

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs
Gestion — Recherche

21 septembre 2026

4,5 pour cent, le film

Au cours de la semaine, le taux de l'obligation assimilable du Trésor (OAT) à 10 ans français a, pour la première fois depuis l'automne 2008, dépassé le seuil des 4,5 %. Cette hausse du coût de l'endettement à long terme français s'inscrit dans la tendance de fond du renchérissement des dettes souveraines au niveau mondial, mais revêt également un caractère spécifique, reflet de l'évolution de l'évaluation du risque France par les investisseurs.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

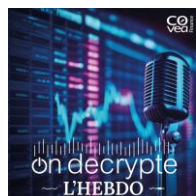
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

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](#)



Sur les 12 derniers mois, la hausse des taux a été généralisée et multifactorielle au niveau mondial. Le nouveau conflit au Moyen-Orient qui s'est ouvert fin février, en stimulant l'inflation par l'intermédiaire des tensions sur les prix de l'énergie et de certaines matières premières, a conduit à un durcissement des politiques monétaires des banques centrales. Dans un environnement où les stocks de dette des États sont historiquement élevés, les charges d'intérêt progressent rapidement avec la hausse des taux et fragilisent les équilibres budgétaires. Les besoins de financement massifs d'acteurs privés, en particulier les *hyperscalers* afin de financer leurs investissements dans l'intelligence artificielle, viennent concurrencer les besoins des États, affectant l'équilibre entre l'offre et la demande de titres souverains. Ainsi, les taux 10 ans aux États-Unis, au Royaume-Uni, mais également en Allemagne, ont retrouvé sur la semaine des niveaux inconnus depuis la période prévalant la crise financière de 2008. Cette hausse généralisée des taux souverains et la revalorisation du risque des États confrontent aujourd'hui le politique au financier.

Dans ce contexte, la hausse des taux français revêt un caractère particulier. La dette française à 10 ans s'est régulièrement caractérisée en 2026 comme la moins chère des principaux grands émetteurs de dette publique des pays de la zone euro, devant l'Italie, l'Espagne ou encore le Portugal. Sur les 12 derniers mois, le taux 10 ans français a progressé de près de 100 points de base, soit le mouvement de hausse sur un an le plus important observé depuis 2006, si l'on omet la période post-Covid. La France paie ici le prix de plusieurs facteurs : son instabilité politique depuis la dissolution de juin 2024, son manque de sérieux budgétaire affiché sur les 3 dernières années relativement à ses partenaires européens, et son manque de crédibilité historique à piloter durablement une correction de son déficit public. Le récent débat sur l'annulation d'une partie de sa dette détenue par la Banque centrale, lancé par un des candidats à la prochaine élection présidentielle, n'est pas un facteur contribuant à atténuer les craintes des investisseurs, en particulier internationaux.

La réévaluation du risque français ne génère pas, à ce stade, de revalorisation du risque sur l'Eurosystème, comme le montre la stabilité de la dispersion des écarts de taux 10 ans des pays membres contre la référence allemande. Dans ce contexte, la Banque centrale européenne n'a pas de raisons d'agir sur les prix de marché qui traduisent une demande légitime des investisseurs d'un rendement plus élevé dans un environnement plus risqué. Un durcissement des conditions de financement qui vient rappeler dans la douleur aux États que la longue période d'argent facile, pendant laquelle l'incitation au sérieux budgétaire était inexistante, est bel et bien terminée. Dans la gestion des comptes publics comme dans celle des comptes des autres agents, la pression du prix est souvent la seule ayant un impact suffisant pour générer un changement structurel de comportement. Le film de l'histoire de la dette continue donc de s'écrire avec ce nouvel épisode de tensions, avec une question en guise d'épilogue : qui aura le dernier mot, le politique ou le financier ?

