

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

12 janvier 2026

Rédacteurs
Gestion — Recherche

La biotechnologie, l'autre point fort de la Chine

Au-delà des menaces de droits de douane et de pression à la baisse sur le prix des médicaments aux Etats-Unis, le véritable enjeu pour les industriels de la santé repose sur leur capacité à renouveler le chiffre d'affaires des médicaments dont le brevet va bientôt expirer. En 2027 et 2028, près de 12% des chiffres d'affaires devraient être concernés, une valeur estimée à 180Md\$ (*). Il est donc urgent pour la plupart des grands groupes pharmaceutiques de trouver des relais de croissance. La course aux brevets s'accélère.

Ainsi, le groupe Merck a investi 10Md\$ en juillet 2025 dans la biotech britannique Verona Pharma spécialisée dans le traitement des maladies respiratoires chroniques, en anticipation de l'expiration du brevet sur Keytruda en 2028. Sur le marché très prisé de la perte de poids, Pfizer a acheté en novembre dernier la société Metsera pour 10Md\$, l'emportant sur son rival Novo Nordisk.

L'année 2025 s'est également caractérisée par un attrait nouveau pour le secteur de la biotechnologie chinoise. En juin 2025, la société AstraZeneca s'est démarquée en signant un accord de 5,2Md\$ avec la société pharmaceutique chinoise CSPC, lui permettant d'utiliser sa plate-forme d'intelligence artificielle. L'objectif de ce partenariat est de développer de nouvelles molécules permettant de traiter des maladies chroniques notamment en lien avec le système immunitaire. En juillet 2025, Pfizer a annoncé un partenariat de 1,25Md\$ avec le groupe de biotechnologie chinois 3Sbio, avec pour objectif le développement d'une molécule de 3Sbio en oncologie dont la recherche en phase 3 et la mise en production seront réalisées aux Etats-Unis.

Entre 2018 et 2025, le nombre d'introductions en bourse de valeurs de biotechnologie est passé de 4 à 36 en Chine, dépassant les Etats-Unis et surtout l'Europe dont le nombre d'introductions a chuté de 16 à 4 sur la même période (**). La part des biotech chinoises dans les accords de brevets avec les grands groupes pharmaceutiques a bondi de 5% en 2020 à 32% en 2025 (***). Un retournement spectaculaire pour un pays qui, rappelons-nous, a échoué à mettre en œuvre un vaccin contre le Covid il y a près de six ans.

Cette accélération du secteur de la biotechnologie en Chine est à mettre en lien avec un environnement favorable en termes de rapidité de mise en œuvre des phases de tests cliniques, à un large réservoir de patients sans solution thérapeutique, aux coûts de développement moindres et au soutien des autorités locales. Cet essor soulève néanmoins un sujet de sécurité nationale pour les pays occidentaux. La capacité d'innovation, notamment dans le domaine de la santé, fait partie des enjeux de santé publique et de souveraineté nationale que nous étudions dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

*Source : Société d'études Evaluate Pharma Data**Source : McKinsey & Company Septembre 2025, Financial Times***Source : PharmCube, Financial Times

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](#)



Valérie Maillard

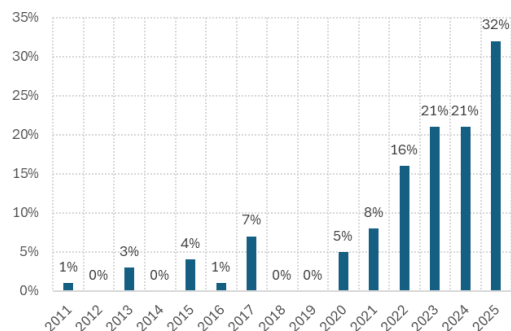
Gérante Multigestion



Focus de la semaine

« L'attrait croissant pour les biotech chinoises »

Part des biotech chinoises dans les accords de partenariat pharmaceutique (en valeur)



Source: Covéa Finance, PharmCube, Jefferies

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	09/01/26	27/11/25	T-12 mois	27/11/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,164	1,160	1,030	0,4	13,0
€ / £	0,868	0,876	0,837	-0,9	3,7
€ / Yen	183,75	181,25	162,87	1,4	12,8
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	63	63	77	0,0	-17,7
Indice CRB*	542	534	537	1,6	1,1
Prix de l'once d'Or	4 501	4 218	2 715	6,7	65,8
Prix de la tonne de cuivre	12 998	10 940	9 079	18,8	43,2
Indice Baltic Dry**	1 688	2 480	969	-31,9	74,2
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1647	1403	2291	17,4	-28,1

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

Analyse de l'évolution des marchés

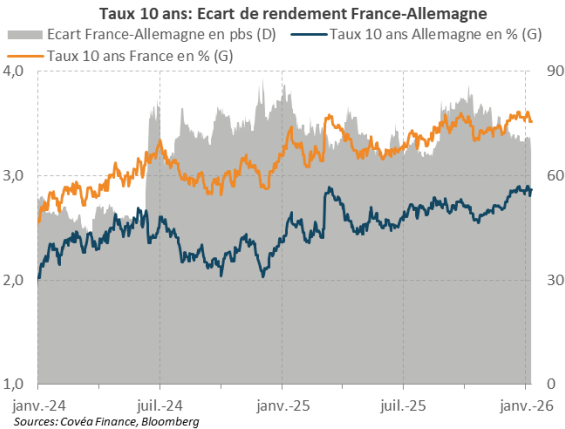
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les taux ont été orientés à la baisse sur la semaine passée, dans un contexte de regain des tensions géopolitiques.

Au niveau des taux souverains, le taux 10 ans américain est en baisse de 3 points de base (pbs) sur la semaine et clôture à 4,17%. En Zone euro, les taux 10 ans allemand et français diminuent respectivement de 4 et 9 pbs à 2,86% et 3,52%. L'écart entre la France et l'Allemagne sur cette référence se réduit donc à seulement 66 pbs. L'Italie est le meilleur performeur de la zone avec une baisse de 12 pbs sur la référence 10 ans à 3,50%, soit 2 pbs sous la France.

