

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

28 septembre 2026

La dette américaine face à l'érosion des acheteurs institutionnels

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

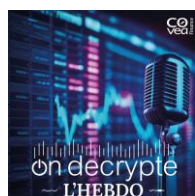
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

États-Unis
Asie
Europe

Retrouvez notre interview de la semaine dans notre série de podcast "On décrypte l'Hebdo".

Pour l'écouter [cliquez-ici](#)



La semaine dernière, les taux ont continué leur envolée commencée fin août. Le taux 10 ans américain a dépassé 5,2 %, niveau inconnu depuis 20 ans. Cette hausse s'explique avant tout par l'évolution des anticipations de politique monétaire. Les investisseurs estiment que la Réserve fédérale pourrait, en réponse aux risques inflationnistes persistants, relever ses taux de presque 100 points de base (pb) d'ici un an.

Pour autant, plusieurs signaux suggèrent également une demande moins dynamique pour les émissions du Trésor américain. L'adjudication d'obligations à 5 ans du 23 septembre a été accueillie un peu froidement par les investisseurs. L'émission de 70 Mds\$ a enregistré un ratio de couverture de seulement 2,21, au plus bas sur cette maturité depuis 2018, tandis que la part des investisseurs indirects, catégorie qui regroupe notamment les banques centrales et les investisseurs étrangers, a reculé à 54,3 % contre plus de 61 % lors de l'opération précédente.

Plus généralement, la demande de la part des investisseurs structurels a plutôt tendance à diminuer. La Réserve fédérale ne joue plus le rôle de soutien qu'elle occupait durant la décennie passée et n'achète plus de dette à long terme. À l'étranger, les investisseurs japonais, premiers détenteurs étrangers de dette américaine, ont vendu près de 30 Mds\$ d'obligations américaines au premier trimestre 2026 au profit de leur marché domestique. De son côté, le fonds souverain norvégien, plus grand investisseur institutionnel au monde avec environ 2 300 Mds\$ d'actifs, a proposé de réduire le poids des obligations gouvernementales dans son portefeuille au profit notamment du crédit. À terme, cette évolution pourrait représenter près de 80 Mds\$ de dette américaine en moins dans ses allocations.

Il serait néanmoins excessif d'en conclure à un désengagement des investisseurs envers la dette américaine. Le marché des *Treasuries* demeure de loin le plus profond, le plus liquide et le plus important au monde, et les flux internationaux vers les actifs américains restent globalement positifs. En revanche, la composition de la demande évolue. Les acheteurs structurels, qu'il s'agisse des banques centrales ou de certains grands investisseurs institutionnels étrangers, sont moins présents qu'au cours des années précédentes. Dans ce contexte, l'équilibre du marché repose davantage sur des investisseurs sensibles au niveau de rendement offert.

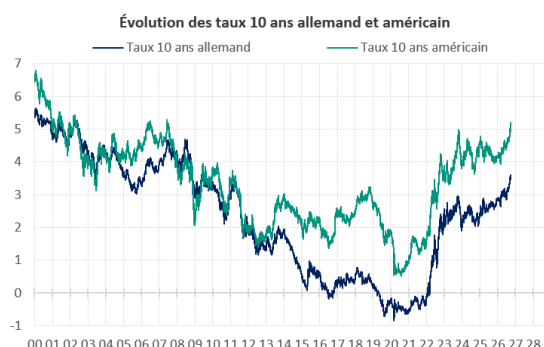
Marie-Edmée de Monts de Savasse

Responsable d'équipe Gestion OPC Taux



Focus de la semaine

« les taux ont continué leur envolée... »



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	25/09/26	26/06/26	T-12 mois	26/06/26	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,139	1,138	1,167	0,1	-2,4
€ / £	0,860	0,863	0,874	-0,3	-1,6
€ / Yen	179,15	184,14	174,75	-2,7	2,5
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	104	72	69	44,9	50,3
Indice BCOM Excl. l'énergie*	149	138	124	8,1	20,2
Prix de l'once d'Or	4 288	4 079	3 739	5,1	14,7
Prix de la tonne de cuivre	14 623	13 358	10 260	9,5	42,5
Indice Baltic Dry**	3 426	2 524	2 266	35,7	51,2
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	3687	3240	1115	13,8	230,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice BCOMXE : Indice des prix de 19 matières premières industrielles (49%) et alimentaires (51%). 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

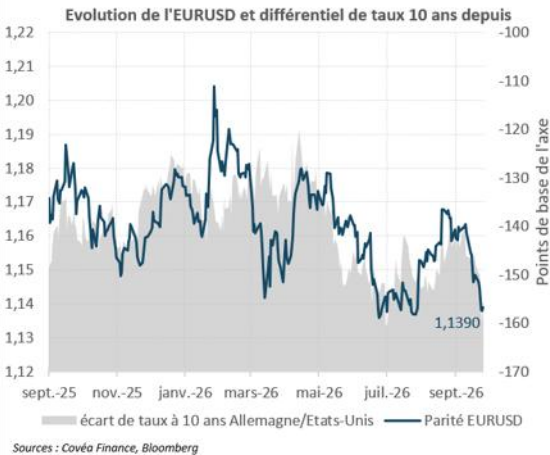
L'analyse des marchés :