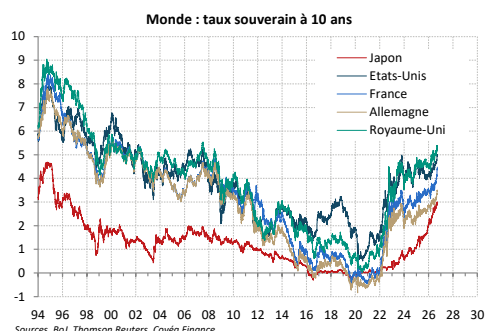
Frédéric Kleiss

Responsable du pôle Recherche Macroéconomique et
Communication Front Office



Focus de la semaine

«...la longue période d'argent facile est bel et bien terminée »



Nos clefs de lecture	Niveaux		Variations (en %)	
	18/09/26	26/06/26	T-12 mois	26/06/26 sur 12 mois
Marché des changes				
€ / \$	1,149	1,138	1,179	0,9 ↑ -2,6 ↓
€ / £	0,857	0,863	0,870	-0,6 ↓ -1,4 ↓
€ / Yen	180,23	184,14	174,44	-2,1 ↓ 3,3 ↑
Matières premières et Transport et marchandises				
Pétrole (Brent, \$ par baril)	104	72	67	44,3 ↑ 54,0 ↑
Indice BCOM Excl. l'énergie*	150	138	123	8,2 ↑ 21,5 ↑
Prix de l'once d'Or	4 391	4 079	3 649	7,6 ↑ 20,3 ↑
Prix de la tonne de cuivre	14 522	13 358	9 940	8,7 ↑ 46,1 ↑
Indice Baltic Dry**	3 370	2 524	2 205	33,5 ↑ 52,8 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	3688	3240	1198	13,8 ↑ 207,8 ↑

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 :

Sur les marchés obligataires, la semaine est marquée par un aplatissement généralisé des courbes de taux de l'ensemble des pays. Le mouvement s'effectue par la remontée des taux à 2 ans en lien avec les craintes sur l'inflation et les décisions de hausse de taux directeur prises par la Banque du Japon et la Réserve fédérale. Dans ce contexte, les taux à 10 ans sont stables au Japon (à 3,0 %), en hausse de 3 points de base (pb) aux États-Unis (à 5 %) et de 2 pb en Allemagne (à 3,52 %). La dynamique est différente sur le taux à 10 ans anglais puisque les données d'inflation constatées cette semaine ne montrent pas de signe de propagation.

Enfin, le taux de référence à 10 ans français est en hausse de 11 pb à 4,57 %. Cela porte l'écart OAT-Bund au-dessus du seuil de 100 pb, à 105 pb. Une part du mouvement, 60 %, résulte du changement de benchmark utilisé dans le calcul. Les 40% restants s'expliquent par les inquiétudes croissantes sur la trajectoire budgétaire française, une dynamique observée depuis mi-juin.

Sur le marché du crédit, les primes de risque sont stables sur la catégorie Investissement à 84 pb (soit un taux de 4,43 %) et se resserrent de 1 pb à 287 pb sur le haut rendement (soit un taux de 6,80 %). Le marché primaire reste très dynamique, avec 20,9 Md€ d'émissions (dont 300 M€ de Hella à 5 ans à 5,25 % et une triple tranche VW pour 2,5 Md€).

Le Focus de la semaine : Le marché du crédit euro de catégorie haut rendement

Le marché des obligations d'entreprises de la zone euro de catégorie haut rendement réalise, depuis le début de l'année, une performance de 1,8 % à fin août. Représenté par l'Iboxx Euro High Yield, ce marché offre, à cette date, un taux de rendement de 6,0 % pour une maturité moyenne de 3,9 ans. **Cette bonne orientation du marché s'appuie sur la solidité des fondamentaux des entreprises et par une bonne demande des investisseurs pour cette classe d'actifs.**

