention américaine mais a ensuite appelé à des relations « équilibrées et respectueuses » entre les Etats-Unis et le Venezuela. D'après le *Financial Times*, elle était impliquée dans les discussions avec les Etats-Unis pour une transition « douce » qui prévoyait le départ en exil volontaire de Nicolas Maduro. Donald Trump a toutefois menacé de nouvelles frappes si l'administration en place ne répondait pas favorablement aux exigences des Etats-Unis, dont l'ambition est, selon Marco Rubio, de dicter la politique à mener. L'administration américaine a clairement exprimé son intention de réserver un accès privilégié aux entreprises américaines pour exploiter les réserves pétrolières du Venezuela, qui sont les plus importantes au monde. L'augmentation de l'offre de pétrole vénézuélien, qui reste sous sanction, ne devrait toutefois se concrétiser qu'à long terme.

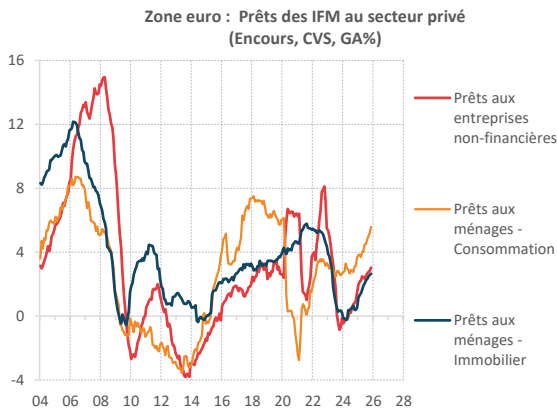
A la suite de cette démonstration de force, **Donald Trump a évoqué une nouvelle fois le projet d'annexion du Groenland, « pour des raisons de sécurité nationale », ce qui a ravivé les tensions avec les autorités danoises.**

Europe

« La distribution de crédits en zone euro reste dynamique »

En zone euro, les conditions de crédit continuent de s'améliorer. Les prêts des banques aux entreprises non-financières poursuivent leur progression, en hausse de 3,0% en glissement annuel au mois de novembre, portant l'encours total à 5 267 Mds€. Par pays, le dynamisme est surtout marqué en France (+3,8% en glissement annuel en novembre) et en Espagne (+3,8%) et dans une moindre mesure en Italie (+2,0%). En revanche, du côté de l'Allemagne, les prêts aux entreprises restent faibles, avec une croissance de seulement 0,4% en novembre (après +0,3% en octobre). Du côté des ménages, la dynamique de prêts demeure bien orientée, tant du côté des prêts à la consommation (+5,6% en glissement annuel en novembre pour l'ensemble de la zone euro, portant l'encours total à 775Mds€) que des prêts immobiliers (+2,7%, portant l'encours à 5 386Mds€). La dynamique des prêts immobiliers est particulièrement soutenue en Italie (+3,3%), en Espagne (+3,2%) et en Allemagne (+2,4%), mais elle peine à redémarrer en France, puisque l'encours est resté stable sur un an.

La Bulgarie a rejoint la zone euro le 1^{er} janvier 2026 et devient le 21^{ème} membre de l'Union européenne à adopter l'euro.



Source : BCE, Datastream, Covéa Finance

Dernier point : nov-25

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Prêts aux Entreprises	Vol, CVS, GA%	nov.-25	3,1	2,9	0,5	1,7

*Du 12/12/2025 au 04/01/2026

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Jean-Louis Mourier
Economiste



Eloïse Girard-Desbois
Economiste

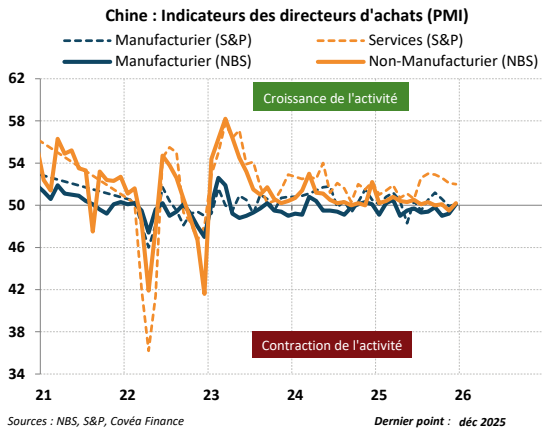


Suivi Macroéconomique

Asie

« L'économie chinoise se redresse en décembre, selon les PMI »

En Chine, l'enquête PMI rapporte une amélioration de l'activité en décembre. L'indice manufacturier a progressé de 0,9 point sur le mois pour atteindre 50,1, repassant ainsi très légèrement en zone d'expansion — une situation rare au cours des trois dernières années. Cette amélioration est généralisée à l'ensemble des sous-composantes, à l'exception de l'emploi qui continue de se détériorer. Du côté non manufacturier, le PMI a également augmenté de 0,7 point à 50,2, retournant également en zone d'expansion, principalement grâce au dynamisme du secteur de la construction, tandis que les activités de services progressent plus modestement. Parmi les facteurs expliquant cette orientation favorable de l'enquête figure notamment un climat inhabituellement doux, plus propice à l'activité. **Selon le président Xi Jinping, l'économie chinoise devrait atteindre son objectif de croissance en 2025, avec une augmentation du PIB d'environ 5%.**



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	déc.-25	50,2	49,5	53,2
	PMI Manufacturier	Indice	déc.-25	50,1	49,2	49,9

*Du 29/12/2025 au 04/01/2026

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Par ailleurs, le e-CNY, la monnaie numérique émise par la Banque populaire de Chine, commencera à générer des intérêts à partir du 1er janvier, selon une chaîne télévisée d'Etat chinoise. Ces intérêts seront calculés sur la base des taux des dépôts à vue. Il s'agirait ainsi de la première monnaie numérique de banque centrale au monde à offrir un rendement. Cette mesure s'inscrit dans la stratégie de la Chine pour renforcer l'attractivité internationale du e-CNY, en particulier vis-à-vis du dollar.

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.