Le marché primaire du crédit a été très dynamique sur cette première semaine de l'année avec 37 Mds€ d'émis. L'offre a été bien absorbée par les investisseurs avec des ratios de couverture supérieurs à 3,5x en moyenne et des resserrements significatifs des primes à l'émission de l'ordre de 40 pbs.



Le Focus de la semaine : Hyperion, une innovation financière pour soutenir l'innovation technologique

L'intelligence artificielle a été l'un des sujets centraux de 2025, alimenté par les multiples annonces de partenariats et les excellentes performances financières des acteurs du secteur. Néanmoins, la course à l'innovation reste particulièrement rude pour les différents compétiteurs qui se partagent un marché estimé à près de 1 000 Mds\$ à horizon 2030. Pour conserver cette trajectoire, une multitude d'obstacles doivent être surmontés (accroissement des capacités de calcul, protection des technologies, alimentation en données des modèles, consommation énergétique, sécurisation des chaînes d'approvisionnement...), autant de défis qui exigent des besoins d'investissements colossaux. Au-delà de l'épreuve technologique et face aux craintes de bulle spéculative, la question du financement revient au premier plan.

C'est dans ce cadre que Meta a lancé fin 2025 son projet Hyperion. La construction de ce gigantesque campus de centres de données est financée par l'intermédiaire d'un SPV (véhicule de financement), isolant les futurs actifs des autres activités du Groupe. Cette opération historique de 30 Mds\$ est alimentée pour 2,5 Mds\$ de fonds propres par Meta et par 27 Mds\$ de dette privée. L'émission de dette privée notée A+ par l'agence S&P, soit seulement inférieur d'un cran de la notation de Meta, propose un rendement élevé de 6,58%, au même niveau que l'indice crédit dollar catégorie haut rendement. Parmi les principaux investisseurs, on remarque la présence de nombreux investisseurs institutionnels comme PIMCO (pour 18 Mds\$) et BlackRock (pour 3 Mds\$). Ce montage financier hors bilan permet donc l'expansion de Meta dans l'univers de l'intelligence artificielle, sans pour autant dégrader ses ratios d'endettement.

En ouvrant la voie à un nouveau modèle de financement pour les infrastructures IA, Meta combine volumes d'émissions inédits, flexibilité bilancielle et préservation de sa solvabilité. Cette innovation financière permet au Groupe de continuer en parallèle sa croissance et ses investissements dans le secteur, avec notamment l'acquisition fin décembre du chinois Butterfly Effect et de son agent IA Manus pour près de 2 Mds\$.

Dominer la technologie IA reste, comme décrit dans nos Perspectives Economiques et Financières, un marqueur de souveraineté. Dans un secteur où l'innovation technologique doit désormais s'accompagner d'innovations financières, 2026 pourrait marquer une ligne de fracture entre les acteurs et les territoires capables de relever ces deux défis et ceux qui peineront à suivre.

Tanguy Jouanneau

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)					Pente* (en pb)	
	09/01/26	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	4,17	4,19	3,99	4,57	4,69	-3	↓	17	↑	-40	↓	
Allemagne	2,86	2,90	2,68	2,37	2,57	-4	↓	18	↑	50	↑	
France	3,52	3,61	3,41	3,20	3,40	-9	↓	11	↑	33	↑	
Italie	3,50	3,61	3,40	3,52	3,68	-12	↓	9	↑	-3	↓	
Royaume-Uni	4,37	4,54	4,45	4,57	4,81	-16	↓	-8	↓	-19	↓	
Japon	2,10	2,07	1,80	1,10	1,18	3	↑	30	↑	100	↑	
Crédit												
Indice Itraxx Main	49,8	50,4	53,2	57,7	57,3	-0,6	↓	-3,4	↓	-7,8	↓	
Indice Itraxx Crossover	240,9	243,7	257,7	313,1	310,0	-2,8	↓	-16,8	↓	-72,1	↓	

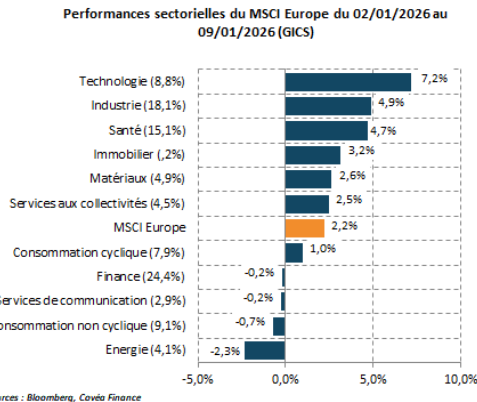
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

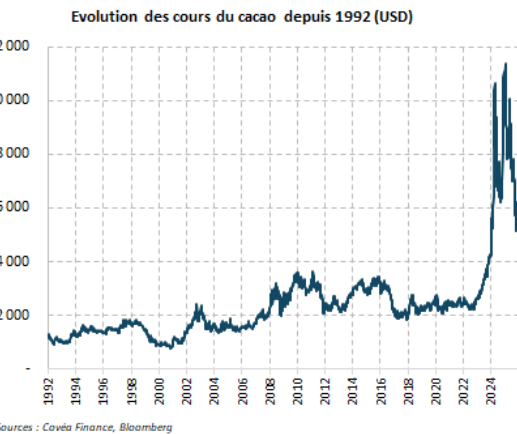
La première semaine de l'année s'est révélée favorable aux marchés européens avec un MSCI Europe (dividendes non réinvestis) qui progresse de 2,2% en dépit d'un contexte géopolitique toujours tendu. La technologie progresse de 7,2% tirée par les acteurs des semi-conducteurs comme ASM International et ASML, portés par les chiffres de TSMC affichant une croissance des ventes sur un an de 20% en décembre. L'industrie monte de 4,9%. La capture de Nicolas Maduro, ajoutée aux nouvelles menaces de Donald Trump sur le Groenland, profitent aux valeurs du secteur de la défense. Le secteur des matériaux progresse de 2,6% porté par les sociétés minières. Le prix du cuivre a atteint un record de 13 000 dollars la tonne, une hausse qui relance les spéculations sur un rapprochement entre Rio Tinto et Glencore. Le secteur de l'énergie abandonne 2,3%. Les tensions politiques au Venezuela et en Iran soutiennent le cours du baril de pétrole (référence Brent), malgré la persistance d'une offre mondiale excédentaire. Au niveau géographique, la plus forte hausse revient au Danemark à +7,2% suite à la hausse de Novo Nordisk qui représente près de la moitié de l'indice.