La semaine dernière a été marquée par une nouvelle hausse significative des rendements obligataires, qui ont atteint vendredi de nouveaux points hauts de part et d'autre de l'Atlantique. Elle avait pourtant commencé par une détente, les investisseurs misant sur les initiatives diplomatiques autour du conflit au Moyen-Orient en marge de l'Assemblée générale de l'ONU. Faute d'avancée concrète, le Brent s'est maintenu au-dessus des 100 \$ le baril (jusqu'à 108 \$ le baril de Brent vendredi). Par ailleurs, des membres de la Réserve fédérale (Fed), dont J. Williams, ont jugé envisageable une nouvelle hausse des taux d'ici la fin de l'année, ce qui a amplifié le mouvement de hausse. Le marché anticipe désormais près de 100 pb de resserrement supplémentaire d'ici fin 2027, pour la Fed comme pour la Banque centrale européenne (BCE). Enfin, on pourra noter une adjudication d'un 5 ans américain qui a été mal accueillie par le marché. Dans ce contexte, les références à 10 ans progressent de 20 points de base (pb) aux États-Unis à 5,19 %, de 9 pb pour l'Allemagne à 3,61 %, de 11 pb pour l'Italie à 4,55 % et de 10 pb pour l'Espagne à 4,10 %. La France sous-performe à nouveau avec une hausse de 14 pb à 4,70 %, l'écart OAT-Bund atteint 110 pb. Elle reste pénalisée par les incertitudes entourant l'adoption du budget 2027 à l'approche de l'élection présidentielle.

Le Focus de la semaine : Dollar, la fin d'une parenthèse estivale

Les mois d'été auront été cette année en faveur de l'euro. Partie de 1,1325 fin juin, la parité EUR/USD a gagné plus de trois figures en quelques semaines et s'est approchée de 1,17 à la mi-août. Le principal déclencheur est venu d'Asie : la banque du Japon, conjointement avec le Trésor américain sont intervenus pour enrayer la chute du yen, ce qui a mécaniquement pesé sur le billet vert. Quelques jours plus tard, l'annonce par le Trésor de rachats de titres (*Treasury buy-backs*) a entretenu le mouvement. De plus, l'administration américaine ne cache pas sa préférence pour un dollar plus faible, favorable à ses exportations. En face, la BCE avait relevé ses taux dès le mois de juin, alors que la Fed restait immobile en juillet. C'est cette combinaison d'éléments qui a redonné des couleurs à l'euro.

La parenthèse s'est refermée à la rentrée. Le 28 août, pour son premier Jackson Hole, Kevin Warsh, président de la Fed, a réaffirmé sans ambiguïté l'objectif de 2 % d'inflation. Quinze jours plus tard, les chiffres de l'emploi ressortaient nettement au-dessus des attentes avec 162 000 créations de postes en août contre 53 000 attendues. Le 16 septembre, la Fed a relevé ses taux de 25 pb, à 3,75%-4%. C'est sa première hausse depuis 2023, et elle a laissé entrevoir un nouveau tour de vis d'ici la fin de l'année. Dans ce contexte, l'EUR/USD est retombé sous 1,14, son plus bas depuis fin juillet. C'est sur la partie longue de la courbe que le signal est le plus net. Le rendement du T-Note 10 ans a franchi les 5,2%, un niveau inédit depuis 2007. L'écart de taux à 10 ans entre l'Europe et les États-Unis dépasse ainsi 160 pb en faveur de ce dernier. **Pour un investisseur international, la rémunération offerte par le dollar redevient très attractive.** D'autant plus attractive qu'en face, la zone euro ajoute en outre ses propres fragilités : un choc énergétique qui pèse davantage sur une économie importatrice ; une croissance qui reste modeste ; un risque souverain qui ressurgit, avec un spread OAT-Bund au-delà de 110 pb pour la première fois depuis 2012. La BCE a certes porté son taux de dépôt à 2,50 % le 10 septembre, mais elle resserre ses taux dans une économie plus fragile, ce qui limite sa marge de manœuvre. Par ailleurs la pression politique sur la Fed est réelle, et le président américain réclame ouvertement des taux beaucoup plus bas dans un contexte où la trajectoire budgétaire américaine inquiète, et les dernières adjudications du Trésor ont révélé une demande plus hésitante. Une désescalade au Moyen-Orient ferait refluer le pétrole, ce qui soulagerait davantage l'Europe que les États-Unis et redonnerait temporairement de l'air à l'euro. Les fondamentaux restent néanmoins favorables aux États-Unis. Depuis le début de l'année, l'euro recule d'environ 3 % face au dollar. Le billet vert conserve l'avantage sur trois fronts : le différentiel de croissance, celui du rendement, et son statut de valeur refuge dans un environnement géopolitique chargé. **Nous restons donc positifs sur le dollar à moyen terme, comme nous l'évoquons dans nos Perspectives économiques et financières de juin dernier.**



Xavier Bouscharain
Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)					Pente* (en pb)	
	25/09/26	J-7	26/06/26	31/12/25	T-12 mois	J-7	26/06/26	31/12/25	sur 12 mois		2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	4,00	4,00	3,75	3,75	4,25	0,00	0,25	0,25	-0,25			
BCE - Taux Repo	2,65	2,65	2,40	2,15	2,15	0,00	0,25	0,50	0,50			
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,50	2,50	2,25	2,00	2,00	0,00	0,25	0,50	0,50			
Banque d'Angleterre	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	0,00	0,00	0,00	-0,25			
Banque du Japon	1,25	1,25	1,00	0,75	0,50	0,00	0,25	0,50	0,75			
Taux 10 ans												
Etats-Unis	5,16	5,00	4,37	4,17	4,17	16	79	99	99	31	33	
Allemagne	3,60	3,52	2,85	2,86	2,77	8	75	75	83	33	31	
France	4,69	4,57	3,64	3,56	3,60	13	106	113	109	113	57	
Italie	4,51	4,43	3,59	3,55	3,57	8	92	96	95	99	58	
Royaume-Uni	5,37	5,30	4,73	4,48	4,76	7	64	89	61	53	50	
Japon	3,08	2,99	2,62	2,07	1,65	9	46	102	143	115	108	
Crédit												
Indice Itraxx Main	60,8	54,6	51,8	50,7	56,8	6,3	9,0	10,2	4,0			
Indice Itraxx Crossover	294,0	260,2	247,3	244,2	268,2	33,9	46,8	49,8	25,9			