Sur la période, le taux souverain français de maturité équivalente s'est écarté de 71 pb à 3,4 % et réalise une performance de - 0,6 %. Ce mouvement s'explique par le retour de tension inflationniste, en lien avec le conflit au Moyen-Orient et son impact sur les prix de l'énergie, et par des tensions budgétaires et politiques. Cela se traduit par un durcissement des politiques monétaires et une envolée des taux long. Les primes de risque sont, elles, en léger resserrement (-3 pb) à 301 pb. Cette modeste évolution sur la période masque un écartement soudain des primes de risque intervenu à la suite du début en février du conflit au Moyen-Orient, avec un point haut fin mars à 355 pb (soit un taux de 6,4 %). Par la suite, malgré la poursuite du conflit, un retour à la normale est opéré à la faveur d'une certaine résistance des économies et une adaptation rapide des entreprises à l'évolution des prix du pétrole. Avec une relative stabilité des primes de risque, la performance du marché du crédit Euro de catégorie haut rendement s'effectue par le portage qui permet de compenser la remontée des taux.

Dans ce contexte, le marché primaire reste dynamique, avec 105 Md€ émis. La cuvée 2026 est relativement similaire aux deux exercices précédents. Il en va de même du montant des émissions net des remboursements, à +25 Md€. **Dans un contexte d'offre importante, les investisseurs se montrent vigilants et exigeants.** Ainsi, le marché primaire a connu la semaine dernière son premier revers de l'exercice 2026. La foncière allemande Net Zero Properties a dû reporter son émission obligataire inaugurale faute d'un intérêt suffisant de la part des investisseurs après avoir réduit la taille de l'opération et proposé un rendement en haut de la fourchette initiale.

Les investisseurs sont également vigilants sur l'évolution des profils crédits des entreprises, en identifiant et cantonnant les profils en difficulté. Le cas AirBaltic en est le parfait exemple. Bien que détenue à 90% par l'État letton, la société avait engagé une stratégie de croissance agressive malgré des facteurs de risque bien identifiés : une structure de capital fragile (fonds propres négatifs et besoins de refinancement réguliers), une rentabilité erratique (pertes annuelles sur quatre des cinq derniers exercices), un levier important et des besoins croissants de capital. En déposant le bilan sous « Chapter 11 » aux États-Unis en début de semaine dernière, cet événement n'a pas eu de répercussions sur les autres compagnies aériennes. **Dans cet environnement incertain, il convient de rester attentif sur la qualité de crédit des émetteurs.**

Nicolas Vienne
Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)					Pente* (en pb)	
	18/09/26	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	3,75	3,75	3,75	4,25	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	↑	
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,50	2,50	2,25	2,00	2,00	0,00	→	0,25	↑	0,50	↑	
Banque d'Angleterre	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	0,00	→	0,00	→	-0,25	↓	
Banque du Japon	1,00	1,00	1,00	0,75	0,50	0,00	→	0,25	↑	0,50	↑	
Taux 10 ans												
Etats-Unis	5,00	4,97	4,37	4,17	4,10	3	↑	63	↑	83	↑	25
Allemagne	3,52	3,50	2,85	2,86	2,73	2	↑	67	↑	66	↑	24
France	4,57	4,45	3,64	3,56	3,54	11	↑	93	↑	100	↑	102
Italie	4,43	4,35	3,59	3,55	3,47	8	↑	85	↑	88	↑	92
Royaume-Uni	5,30	5,34	4,73	4,48	4,68	-5	↓	56	↑	82	↑	46
Japon	2,99	2,99	2,62	2,07	1,60	0	↑	37	↑	92	↑	113
Crédit												
Indice Itraxx Main	54,6	53,0	51,8	50,7	50,1	1,5	↑	2,7	↑	3,9	↑	4,5
Indice Itraxx Crossover	260,2	257,7	247,3	244,2	247,7	2,5	↑	12,9	↑	15,9	↑	12,5