Le Focus de la semaine : Les cours du cacao ont fondu, mais les prix des chocolats s'envolent

Les cours du cacao ont chuté de près de 50% depuis le plus haut atteint il y a un an. Et pourtant, le prix des tablettes de chocolat a augmenté en moyenne de plus de 30% en 2025. Comment expliquer ce paradoxe qui continue de peser sur le consommateur ?

Tout d'abord, les chocolatiers se couvrent avec des contrats à terme pour garantir leurs approvisionnements. Il existe donc un délai entre l'évolution des cours et la répercussion dans les charges des industriels. Aujourd'hui, les prix dans les rayons correspondent à des produits fabriqués avec du cacao acheté en 2024, au moment où les prix étaient élevés. Afin de faire face à cette flambée des coûts, les industriels européens du chocolat s'adaptent en augmentant leurs prix (Lindt : +15,8% au premier semestre 2025 après +6,3% en 2024 ; Nestlé (confiserie) : +9,6 % sur les 9 premiers mois de 2025 après +6,4% en 2024) répercutant la hausse de leurs intrants au client final, avec pour conséquence une baisse de leurs volumes. L'industriel Barry Callebaut, un sous-traitant présent sur toute la chaîne de fabrication (de la fève à la tablette) subit, quant à lui, plus durement la hausse des cours du cacao, car exposé principalement au développement des volumes.



Si le chocolat passe désormais pour un « produit de luxe » aux yeux de nombreux consommateurs, le cacao devient également de plus en plus une matière première stratégique pour certains Etats, source de nombreux conflits. En effet, la Côte d'Ivoire et le Ghana représentent plus de 60% de la production de fèves et les tensions sur les approvisionnements poussent à limiter l'exportation de fèves pour favoriser la production locale et garder la valeur ajoutée. La mise en place de l'EUDR (règlement de déforestation de l'Union Européenne) et ses répercussions ajoute à l'incertitude tandis que la montée des tensions politiques en Afrique de l'Ouest et le développement de la contrebande pèsent sur les routes logistiques.

Si les cours du cacao ont reflué par rapport à leurs plus hauts récents (s'expliquant par un ralentissement de la demande mais également de meilleures données de production avec un excédent potentiel en 2024/25 après trois années de déficit), ceux-ci devraient rester volatils, en raison d'une incertitude sur la production future combinée à l'intensification des événements climatiques et un monde devenu plus conflictuel comme détaillé dans nos Perspectives Economiques et Financières. Par conséquent, il est important de continuer de privilégier les entreprises bénéficiant d'une capacité de résistance forte en termes de maintien des marges bénéficiaires (grâce aux hausses de prix) et de croissance des volumes, notamment dans les segments de consommation.

Sébastien Levavasseur

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)			
	09/01/26	J-7	27/11/25	31/12/25	T-12 mois	J-7	27/11/25	31/12/25	sur 12 mois
MSCI EMU	203,4	198,9	192,1	197,0	166,5	2,3	5,9	3,3	22,2
MSCI EMU Mid Cap	1 376,8	1 356,3	1 311,3	1 346,0	1 069,1	1,5	5,0	2,3	28,8
MSCI EMU Small Cap	553,3	541,9	515,9	537,5	390,8	2,1	7,3	2,9	41,6
MSCI Europe	203,4	199,0	192,1	197,6	172,9	2,2	5,9	2,9	17,7
France CAC 40	8 362,1	8 195,2	8 099,5	8 149,5	7 490,3	2,0	3,2	2,6	11,6
Allemagne DAX 30	9 464,1	9 193,5	8 904,5	7 648,6	7 805,3	2,9	6,3	23,7	21,3
Italie MIB	45 719,3	45 374,0	43 219,9	34 186,2	35 315,5	0,8	5,8	33,7	29,5
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 124,6	9 951,1	9 693,9	9 931,4	8 319,7	1,7	4,4	1,9	21,7
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	11 663,5	11 427,6	11 068,7	11 393,1	9 942,0	2,1	5,4	2,4	17,3

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

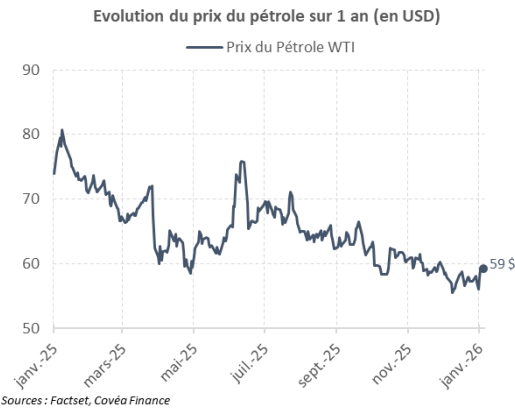
L'analyse des marchés :

En **Asie**, les marchés ont terminé en hausse malgré un contexte géopolitique de plus en plus tendu. La Corée du Sud et Taiwan affichent les meilleures performances. La Corée du Sud a bénéficié de la forte hausse des prix des semi-conducteurs de mémoire, et également des valeurs de défense, notamment après l'intervention de l'armée américaine au Venezuela. Shanghai a été soutenu par les attentes de mesures de soutien à l'économie. Le Japon termine également en hausse, mais dans un contexte de forte volatilité. Pékin a en effet annoncé des restrictions sur les exportations vers le Japon de composants électroniques susceptibles d'avoir une utilisation militaire. À l'inverse, l'Inde affiche la plus mauvaise performance de la région, dans un contexte de potentielle mise en place de droits de douane pouvant atteindre 500% à l'encontre des pays importateurs des produits russes, notamment le pétrole. Parmi les éléments transverses, et au sujet de la dynamique indienne, le groupe japonais de transport terrestre Yamato Holdings a inauguré dans le pays son plus grand centre logistique à l'étranger, afin de soutenir le développement de l'industrie manufacturière locale. Du côté de la Corée du Sud, toujours en lien avec les tensions avec le Japon, le pays a engagé des efforts afin de réduire sa dépendance aux matériaux japonais affectés par la récente interdiction chinoise.