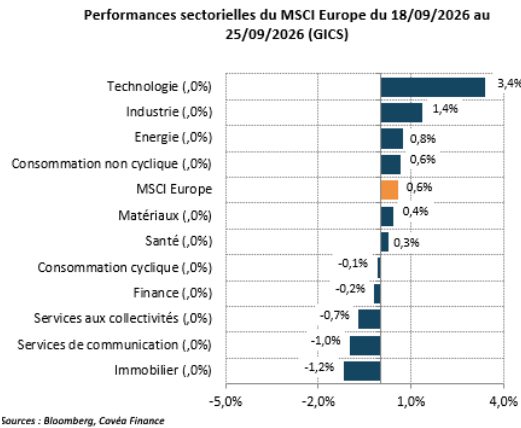
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, l'indice MSCI EMU (hors dividendes réinvestis) a progressé de +0,9 % (+0,6% pour le MSCI Europe), faisant preuve de résilience face au regain des tensions géopolitiques, à la fermeté des cours du brut et à la remontée des rendements obligataires. Sur le plan sectoriel, la technologie a mené la cadence, soutenue par les semiconducteurs (ASML) et le logiciel, devant l'énergie et l'industrie liée à l'IA. À l'inverse, la tension sur les taux a pesé sur les secteurs endettés : services aux collectivités, télécoms et immobilier. Depuis le début de l'année, la consommation cyclique accuse le repli le plus marqué (-18%), pénalisée par l'attentisme des ménages et l'intensité concurrentielle chinoise dans l'automobile. Côté valeurs, Evonik a profité de rumeurs d'accord avec BASF, tandis que Smiths Group et Kingfisher ont été salués pour leurs publications solides. À l'opposé, Ipsen et Novo Nordisk ont reculé faute de visibilité sur leurs relais de croissance à long terme, et Porsche a pâti d'arbitrages défavorables liés à des suppressions de postes. Enfin, l'Autriche termine en tête grâce à l'arbitrage judiciaire favorable à Raiffeisen, alors que le Danemark (Novo Nordisk) et la Norvège (Equinor, affecté par le gaz) ferment la marche.



Le Focus de la semaine : Transition énergétique européenne - le basculement vers le mur d'infrastructures

Face à l'impératif de modernisation des réseaux, **les entreprises européennes de production d'électricité opèrent une bascule majeure**. Dans son Plan d'action pour les réseaux électriques publié fin 2023, la Commission européenne évalue à 584 Mds€ les besoins d'investissement cumulés dans le transport et la distribution d'ici 2030, dont près de 400 Mds€ fléchés uniquement vers le réseau de distribution.

Pour répondre à ces besoins sans dégrader leur notation de crédit, les acteurs se tournent vers les actifs régulés. Leurs revenus, fixés par l'autorité publique, offrent une rentabilité protégée de la volatilité des cours de l'électricité. Ce rempart est d'autant plus crucial que le secteur fait face à un effet ciseau financier : financer des investissements records tout en refinançant à des taux d'intérêt nettement plus élevés la dette émise avant 2022. Pour contenir la pression sur leurs ratios bilanciaux, les opérateurs actionnent deux leviers majeurs : d'une part, les cessions de parts minoritaires dans des parcs matures, à l'image des partenariats conclus par Iberdrola ou Ørsted ; d'autre part, le recours direct au marché des actions, avec des augmentations de capital ciblées chez plusieurs gestionnaires de réseaux et développeurs européens soucieux de préserver leur notation (investment grade).

Ce virage tire les leçons de la fracture de 2023-2024. L'effondrement des prix de vente en milieu de journée avec l'injection massive de solaire et la hausse des taux d'intérêt avaient fragilisé les producteurs d'énergie renouvelable purs (Solaria, Voltalia). Les groupes diversifiés comme Engie, Enel ou Iberdrola ont pu démontrer la solidité de leur profil : ils amortissent les creux de marché grâce à leurs actifs de transport ou de distribution aux revenus régulés et à des contrats de vente directe sur 10 à 15 ans, les PPA (*Power Purchase Agreements*) signés entre 2023 et 2025, notamment avec les géants américains de la technologie (Amazon, Alphabet, par exemple), répondant aux besoins de centres de données particulièrement énergivores.

Face aux contraintes physiques sur le réseau, les régulateurs ajustent le tir : l'Espagne et la France (CRE/RTE) finalisent pour 2027 des marchés de capacité afin de rémunérer la disponibilité des centrales pilotables (gaz, barrages) lors des pointes hivernales, tandis qu'au Royaume-Uni, l'Ofgem impose désormais des cautions de 3 000 £ à 25 000 £/MW pour purger les files d'attente des projets spéculatifs de batteries.