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

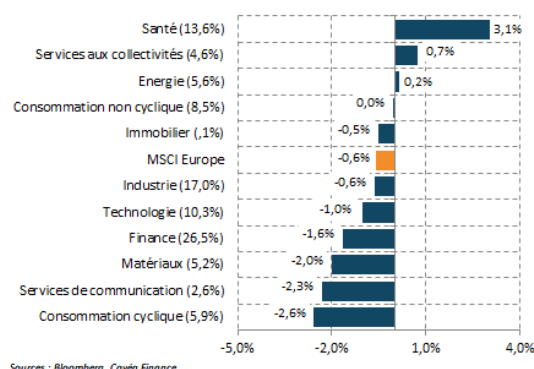
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'indice MSCI Europe (dividendes non réinvestis) affiche une baisse de 0,6 % sur la semaine, ce qui réduit sa progression à 7,6 % depuis le début de l'année. L'indice a perdu 4 % depuis ses points hauts du mois dernier. La volatilité (VSTOXX) a légèrement rebondi, tout en restant sur des niveaux bas à 18, et le pétrole (référence Brent) est inchangé sur la semaine à 105 \$ le baril, ceci dans un contexte d'importantes tensions au Moyen-Orient. On assiste à une bonne tenue de l'or à 4 350 \$ l'once, soit un niveau stable depuis le début de l'année, malgré la remontée de plusieurs taux directeurs. La semaine a été marquée par plusieurs annonces ou discussions M&A : Capgemini (filiale CGS), Infineon (composants mémoires pour l'automobile), Euronext (Deutsche Börse), Puig (Isdin). Dans un contexte d'aversion au risque, les secteurs les moins sensibles au cycle économique ont affiché la meilleure performance : la santé a progressé de 3%, bien aidée par un titre comme AstraZeneca qui a gagné environ 6 % sur la semaine. Malgré une déception clinique sur le cancer du sein, le groupe a profité de données favorables sur le cancer du poumon précoce. À l'inverse, la consommation cyclique a été pénalisée par le luxe et l'automobile : Stellantis inquiète sur plusieurs sujets opérationnels, et Volkswagen abaisse ses prévisions en raison de Porsche, d'importantes provisions pour suppressions d'emplois et de la faiblesse persistante du marché chinois. Depuis le début de l'année, notons la sous-performance de plus de 200 pb des petites capitalisations ainsi que celle de la France et de l'Allemagne, qui restent proches de l'équilibre et accusent un important retard sur l'indice MSCI Europe.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 11/09/2026 au 18/09/2026 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Retrait progressif des équipementiers télécoms européens en Chine

La question de la souveraineté, en particulier s'agissant du déploiement des technologies cruciales, est au cœur de nos Perspectives Économiques et Financières. La situation du marché chinois pour les équipementiers télécoms européens est à ce titre éloquent. Entre 2018 et 2025, le marché chinois s'est fermé de manière drastique : les revenus cumulés de Nokia et Ericsson dans le pays se sont réduits de plus de moitié. Autrefois dominants, les fournisseurs occidentaux ne représentent plus qu'une part de marché tombée sous les 5 %. Cette éviction massive profite aux champions nationaux comme Huawei et ZTE, vers lesquels les opérateurs étatiques chinois orientent désormais l'essentiel de leurs commandes.

Cette évolution résulte d'abord d'une préférence nationale devenue structurelle : les opérateurs chinois, notamment publics, privilégient les fournisseurs domestiques, soutenus par des économies d'échelle, des politiques industrielles et un environnement de prix très agressif. Pour les équipementiers européens, cette pression réduit fortement les volumes et les marges, tandis que la maturité du déploiement 5G chinois limite les perspectives de croissance. Le phénomène est renforcé par une escalade géopolitique et réglementaire. Côté européen, la « Boîte à outils 5G » de 2020, d'abord appliquée de façon disparate entre des pays stricts comme la France ou la Suède et d'autres plus dépendants comme l'Allemagne, a évolué vers un cadre légal contraignant. La Commission européenne impose désormais un calendrier d'élimination progressive des « fournisseurs à haut risque » et coupe les financements budgétaires européens pour leurs projets. En rétorsion, Pékin a durci sa politique de souveraineté technologique via des examens de sécurité opaques, le verrouillage des marchés publics et un cadre législatif strict sur la gestion des données.