Aux **Etats-Unis**, le marché a progressé, porté par les annonces positives du CES de Las Vegas autour de la sphère IA et les perspectives d'une hausse de 50% du budget américain de la défense en 2027 (à \$1,500 Mds), dans la foulée de l'intervention militaire au Venezuela et des menaces concernant le Groenland. Dans ce contexte, l'indice S&P500 progresse mais sous-performe sensiblement les indices de petites et moyennes capitalisations. Les investisseurs ont favorisé la consommation discrétionnaire, les matériaux et l'industrie. A l'inverse, nous constatons des prises de bénéfices sur certaines valeurs technologiques (Nvidia, Broadcom) et une sous performance des services aux collectivités (Constellation Energy, Vistra). Dans la chaîne de valeur de l'uranium, le Département de l'Énergie a décidé d'allouer \$2,7 Mds (sur dix ans) à la production d'uranium enrichi aux Etats-Unis, un montant qui sera réparti entre Centrus Energy (\$900 Mlns), la société française Orano (\$900 Mlns) et General Matter. Parallèlement, afin de relancer le marché immobilier résidentiel, D Trump souhaiterait interdire aux investisseurs institutionnels d'acheter des maisons individuelles. Enfin, le Président envisagerait un plafonnement temporaire à 10 % des taux d'intérêt des cartes de crédit.

Le Focus de la semaine : Les implications du changement de régime vénézuélien sur le marché pétrolier

Le 3 janvier 2026, l'armée américaine a capturé le président vénézuélien Nicolas Maduro, ouvrant une phase de transition politique dont les contours restent encore incertains. Si une certaine continuité administrative semble se dessiner, le pouvoir reste fragile dans un pays où la présence de milices incite à la prudence. Cet événement intervient dans un pays doté de réserves pétrolières considérables, mais dont la production est tombée à moins d'un million de barils par jour, conséquence directe de décennies de sous-investissement et du retrait des compagnies pétrolières étrangères après les expropriations d'actifs subies dans les années 2000. La capacité d'exportation du pays est restée marginale, essentiellement en raison des sanctions américaines, et les flux se sont concentrés vers la Chine à des prix fortement décotés. Pour le marché pétrolier mondial, les conséquences immédiates sont à ce stade difficilement quantifiables, et ce malgré l'annonce de D. Trump de 30 à 50 millions de barils de bruts (issus des stocks) qui devraient être acheminés vers les Etats-Unis dans un délai encore inconnu. À court terme, un assouplissement des sanctions américaines permettrait à certains barils vénézuéliens de revenir sur le marché international, ce qui pourrait exercer une pression baissière sur les prix du brut. Toutefois, la question centrale reste la capacité du pays à augmenter durablement sa production. La relance du secteur nécessite des investissements massifs, de l'ordre de plusieurs dizaines voire centaines de milliards de dollars, après des décennies de sous-investissement et de dégradation des infrastructures. Compte tenu de l'historique d'expropriations, les grandes compagnies pétrolières ne s'engageront qu'à la condition qu'un cadre juridique et réglementaire clair, stable et crédible soit durablement mis en place. L'administration américaine consciente de cet impératif, travaille activement avec la nouvelle administration vénézuélienne ainsi que les compagnies pétrolières américaines afin de définir les contours de ce nouveau cadre. Dans ce contexte, toute hausse significative de la production vénézuélienne susceptible d'influencer les équilibres globaux et les prix du pétrole ne pourrait se matérialiser qu'à long terme. Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons identifié le retour du politique comme un élément majeur de modification des grands équilibres sur les matières premières et notamment le pétrole.



Sophie Pons Dublanc

Adjointe au Responsable d'équipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	09/01/26	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
Etats-Unis - S&P500	6 966	6 858	6 813	6 846	5 827	1,6	2,3	1,8	19,6	2,3	1,9	2,7	5,8
Etats-Unis - Dow Jones	49 504	48 382	47 427	48 063	41 938	2,3	4,4	3,0	18,0	3,0	4,0	4,0	4,5
Etats-Unis - Nasdaq	23 671	23 236	23 215	23 242	19 162	1,9	2,0	1,8	23,5	2,6	1,6	2,8	9,3
Japon Nikkei 300	726	741	719	726	593	-2,0	1,0	0,0	22,4	-2,0	-0,3	0,1	8,5
Corée du Sud KOSPI	4 586	4 310	3 987	4 214	2 522	6,4	15,0	8,8	81,9	6,1	14,9	8,7	61,0
Chine - Shanghai	4 120	4 023	3 875	3 969	3 211	2,4	6,3	3,8	28,3	3,5	7,5	4,9	19,3
Hong Kong Hang Seng	26 232	25 895	25 946	25 631	19 448	1,3	1,1	2,3	34,9	2,0	0,6	3,1	19,2
Marchés Emergents - MSCI	1 452	1 429	1 370	1 404	1 066	1,6	6,0	3,4	36,2	2,3	5,6	4,4	20,5

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Requalifier, améliorer, harmoniser : le futur de l'emploi européen

Le Fonds pour une Transition Juste (FTJ) constitue l'un des principaux leviers financiers de l'Union européenne pour accompagner les régions et les secteurs les plus exposés aux défis de la transition écologique. Doté de 17,5 milliards d'euros sur la période 2021-2027 (cf. graphique ci-contre), il a pour vocation d'atténuer les impacts socio-économiques liés à la décarbonation. Concrètement, ces ressources soutiennent la reconversion des travailleurs, la diversification économique des territoires et le développement de projets durables, afin de réduire les fractures régionales et soutenir les zones historiquement dépendantes des industries fossiles ou lourdes.