Trois points de vigilance dominant désormais :

- **L'exécution industrielle et financière** : le rodage opérationnel de ces capacités, la discipline bilancielle face aux importantes dépenses d'investissement et les pénuries d'équipements clés (transformateurs et câbles haute tension livrés sous plus de trois ans).
- **Le cadre réglementaire** : le calibrage du rendement autorisé (Coût du Capital) dans les nouveaux tarifs¹, qui doit absorber le renchérissement de la dette tout en modérant la facture finale.
- **L'aléa politique et fiscal** : la tentation récurrente de taxes exceptionnelles (*windfall taxes*) pour combler les déficits nationaux, entretenant une prime de risque sur le secteur.

Véritable infrastructure critique pour l'industrie, le numérique et la souveraineté énergétique du continent, le réseau électrique conditionne désormais la faisabilité et le succès de l'ensemble de la transition : réduire la dépendance aux importations fossiles n'a de sens que si le continent peut interconnecter et équilibrer sa propre production. **Sur les marchés, l'arbitrage des investisseurs a profondément pivoté** : la prime historique accordée aux volumes verts marchands s'efface au profit de la visibilité des revenus régulés, un axe d'analyse clé que nous continuons de suivre activement dans nos Perspectives économiques et financières (PEF).

¹ Notamment l'application en France du TURPE 7 (Tarif d'utilisation des réseaux publics d'électricité, entré en vigueur au 1er août 2025 pour 4 ans), qui fixe les recettes allouées à RTE et Enedis tout en encourageant le stockage et la flexibilité.

Laurence Coldrey
Analyste financier et extra-financier Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	25/09/26	J-7	26/06/26	31/12/25	T-12 mois	J-7	26/06/26	31/12/25	sur 12 mois	
MSCI EMU	215,5	213,5	214,5	197,0	185,2	0,9	0,5	9,4	16,3	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 517,4	1 509,6	1 477,3	1 346,0	1 278,8	0,5	2,7	12,7	18,7	↑
MSCI EMU Small Cap	552,5	556,0	551,1	537,5	510,3	-0,6	0,2	2,8	8,3	↑
MSCI Europe	213,6	212,4	212,9	197,6	184,1	0,6	0,4	8,1	16,1	↑
France CAC 40	8 077,8	8 065,0	8 384,9	8 149,5	7 795,4	0,2	-3,7	-0,9	3,6	↑
Allemagne DAX 30	9 274,2	9 236,0	9 005,4	7 648,6	8 817,1	0,4	3,0	21,3	5,2	↑
Italie MIB	51 866,9	51 545,3	51 265,4	34 186,2	42 242,5	0,6	1,2	51,7	22,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 695,3	10 659,1	10 508,0	9 931,4	9 214,0	0,3	1,8	7,7	16,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	12 435,6	12 431,5	12 181,1	11 392,9	10 540,1	0,0	2,1	9,2	18,0	↑

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 la semaine en hausse malgré un environnement de taux toujours élevés, soutenus en parti par la baisse des cours du pétrole. La Corée du Sud et Taïwan bénéficiaient du rebond du secteur technologique et affichaient les meilleures performances de la région. À l'inverse, l'Indonésie et Hong Kong ont figuré au bas du classement. L'Indonésie, premier producteur mondial de nickel, a été contrainte de réduire sa production en raison d'une sécheresse provoquée par El Niño. Hong Kong, quant à lui, a été pénalisé par la forte baisse des valeurs internet et le manque d'avancée majeure après le sommet entre Trump et Xi. Parmi les éléments transverses, concernant la dynamique indienne, Toyota Gosei, fabricant de pièces automobiles affilié à Toyota Motor, se prépare à construire une nouvelle usine dans l'ouest de l'Inde pour accompagner le constructeur dans le pays. Dans la thématique de la sécurisation des chaînes d'approvisionnements et toujours dans le secteur automobile, Honda va construire une nouvelle usine de véhicules hybrides aux États-Unis pour près de 2,5 Mds\$. Enfin, dans la robotique, Le groupe Hyundai Motor a ouvert son centre d'entraînement pour le robot humanoïde Atlas de Boston Dynamics, dans le cadre des efforts déployés pour l'intégrer dans ses opérations de production mondiales.

Aux États-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en hausse, malgré les tensions sur le marché obligataire et les préoccupations inflationnistes. Les marchés étaient notamment soutenus par le repli des cours du pétrole, dans un contexte d'espoirs de désescalade au Moyen-Orient. La remise en service par l'Arabie saoudite de son oléoduc est-ouest, dix jours après sa fermeture, contribuait également à la baisse des cours du baril. Le succès du modèle IA Muse de Meta et la présentation de ses nouveaux produits lors de sa conférence « Meta Connect » soutenaient à la fois le secteur des services de communication mais aussi des semi-conducteurs. Les avancées de Muse alimentaient en parallèle les inquiétudes autour d'Alphabet, notamment sur ses activités de recherche. Les valeurs bancaires américaines et certaines sociétés de l'internet étaient aussi pénalisées par les inquiétudes autour de l'impact du modèle IA de Meta sur leurs activités. La capacité des agents IA à comparer les offres, automatiser les transactions et faciliter le changement de prestataire pourrait faire peser un risque sur leurs politiques tarifaires, leurs modèles de commission et l'accès direct aux clients. Dans la technologie, OpenAI et Accenture annonçaient un partenariat autour de la sécurité liée au déploiement de l'IA. En parallèle, les responsables d'OpenAI et d'Anthropic, appelaient, lors de leurs interventions à l'ONU, à davantage de coopération et à la mise en place de standards communs afin d'encadrer les systèmes d'IA. Microsoft rebondissait après avoir dévoilé de nouvelles fonctionnalités de Copilot. Les valeurs liées au quantique progressaient également, soutenues par une nouvelle avancée dans la correction des erreurs quantiques chez IonQ. Les valeurs de cybersécurité bénéficiaient par ailleurs de nouveaux incidents de sécurité, après qu'un agent d'OpenAI serait parvenu à pénétrer un site gouvernemental australien. Dans les matériaux, les sociétés exposées au Groenland étaient soutenues par l'accord conclu entre les États-Unis et le Danemark. Sur les problématiques de financement de l'IA, Oracle aurait invoqué une clause de force majeure à Stack Infrastructure, filiale de Blue Owl, en charge du déploiement d'un site de centre de données au Nouveau Mexique, en raison du risque de retard, lié en partie à des difficultés d'approvisionnement en électricité. Cela permettrait à Oracle de reporter les paiements d'un projet prévu pour 2028 et destiné à fournir de la puissance de calcul à OpenAI.