Nokia et Ericsson abordent cette mise en retrait du marché chinois avec des modalités propres. Nokia a accéléré la rationalisation de sa présence locale : après avoir racheté la totalité des parts de sa filiale pour retrouver une pleine liberté stratégique, le groupe a intégré ses activités chinoises à son organisation mondiale, mettant fin à l'autonomie des entités locales. Cette réorganisation s'est traduite par la fermeture de son centre de recherche et développement à Hangzhou, impactant près de 1 600 postes, et par des projets de fermeture de plusieurs autres sites. Ericsson suit une logique similaire de recalibrage mais plus graduelle : le groupe a nettement réduit ses effectifs en Chine et réalloue progressivement ses ressources vers des marchés plus porteurs, en particulier l'Amérique du Nord et l'Inde. Notons que ce découplage s'étend à d'autres secteurs industriels comme l'automobile. On peut citer par exemple Stellantis qui a mis fin à sa co-entreprise Jeep/GAC pour passer à un modèle basé sur des importations et des participations financières. Face à une Chine qui se ferme et sanctuarise son marché intérieur, **ces retraits illustrent un changement de paradigme en termes de libre-échange, en ligne avec les travaux réalisés dans le cadre de nos Perspectives Économiques et Financières.**

François-Xavier de Gourcy

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	18/09/26	J-7	26/06/26	31/12/25	T-12 mois	J-7	26/06/26	31/12/25	sur 12 mois	
MSCI EMU	213,5	216,0	214,5	197,0	185,8	-1,2	↓	-0,5	↓	14,9
MSCI EMU Mid Cap	1 509,6	1 515,7	1 477,3	1 346,0	1 282,8	-0,4	↓	2,2	↑	17,7
MSCI EMU Small Cap	556,0	569,5	551,1	537,5	519,9	-2,4	↓	0,9	↑	6,9
MSCI Europe	212,4	213,6	212,9	197,6	185,6	-0,6	↓	-0,2	↓	14,4
France CAC 40	8 065,0	8 179,8	8 384,9	8 149,5	7 854,6	-1,4	↓	-3,8	↓	2,7
Allemagne DAX 30	9 236,0	9 332,6	9 005,4	7 648,6	8 869,5	-1,0	↓	2,6	↑	4,1
Italie MIB	51 545,3	52 512,0	51 265,4	34 186,2	42 307,8	-1,8	↓	0,5	↑	21,8
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	10 659,1	10 650,4	10 508,0	9 931,4	9 228,1	0,1	↑	1,4	↑	15,5
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	12 431,5	12 421,5	12 181,1	11 392,9	10 611,0	0,1	↑	2,1	↑	17,2

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés ont poursuivi leur baisse pour une deuxième semaine consécutive, après les décisions de la Réserve Fédérale et de la Banque du Japon de relever leurs taux de 25 pbs afin de contenir les pressions inflationnistes. En fin de semaine, un léger apaisement sur les taux longs a soutenu les marchés à forte composante technologique, comme le Japon, la Chine ou encore Taïwan. A l'inverse, l'Asie du Sud-Est affiche les moins bonnes performances de la région. Parmi les éléments transverses, le Japon et les États-Unis sont en pourparlers pour construire une usine de semi-conducteurs aux États-Unis, dans le cadre des 550 Md\$ d'investissements prévus par leur accord commercial. Cette annonce s'inscrit dans un contexte plus large, avec notamment les discussions récentes entre SK Hynix et Intel pour produire des puces mémoires sur le site d'Ohio, ainsi que le projet d'une filiale de SK Hynix de construire une autre usine pour mémoire NAND. Dans la thématique de la robotique, Toyota et ses filiales prévoient d'investir 6,4 Md\$ par an dans la rénovation et la reconstruction de leurs usines à travers le monde. Concernant le financement de la sphère IA, Tokyo Electron, équipementier semi-conducteurs, a lancé un programme de certificats de dépôt américains (ADR) sponsorisés, afin de faciliter l'accès aux investisseurs étrangers tandis que Kioxia, champion mondial des puces mémoires, envisagerait de lever au moins 10 Md\$ via ADR aux États-Unis.