La France bénéficie d'une enveloppe de près de 1,03 milliard d'euros, concentrée sur des territoires emblématiques tels que le Grand Est, la Normandie et les départements du Rhône, de l'Isère, du Nord et du Pas-de-Calais. Depuis 2021, Covéa Finance participe à la Coalition pour une Transition Juste, qui rassemble gestionnaires et détenteurs d'actifs français. Cette initiative vise à promouvoir auprès des entreprises le concept de Transition Juste, en mettant l'accent sur la prise en compte des risques et opportunités sociaux associés à l'évolution vers une économie bas-carbone.

À la fin de l'année 2025, la Commission européenne a lancé un nouveau programme, ainsi que deux consultations susceptibles de déboucher, dès 2026, sur des législations complémentaires en matière d'emploi. Les objectifs ciblés sont les suivants :

- Garantir l'accès aux compétences (European Skills Guarantee)

Annoncé fin novembre 2025, ce dispositif a pour objectif de répondre aux pénuries de main-d'œuvre dans les secteurs stratégiques et en croissance, en permettant aux travailleurs d'acquérir des compétences supplémentaires. Dans un premier temps, la Commission a lancé un projet pilote qui ciblera les travailleurs de l'industrie automobile et de sa chaîne d'approvisionnement. Avec un budget de 14,5 M€, ce projet pilote offrira aux travailleurs une formation en situation de travail et un accompagnement pour acquérir de nouvelles compétences, tandis que les entreprises des secteurs en forte demande pourront recruter plus rapidement les compétences dont elles ont besoin, renforçant ainsi leur compétitivité. Le projet pilote constitue une première étape dans la mise en place d'une Garantie des compétences pleinement opérationnelle, qui devrait être mise en œuvre dans le cadre du futur budget pluriannuel de l'UE (2028-2034).

- Assurer la qualité des emplois créés (EU Quality Jobs Roadmap)

Créer des emplois ne suffit pas : ils doivent offrir des conditions de travail décentes. Dans cette feuille de route, la Commission estime que des salaires adéquats et des emplois de qualité sont essentiels pour stimuler la productivité, renforcer la compétitivité de l'Europe et protéger contre la pauvreté au travail. La future Loi sur les emplois de qualité, attendue en 2026, pourrait couvrir plusieurs domaines clés, tels que :

Gestion algorithmique et intelligence artificielle (IA) : les outils numériques sont désormais centraux dans la vie professionnelle. L'IA peut faire gagner du temps et accroître la productivité. Cependant, 84 % des Européens estiment que ces technologies doivent être gérées avec prudence au travail.

Santé et sécurité au travail : les nouvelles technologies et les équipements numériques mobiles ont transformé les lieux de travail et élargi le télétravail. L'EU-OSHA indique que la fatigue numérique (hyperconnexion, surcharge d'écrans, interruptions constantes) contribue à la hausse des arrêts maladie pour raisons psychologiques, sans toutefois en préciser la proportion.

Sous-traitance : elle permet aux entreprises d'accéder à des expertises et d'innover, mais peut aussi entraîner des pratiques abusives et un faible respect des réglementations en matière de travail, de santé et de sécurité, en particulier dans les chaînes de sous-traitance longues et complexes. C'est précisément pour répondre à ces risques que le devoir de vigilance impose aux grandes entreprises d'identifier, de prévenir et d'atténuer les atteintes aux droits humains et à l'environnement susceptibles de survenir chez leurs sous-traitants et fournisseurs. Néanmoins, l'adoption de la directive « Omnibus I » par le Parlement européen en décembre 2025 a marqué un net recul dans l'ambition européenne.

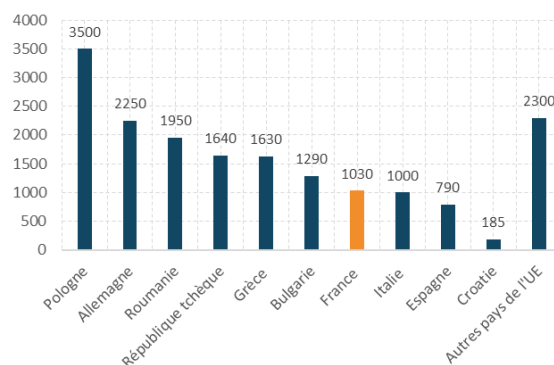
Lancée le 4 décembre 2025, la première phase de consultation des partenaires sociaux sur le futur projet de loi sur les emplois de qualité se déroulera jusqu'au 29 janvier 2026.

- Faciliter la mobilité et la reconnaissance des compétences (Skills Portability Initiative)

Cette initiative s'attaque à un enjeu clé : la reconnaissance des compétences à l'échelle européenne. Autrement dit, permettre aux travailleurs de valoriser leurs savoir-faire dans n'importe quel Etat membre, grâce à l'harmonisation des certifications par exemple, dans le but d'accroître la mobilité des travailleurs qualifiés et répondre aux besoins des entreprises européennes dans un marché du travail intégré. Lancée le 5 décembre 2025, la période de consultation publique s'étend jusqu'au 27 février 2026.

Par ces mesures, l'Union européenne démontre sa volonté d'accompagner ses territoires, ses entreprises et ses travailleurs dans les profondes mutations économiques, sociales et environnementales en cours. Une interrogation demeure : les moyens alloués seront-ils à la hauteur de l'ampleur des transformations annoncées ? Pour l'heure, la persistance de difficultés de recrutement sur fond de problèmes d'appariements (formation professionnelle inadaptée) et de pénurie de main-d'œuvre reste l'une des pressions inflationnistes structurelles que nous identifions dans nos Perspectives Économiques et Financières.