Le Focus de la semaine : Cryptoactifs, la poursuite de l'ambition financière numérique américaine

Depuis son retour à la Maison-Blanche, Donald Trump a fait des cryptoactifs un axe stratégique de sa politique économique, avec l'ambition affichée de faire des États-Unis la première puissance mondiale du secteur. L'enjeu dépasse désormais le Bitcoin et la seule dynamique spéculative : **il s'agit d'intégrer progressivement les actifs numériques au système financier traditionnel.**

Au cœur de cette stratégie, **les stablecoins constituent une première brique.** Adossés au dollar et à des actifs liquides, ils peuvent prolonger l'usage de la devise dans les paiements et les règlements sur blockchain. Leur développement pourrait également soutenir la demande pour la dette américaine, les réserves des émetteurs étant principalement investies en actifs sûrs, notamment en *T-Bills*. Avec près de 1000 Mds\$ d'émissions supplémentaires* attendues sur douze mois, les *stablecoins* pourraient ainsi devenir une nouvelle source de demande, sous réserve d'une adoption plus large.

Cette ambition se heurte toutefois aux divisions politiques. Si le *GENIUS Act*, signé en juillet 2025, a posé un premier cadre pour les stablecoins, le *CLARITY Act*, qui devait clarifier la régulation du secteur entre la SEC et la CFTC, n'a pas obtenu les 60 voix nécessaires au Sénat le 15 septembre. Les désaccords portaient notamment sur les conflits d'intérêts liés aux activités crypto du Président, les inquiétudes du secteur bancaire face à la concurrence potentielle des stablecoins pour les dépôts, ainsi que les protections accordées aux développeurs et aux acteurs non dépositaires.

Si le cadre législatif reste en construction, les régulateurs poursuivent l'intégration des actifs numériques à la finance traditionnelle. Le 17 septembre, la SEC a ainsi introduit une exemption temporaire de cinq ans permettant, sous certaines conditions, la négociation d'actions américaines tokenisées sur blockchain.

L'enjeu est désormais autant technologique que monétaire : faire des cryptoactifs et de la blockchain les briques d'une nouvelle infrastructure financière, tout en réussissant à prolonger le rôle central du dollar dans l'économie numérique mondiale.

*Financial Times, le 20/09/2026

Valentine Druais
Gérante Actions Internationales



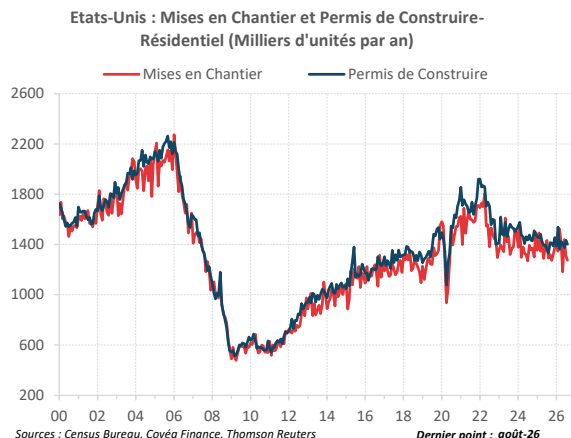
Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	25/09/26	J-7	26/06/2026	31/12/25	T-12 mois	J-7	26/06/26	31/12/25	T-12 mois	J-7	26/06/26	31/12/25	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	7 743	7 651	7 354	6 846	6 605	1,2	5,3	13,1	17,2	1,8	5,2	16,5	20,1
Etats-Unis - Dow Jones	51 829	51 683	51 876	48 063	45 947	0,3	-0,1	7,8	12,8	0,8	-0,1	11,1	15,5
Etats-Unis - Nasdaq	27 069	26 523	25 298	23 242	22 385	2,1	7,0	16,5	20,9	2,6	6,9	20,0	23,8
Japon Nikkei 300	863	858	825	726	679	0,6	4,6	18,8	27,1	1,3	7,6	22,1	23,9
Corée du Sud KOSPI	7 081	6 894	8 411	4 214	3 471	2,7	-15,8	68,0	104,0	5,0	-5,0	83,4	115,3
Chine - Shanghai	3 888	3 912	4 027	3 969	3 853	-0,6	-3,4	-2,0	0,9	-0,3	-2,2	5,1	9,7
Hong Kong Hang Seng	24 510	24 751	22 672	25 631	26 485	-1,0	8,1	-4,4	-7,5	-0,4	8,0	-2,3	-6,0
Marchés Emergents - MSCI	107 508	106 381	108 387	87 315	82 851	1,1	-0,8	23,1	29,8	1,6	-0,9	26,8	32,9