Répartition du Fonds pour une Transition Juste (montant alloué par pays en M€)



Andréa Lemaire-Suau

Analyste financier et extra financier

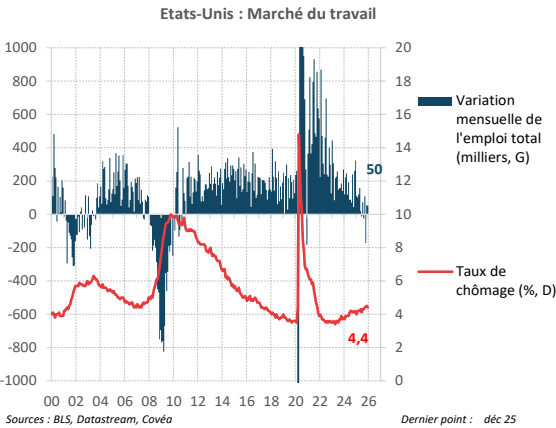


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Un marché du travail au ralenti »

Le rapport d'emploi de décembre a confirmé que le bond du taux de chômage enregistré le mois précédent était dû aux distorsions relatives à la fermeture du gouvernement fédéral (*shutdown*). L'estimation de novembre a finalement été révisée en baisse (de 4,6% à 4,5%) et le chiffre de décembre indique une amélioration à 4,4%. Ainsi le faible rythme de créations de postes enregistré depuis quelques mois semble suffisant pour freiner la remontée du taux de chômage, dans un contexte où la chute de l'immigration ralentit la croissance de la population active. L'économie américaine a créé 50 000 postes en décembre et les estimations des deux mois précédents ont été revues en baisse à hauteur de 76 000 postes, essentiellement dans le secteur public, affecté par le *shutdown*. Mais au-delà de ces perturbations, le marché du travail marque bel et bien un ralentissement : les créations mensuelles moyennes s'établissent à



29 000 au quatrième trimestre (T4), après 57 000 au T3. En décembre, la construction a détruit 21 000 postes après un sursaut en novembre, et le manufacturier et les mines ont continué à détruire des postes. Les services sont mieux orientés, avec en particulier la santé et l'assistance sociale (39 000) et un regain d'embauches dans les loisirs et le tourisme (47 000). Une fois de plus les créations de postes sont concentrées dans un nombre restreint de secteur, ce qui pose question quant à la pérennité de la dynamique des embauches. Du côté des rémunérations, le salaire horaire a progressé de 0,3% et voit sa croissance annuelle accélérer à 3,8%. Ces éléments indiquent que le marché du travail a poursuivi son affaiblissement, mais le mouvement reste progressif et modéré. Or les récentes déclarations des banquiers centraux suggèrent qu'en l'absence de dégradation substantielle du marché du travail, la Réserve fédérale (Fed) pourrait patienter avant de poursuivre l'assouplissement monétaire.

Ces autorités monétaires sont toujours plus sous la pression de l'administration Trump. Un nouveau palier a été franchi ce weekend, avec la réception par la Réserve fédérale d'une citation à comparaître émise par le Département de la Justice visant Jerome Powell, au sujet des dépassements de coûts de rénovation des bâtiments de la Fed. Cette séquence constitue un pas supplémentaire dans les tentatives de déstabilisation du Président de la Fed Jerome Powell. Après des mois à esquisser les attaques, celui-ci a réagi pour la première fois en qualifiant cette enquête de prétexte dans le cadre de la campagne menée actuellement par le président Trump pour faire pression sur la Fed afin qu'elle abaisse les taux d'intérêt et mette fin à l'indépendance de la banque centrale. Cette judiciarisation est aussi un message adressé au futur successeur de Jerome Powell, dont le mandat expire en mai : l'administration Trump est prête à utiliser tous les ressorts pour obtenir gain de cause. Dans ces conditions, le prochain Président de la Réserve fédérale pourrait se montrer rétif à prendre une position contraire aux demandes de D. Trump, ce qui pourrait durablement affecter la crédibilité des autorités monétaires.

Les indicateurs d'enquête ISM de décembre confirment la divergence de dynamique entre le secteur manufacturier et les services. L'ISM manufacturier s'est de nouveau dégradé en décembre, passant de 48,2 à 47,9. Il s'agit du plus faible niveau depuis octobre 2024 et du 10^{ème} mois consécutif sous le seuil de 50 (qui sépare croissance et contraction). La

sous-composante production s'inscrit en recul à 51, et les nouvelles commandes, bien qu'en progrès sur le mois à 47,7, restent en zone de contraction pour le 4^{ème} mois consécutif. La composante prix payés ralentit à 58,5, après un pic en juin dernier à 69,6, consécutif aux droits de douane. Les prix continuent ainsi d'augmenter, mais l'impulsion donnée aux prix des biens semble ralentir.

En revanche, l'indicateur d'enquête ISM services de décembre a quelque peu rassuré quant à la dynamique d'activité. L'indice est passé de 52,6 à 54,4, un point haut depuis octobre 2024. Les principales sous-composantes sont bien orientées, à l'image des nouvelles commandes qui passent de 52,9 à 57,9, du niveau d'activité, qui s'établit à 56, et de l'emploi qui repasse au-dessus du seuil de 50 à 52, pour la première fois depuis mai 2025. Autant d'éléments positifs qui suggèrent le maintien d'une dynamique favorable à l'orée de 2026.

Sur le plan politique, le président Trump a annoncé un certain nombre de mesures pour remédier aux difficultés d'accès au logement des ménages. Le Président américain compte interdire aux grands investisseurs institutionnels d'acheter des maisons individuelles, dans l'optique de réduire la pénurie d'offre de logements dans le pays. Il a également demandé à Fannie Mae et Freddie Mac (entreprises gouvernementales) d'acheter pour environ 200 Mds\$ de titres adossés à des prêts hypothécaires (MBS) afin d'exercer une pression baissière sur les taux immobiliers et ainsi resolvabiliser une partie de la demande. Le secteur immobilier reste en effet à la peine en dépit des baisses de taux directeur opérées par la Réserve fédérale (-175 bp depuis septembre 2024). Bill Pulte, le directeur de l'agence fédérale du financement immobilier (FHFA) qui supervise ces deux entreprises parapubliques, a déclaré que Fannie Mae et Freddie Mac disposaient de « centaines de milliards de dollars de liquidités » pour mettre en œuvre la directive du président Donald Trump. Il n'a pas précisé les modalités ou le calendrier de ces achats, mais a écarté toute implication du Trésor ou de la Fed.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

« L'inflation recule légèrement dans la zone euro »

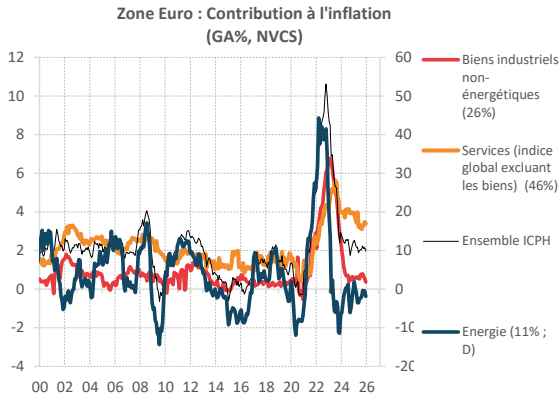
Dans la zone euro, l'inflation est revenue à 2,0% en décembre (comme en juillet et août), après 2,1% les deux mois précédents. Le mouvement est moins important qu'en France ou qu'en Allemagne, l'accélération des prix des produits alimentaires ayant compensé la baisse plus marquée de la composante énergie de l'indice. Hors alimentation, énergie tabac et alcool, l'inflation sous-jacente a légèrement diminué, à 2,3%, sous l'effet du ralentissement des prix des biens hors énergie et des services. Ces derniers interrompent ainsi une tendance à l'accélération observée au cours des trois mois précédents. En Allemagne, le ralentissement des prix est plus marqué que l'attendait le consensus, avec un taux d'inflation, mesuré par l'indice harmonisé européen, (IPCH) revenu à 2,0% contre 2,6% en novembre. En France, l'inflation est aussi sortie sous les attentes, à 0,7% en glissement annuel en décembre (IPCH) après 0,8% en

novembre, confirmant que la France est entrée dans un environnement d'inflation basse. Comme en Allemagne et dans l'ensemble de la zone euro, ce ralentissement s'explique par une baisse plus marquée des prix de l'énergie, qui diminue de près de 7% sur un an. En revanche, l'inflation dans les services reste stable depuis plusieurs mois maintenant à 2,2%. Le taux d'inflation de la France est ainsi l'un des plus faible de la zone euro. Bien que sa baisse soit une bonne nouvelle pour le pouvoir d'achat des ménages et les coûts supportés par les entreprises, elle pourrait être défavorable à la dynamique du ratio de dette/PIB, en limitant la hausse du PIB nominal et en pesant sur les recettes des administrations publiques.

Le Conseil européen a entériné la ratification du traité de libre-échange entre l'Union européenne et le Mercosur, par un vote à la majorité qualifiée. La France, mais aussi l'Autriche, la Hongrie, la Pologne et l'Irlande ont voté contre. C'est la première fois que la France se trouve en minorité dans un vote du Conseil européen. Ursula Von der Leyen va signer le traité cette semaine au Paraguay. Avant d'entrer en vigueur, le texte doit être adopté par le Parlement européen avant un nouveau vote de confirmation au Conseil (toujours à la majorité qualifiée). La politique commerciale étant de la responsabilité exclusive de l'Union européenne, la non-ratification par un ou plusieurs Etats membres n'empêcherait pas son entrée en vigueur.

Lors d'une réunion à Paris, les membres européens de la coalition de soutien à l'Ukraine ont trouvé un accord pour le déploiement d'une force multinationale, composée notamment de militaires britanniques et français, en Ukraine après la signature d'un cessez-le feu. Les Etats-Unis apporteraient un soutien en matière de renseignement et de logistique. Le document signé par Volodymyr Zelensky, Emmanuel Macron et Keir Starmer n'est toutefois qu'une « déclaration d'intention ». Elle n'est donc pas engageante. De plus, les intentions exprimées se heurtent à l'une des lignes rouges tracées par la Russie dans les négociations de paix, à savoir l'opposition absolue à la présence de militaires de l'Otan sur le territoire ukrainien.

En Allemagne, un redressement de l'activité industrielle semble s'esquisser. La production comme les commandes ont progressé d'un mois à l'autre en octobre et en novembre, malgré un nouveau recul dans les secteurs les plus intensifs en énergie. Le détail des commandes manufacturières montre un dynamisme particulier de la demande pour les « autres équipements de transport », qui regroupe quelques-unes des branches susceptibles de bénéficier du plan d'investissements en infrastructures et de l'augmentation des dépenses militaires (construction ferroviaire et véhicules militaires notamment). Le regain de dynamisme de ce secteur se diffuse en amont, avec un bond des commandes de produits de la métallurgie. En fin d'année dernière, les commandes comme



Sources : Eurostat, Datastream, Covéa Finance

Dernier point : déc.-25

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	nov.-25	6,3	6,4	6,6	6,4
	Inflation IPCH, NCVS, GA%	déc.-25	2,0	2,1	5,4	2,4
	Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	déc.-25	2,3	2,4	4,9	2,9
AL	Taux de chômage % de la pop. active	nov.-25	3,8	3,8	3,1	3,4
	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	nov.-25	1,0	1,1	-1,9	-4,6
FR	Taux de chômage % de la pop. active	nov.-25	7,7	7,7	7,3	7,4
	Dépenses de consommation Vol, CVS, GA%	nov.-25	0,0	0,6	-1,5	-0,3
	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	nov.-25	2,1	1,8	0,7	-0,1
IT	Taux de chômage % de la pop. active	nov.-25	5,7	5,8	7,7	6,6
ES	Taux de chômage % de la pop. active	nov.-25	10,4	10,5	12,2	11,4

*Du 05/01/2026 au 11/01/2026

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

la production étaient en progression sur un an, de 0,8% pour la production. La demande domestique affiche une progression de 6,5%, alors que la demande étrangère (+4,9%) est tirée par celle des partenaires de la zone euro (+8,2%). Un nouveau signe positif d'une conjoncture mieux orientée dans l'Union économique et monétaire.