Sources: Facset, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'activité reste solide en septembre, tout comme la dynamique des prix »



progressé de 2,2 points pour s'établir à 58,7 en septembre, atteignant ainsi son plus haut niveau depuis mars 2022. La composition sous-jacente s'est révélée solide, les composantes nouvelles commandes et emploi enregistrant des progrès. La composante prix des intrants a progressé pour atteindre son plus haut niveau depuis novembre 2022. Dans l'immobilier, le **taux moyen des prêts immobiliers à taux fixe sur 30 ans a atteint 7,12 % la semaine dernière**, son plus haut niveau depuis plus de deux ans. Cette tendance se traduit par des données d'activité toujours déprimées dans la construction résidentielle, avec un nouveau repli des mises en chantier en août.

La semaine a été marquée par la visite du président Xi Jinping aux États-Unis. La rencontre n'a pas permis de faire avancer de façon significative les points de contentieux entre les deux pays. Les États-Unis et la Chine vont toutefois **prolonger leur trêve commerciale bilatérale jusqu'au 10 janvier**, évitant ainsi la hausse des droits de douane qui devait entrer en vigueur le 10 novembre. Par ailleurs, les deux pays ont convenu d'une **réduction réciproque des droits de douane d'un montant de 30 Mds\$**. Cette diminution touchera des produits non sensibles, notamment les exportations agricoles et médicales américaines, ainsi que les petits appareils électroménagers et les jouets chinois.

Face à la hausse des prix des carburants aux États-Unis, **le président Donald Trump a déclaré envisager d'interdire les exportations de diesel**. Les entreprises du secteur pétrolier et gazier ont averti qu'une telle mesure risquerait de déstabiliser les activités des raffineries et aggraverait une crise mondiale du raffinage qui exerce déjà une pression à la hausse sur les prix américains. Le ministre de l'Énergie, Chris Wright, a déclaré par la suite que l'administration n'interdirait pas purement et simplement les exportations de diesel, mais qu'elle mettrait plutôt en place des restrictions, sans donner plus d'explications. Une telle mesure s'ajouterait aux perturbations de l'approvisionnement du reste du monde, et notamment de l'Europe.

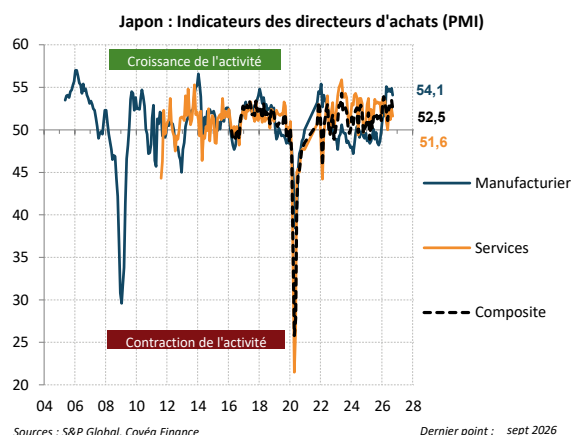
Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Économique



Asie

« Japon : ralentissement de l'activité sur fond de tensions inflationnistes persistantes »



Le PMI composite d'activité du Japon a reculé d'un point en septembre. A 52,5, il reste en zone de croissance, mais il indique un ralentissement, mouvement qui concerne les activités de services comme la production manufacturière. La demande est moins dynamique, mais elle progresse encore, grâce à une demande étrangère en forte hausse. Les indicateurs de prix montrent que les tensions inflationnistes persistent, mais qu'elles ne s'amplifient pas. En revanche, les délais de livraison continuent à s'allonger et les commentaires indiquent même des pénuries. La crainte de leur multiplication entraîne une augmentation des achats d'intrants des entreprises, notamment manufacturières, et de leurs stocks.

En Inde, où l'activité a accéléré en septembre, les tensions inflationnistes sont signalées en baisse significative.

Le gouvernement sud-coréen a confirmé le lancement d'un premier projet d'investissement aux États-Unis dans le cadre de l'accord à 350 Mds\$ conclu avec la Maison blanche. Il s'agira d'une centrale électrique à gaz au Texas. Le gouvernement coréen réfléchit aussi à des projets impliquant des technologies nucléaires sud-coréennes ainsi qu'à prendre une participation dans Westinghouse (firme américaine de technologies nucléaires).

Jean-Louis Mourier

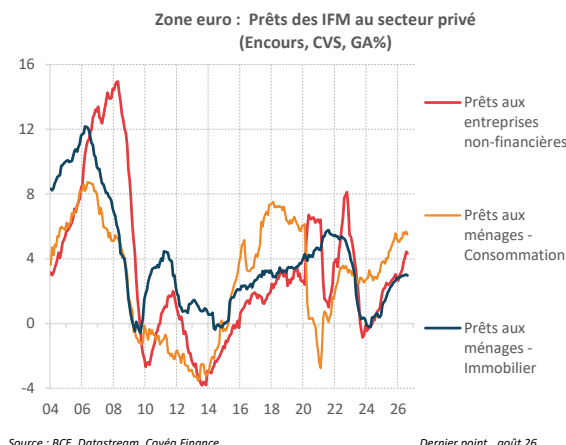
Économiste



Suivi Macroéconomique

Europe

« Confirmation de la résilience de l'activité en zone euro »



La distribution de crédit des banques aux agents non-financiers privés est restée dynamique en août, malgré un léger tassement de la croissance des prêts aux entreprises non-financières (4,2% sur un an (GA), contre 4,4% en juillet). Les concours aux ménages restent aussi en forte croissance, la progression sur un an des crédits immobiliers restant stable à 3,0% depuis quatre mois, malgré la tendance à la hausse des taux d'intérêt.