Malgré des commandes étrangères en hausse, les exportations allemandes de marchandises se sont contractées en novembre et elles s'affichent désormais en recul de 0,8% sur un an. La chute de 23% des livraisons aux Etats-Unis, par rapport à novembre 2024, pèse lourdement.

Malgré la multiplication des annonces de suppressions d'emplois par les entreprises, notamment dans l'industrie, l'emploi résiste en Allemagne : il est resté stable en novembre et il s'affiche en baisse de 0,1% par rapport au même mois un an auparavant. Le nombre de personnes au chômage a augmenté de 0,4% en octobre, mais le taux de chômage au sens du BIT, corrigé des variations saisonnières, est resté stable à 3,8%.

En France, les députés examineront de nouveau cette semaine le projet de loi de finances (PLF), mais les perspectives d'accord demeurent limitées. Dans ce contexte, la probabilité d'un recours à l'article 49.3 par le Premier ministre augmente, une option qui l'exposerait à une motion de censure. Par ailleurs, S. Lecornu a évoqué la possibilité d'une nouvelle dissolution de l'Assemblée nationale si son gouvernement venait à être renversé. Une absence prolongée de budget ou un regain d'instabilité politique renforcerait l'incertitude économique.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste

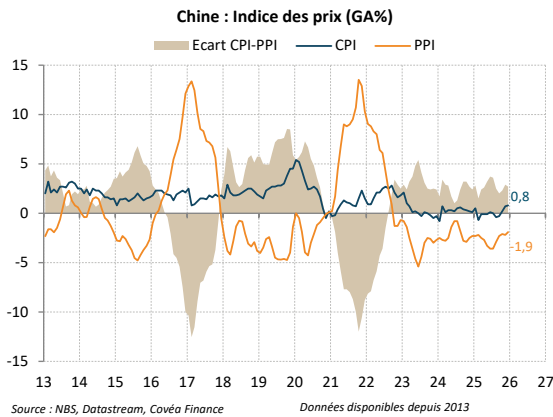


Suivi Macroéconomique

Asie

« En Chine, les pressions déflationnistes reculent quelque peu »

En Chine, l'inflation poursuit sa reprise, mais très progressivement. La croissance de l'indice des prix à la consommation a atteint 0,8% en glissement annuel en décembre, après 0,7% en novembre, et ainsi une évolution nulle sur les douze mois de l'année 2025. Cette dynamique illustre surtout le redressement généralisé des prix dans l'alimentation. Hors alimentation et énergie, l'inflation reste inchangée à 1,2%, comme en novembre, mais cette composante a aussi progressé courant 2025. La dynamique des prix à la production reste en nette contraction, -1,9%, bien qu'il s'agisse d'une baisse moindre au regard de celles observées au cours de l'année (-2,6% sur l'ensemble de l'année 2025).



Indicateurs de la semaine *			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
JP	Salaires	CVS, GA%	nov.-25	0,6	2,5	1,2	5,5
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	déc.-25	0,8	0,7	0,2	0,2
CH	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	déc.-25	1,2	1,2	0,7	0,5

*Du 05/01/2026 au 11/01/2026

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans le cadre de leur quête d'indépendance technologique, les autorités chinoises ont demandé à certaines grandes entreprises domestiques de suspendre leurs commandes de puces H200 de Nvidia. Ces circuits intégrés, destinés notamment aux applications d'intelligence artificielle, avaient vu leurs exportations vers la Chine autorisées par l'administration américaine fin 2025, sous condition qu'une part des revenus des ventes soit reversée au gouvernement des États-Unis. A travers cette décision, Pékin vise à amener les grandes entreprises chinoises à privilégier les producteurs locaux de semi-conducteurs. Elle illustre ainsi une fois de plus les efforts déployés pour combler le retard technologique dans ce secteur.

Au Japon, les données salariales de novembre montrent une nette modération, avec une croissance en glissement annuel tombant à 0,5% après 2,5% en octobre. Ce ralentissement s'explique principalement par le recul de 17,0% de la composante temporaire des paiements spéciaux, qui inclut surtout les primes. Or, les primes d'hiver sont généralement versées fin novembre et en décembre. Cette première donnée ne permet donc pas encore de conclure à une véritable baisse des primes, un rattrapage étant possible le mois prochain. Par ailleurs, la composante plus pérenne des salaires contractuels s'est aussi quelque peu modérée, revenant à 2% (après 2,4% en octobre), soit un niveau globalement en ligne avec la tendance de l'année. Ainsi, cette modération des salaires ne semble pas suffisante pour remettre en cause la trajectoire de normalisation monétaire engagée par la Banque du Japon, d'autant que les syndicats conservent des objectifs de négociations salariales ambitieux pour 2026. Dans un contexte de probable ralentissement de l'inflation, cela laisse espérer une progression significative des salaires réels.

Sur le plan politique, la Première ministre Takaichi envisage de convoquer des élections générales, selon la presse. Elle pourrait dissoudre la chambre basse du Parlement dès sa reprise le 23 janvier, en vue d'organiser des élections générales en février. A travers cette manœuvre risquée, Mme Takaichi pourrait chercher à tirer profit de la popularité actuelle de son gouvernement dans les enquêtes pour renforcer la position du Parti libéral-démocrate (PLD) au parlement. Au cours des deux dernières années, les revers électoraux du PLD se sont traduits par la perte de ses majorités absolues dans les deux chambres parlementaires.

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.