Le PMI composite d'activité de la zone euro a augmenté de plus d'un point en septembre, à 53,1 (52,0 en août) soit un plus haut de trois ans et demi. Sa progression reflète une **accélération de l'activité dans les services mais aussi de la production manufacturière**. Ce regain de dynamisme reste tiré par la demande, notamment étrangère, en particulier dans l'industrie. Situation dans le Golfe arabo-persique oblige, **les délais de livraisons continuent à s'allonger et les tensions inflationnistes se sont intensifiées ces dernières semaines** avec le rebond des cours du pétrole. L'indicateur des prix facturés augmente parallèlement à celui des prix payés, indiquant que les effets indirects du choc sur les cours des matières premières se diffusent. Si l'Ifo confirme la poursuite de l'amélioration de la conjoncture en Allemagne, ce n'est pas le

cas des enquêtes de l'INSEE en France, son indice de climat des affaires perdant 2 points en septembre à partir d'un niveau déjà bas.

Dans un contexte d'érosion du cadre de libre-échange multilatéral, **l'Union européenne continue à négocier des accords bilatéraux. Un nouvel accord est ainsi en voie de conclusion, avec les Philippines**. Selon Maros Sefcovic, commissaire européen au commerce, les paramètres principaux de l'accord ont été arrêtés. Il faut maintenant les décliner, ce qui devrait être fait dans les prochains mois. Il s'agit de renforcer les liens commerciaux et de favoriser les investissements entre les deux zones.

La Banque centrale européenne a annoncé qu'Isabel Schnabel a décidé de démissionner quelques mois avant la fin de son mandat de membre du conseil exécutif et du conseil des gouverneurs de l'institution. Elle quittera ses fonctions le 3 janvier 2027, alors que son mandat courait jusqu'au mois de décembre. **Son départ prématuré relance les discussions entre les États-membres de la zone euro sur la future constitution du directoire de la BCE. Les mandats de Philippe Lane, chef économiste, et de Christine Lagarde se terminent également en 2027**, respectivement en mai et en octobre. De plus, la possibilité d'un départ anticipé de la présidente de l'institution revient régulièrement, au point que le personnel de la BCE lui a officiellement demandé des éclaircissements. Quelle que soit la date de départ de Christine Lagarde, deux candidats semblent favoris pour la remplacer : Klaas Knot, ancien gouverneur de la banque centrale des Pays-Bas, et Pablo Hernandez de Cos, ancien gouverneur de la Banque d'Espagne. D'après la presse, la France et l'Allemagne souhaiteraient toutes deux que le poste de chef économiste revienne à l'un de leurs ressortissants. L'agitation autour de la recomposition du directoire de la banque centrale ne devrait pas l'empêcher de mener à bien ses missions ces prochains mois.

Ce dimanche se tenaient les élections sénatoriales en France. Celles-ci ont confirmé la montée en puissance des extrêmes : pour la première fois, avec l'apport de ses alliés de l'Union des droites pour la République, le RN (14 élus) va pouvoir constituer un groupe parlementaire à la chambre haute du Parlement et la France insoumise fait son entrée au Sénat (2 élus). LR et leurs alliés conservent la majorité et les soutiens d'Emmanuel Macron devraient conserver un groupe.

Au Royaume-Uni, l'activité économique décélère en septembre. L'indice PMI composite est en baisse pour le mois de septembre à 51,7, son plus bas niveau depuis trois mois. Cette décélération de l'activité s'observe tant du côté des services que dans la sous-composante production du PMI manufacturier. En parallèle, les prix des intrants poursuivent leur accélération, les entreprises britanniques citant la hausse des prix de l'énergie comme principal facteur. Cette hausse des prix des intrants s'est répercutée sur les prix de vente, selon l'enquête PMI, ce qui laisse présager une hausse de l'inflation britannique dans les mois à venir. Il convient de noter que la hausse est notamment visible dans les prix des services, ce qui peut suggérer un début de matérialisation des effets de second tour. Cet élément devra encore être confirmé dans les prochaines données de salaires et de l'indice des prix à la consommation.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Économiste



Suivi Macroéconomique

Focus : l'OCDE entre optimisme et risques

Partant du constat que l'économie mondiale a mieux résisté qu'elle ne l'anticipait aux perturbations provoquées par la crise au Moyen-Orient et à la forte hausse des taux d'intérêt, **l'OCDE a révisé en légère hausse sa prévision de croissance globale pour cette année.** Le PIB mondial devrait ainsi progresser de 2,9% en 2026, contre 2,8% attendu en juin dernier. La prévision pour 2027 est, en revanche, revue à la baisse de 0,1 point, à 3,0%.

La « bonne surprise » est expliquée par **1)** le haut niveau des stocks préexistants de pétrole, et leur utilisation, **2)** le recours plus important à l'offre hors Golfe arabo-persique et **3)** les mesures d'amortissement prises par de nombreux pays. Ces trois facteurs ont permis de limiter les conséquences négatives de ce nouveau choc pétrolier sur l'activité économique. L'organisme cite aussi le dynamisme persistant des investissements liés au développement de l'intelligence artificielle, qui soutient globalement l'activité ainsi que les échanges internationaux.

Les prévisions des grands pays développés sont révisées à la hausse, sauf pour le Canada (notamment en raison des nouvelles mesures douanières des Etats-Unis) **et la France** (seule économie européenne à avoir publié des résultats décevants au premier semestre). Dans un contexte de risque politique encore illustré par le résultat des élections sénatoriales tenues le 27 septembre, **la particularité de l'économie française se traduit par une hausse des rendements obligataires plus importante que pour les autres pays européens.** L'écart de taux à 10 ans avec l'Allemagne a ainsi dépassé les 110 points de base, du jamais vu depuis que l'existence de la zone euro était remise en cause, lors de la crise des dettes souveraines en 2011-2012.

Les révisions apportées par l'OCDE viennent corriger leur scénario publié au printemps qui s'est avéré trop pessimiste. La révision à la baisse de la prévision de croissance mondiale pour 2027 montre **qu'il n'est pas envisagé qu'une dynamique plus favorable se mette en place.**

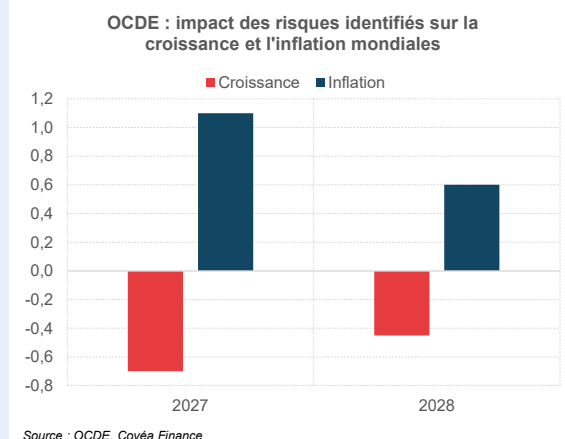
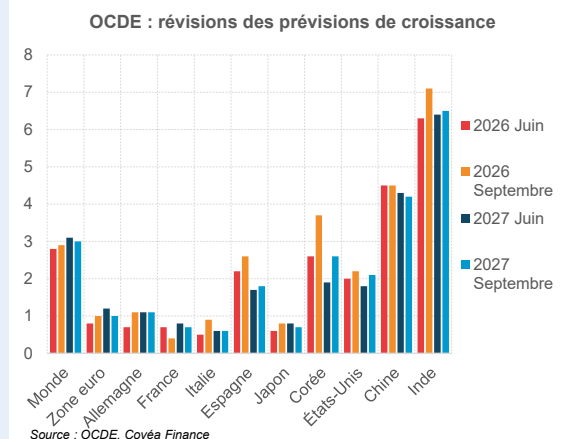
Comme nous le décrivons dans nos Perspectives économiques et financières, l'inflation devrait se maintenir à un niveau élevé : dans l'ensemble du G20, elle atteindrait 4,1% fin 2026 et 3,6% fin 2027, selon l'OCDE. Cela contraint les politiques des banques centrales, qui cherchent à s'assurer du maintien de l'ancrage des anticipations d'inflation, pour éviter les effets de second tour.

Plusieurs facteurs de risques pèsent sur le scénario de l'OCDE.

- 1) Le conflit dans le Golfe pourrait s'avérer plus durable qu'envisagé. Il en résulterait des perturbations plus persistantes que prévu des livraisons en provenance de la région. Cela concerne directement les produits pétroliers et le gaz naturel, mais aussi de nombreux produits issus de la pétrochimie, dont les engrais ou les intrants nécessaires à la fabrication de nombreux emballages.
- 2) La possibilité de phénomènes météorologiques susceptibles de provoquer des chocs d'offre, notamment sur les produits agricoles. Le document cite la probabilité que l'épisode d'El Niño en cours de développement soit très intense, ce qui engendrerait des sécheresses ou des manques d'eau dans une grande partie de l'Asie. Ce phénomène s'ajouterait aux difficultés d'approvisionnement en engrais provoquées par la situation dans le Golfe arabo-persique pour peser sur les rendements agricoles et, par conséquent, sur la disponibilité et les prix de certains produits. Un épisode très intense d'El Niño pourrait également provoquer une hausse des températures hivernales dans l'hémisphère nord, et plus particulièrement en Europe, un soutien conjoncturel opportun dans un contexte où les stocks européens de gaz naturel sont très bas.
- 3) Une poursuite éventuelle de la hausse des taux d'intérêt à long terme pèserait sur l'activité via son impact négatif sur l'investissement et pourrait engendrer une correction des marchés actions.

L'organisation ne chiffre pas explicitement les conséquences de chacun des risques cités. Mais elle indique que, pris ensemble, ils pourraient réduire la croissance du PIB mondial de 0,7 point et augmenter l'inflation globale de 1,1 point en 2027 avec des conséquences négatives qui se prolongeraient l'année suivante.

La réalisation des risques identifiés par l'OCDE provoquerait une dégradation supplémentaire des conditions de financement, via une hausse simultanée des taux d'intérêt à court et à long termes et une orientation négative des marchés actions. Dans un deuxième temps, le risque de récession devrait peser sur les perspectives d'inflation et, à terme, sur l'orientation des politiques monétaires.



Jean-Louis Mourier
Économiste



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.