Aux États-Unis, les marchés actions ont terminé la semaine en légère baisse, dans un environnement marqué par les craintes concernant les risques liés au développement des modèles d'IA les plus avancés, la remontée des taux et la forte volatilité des prix du pétrole sur fond d'escalade des tensions au Moyen-Orient. Dans ce contexte, le secteur de la santé a affiché la meilleure performance, bénéficiant de son profil défensif, notamment en début de semaine, suivi par les services de communication et la technologie. Les valeurs liées à l'intelligence artificielle, après avoir initialement subi des prises de bénéfices à la suite des mises en garde de plusieurs dirigeants du secteur, ont rebondi en fin de semaine, le marché relativisant progressivement l'impact de ces risques sur les investissements en infrastructures. De leur côté, les secteurs les plus sensibles aux taux ont sous-performé. Le secteur financier a également été pénalisé ; les banques souffrant des inquiétudes autour de leurs perspectives de revenus. Au cours de la semaine, le secteur des cryptoactifs a été marqué par le blocage au Sénat du CLARITY Act, visant à clarifier le cadre réglementaire des cryptoactifs et la répartition des compétences entre la SEC et la CFTC, tandis que le Congrès a avancé sur la réserve stratégique de bitcoins et que la SEC a ouvert la voie à la négociation d'actions tokenisées sur blockchain.

Le Focus de la semaine : Négociations salariales en Corée du Sud, entre accords et conflits persistants

Dans le prolongement de nos réflexions publiées début août, **les négociations salariales au sein des grands groupes sud-coréens ont connu plusieurs dénouements à la fin de l'été**. Chez Hyundai Motor, après 111 jours de négociations, un accord a été formellement approuvé début septembre par plus de 61 % des syndiqués. Pour mettre fin au conflit, le constructeur a notamment consenti à une hausse du salaire de base mensuel de 100 000 wons (72 \$), assortie de primes importantes en espèces et en actions. L'impact opérationnel a été significatif avec une perte de production estimée à 55 000 véhicules et un manque à gagner supérieur à 2 300 milliards de wons (1,7 Md\$). Chez SK Hynix, après le rejet d'un premier accord fin août, les salariés ont approuvé mi-septembre une nouvelle proposition conservant la hausse salariale de 6,3 %, mais portant de 40 % à 50 % la part de la prime de participation versée en liquidités. **Cette évolution illustre la volonté des salariés de bénéficier plus rapidement des résultats exceptionnels enregistrés par le groupe dans un contexte de forte demande liée à l'IA**. À l'inverse de ces résolutions, les tensions sociales que nous évoquions début août dans la sidérurgie et la construction navale se sont accentuées. Chez POSCO, après l'échec de la médiation, le syndicat a lancé une grève partielle début septembre, suivie d'un second mouvement de 120 heures à partir du 16 septembre. Les 7,1 % d'augmentation réclamés par les salariés restent toujours loin des 2 % proposés par la direction. Dans la construction navale, la menace de grève s'est également concrétisée. Chez Hanwha Ocean, les salariés alternent depuis le 31 août entre journées de grève complète et mouvements partiels, tandis que HD Hyundai Heavy Industries a progressivement allongé la durée de ses arrêts de travail quotidien. Le désaccord porte sur les primes et le salaire de base, alors même que les principaux chantiers navals disposent de carnets de commandes particulièrement élevés, atteignant 42,6 Md\$ à fin juillet. À ce stade, ces tensions salariales ne semblent toutefois pas encore se traduire par une véritable inflation salariale à l'échelle de l'économie sud-coréenne. En effet, malgré les fortes revalorisations dans les secteurs exposés au cycle de l'IA, les salaires réels ont reculé entre avril et juin. Au deuxième trimestre, les salaires nominaux n'ont progressé que de 2,1 % sur un an, contre une inflation de 3 %. **Le risque se situe donc davantage dans une diffusion progressive des hausses obtenues dans les secteurs les plus profitables vers le reste de l'industrie**. Cette possibilité reste un élément de vigilance pour la Banque de Corée du Sud.

Évolutions des performances des entreprises citées, marquées par les tensions sociales (en base 100, en devise locale)



Florian Thavel

Gestion Actions Asie



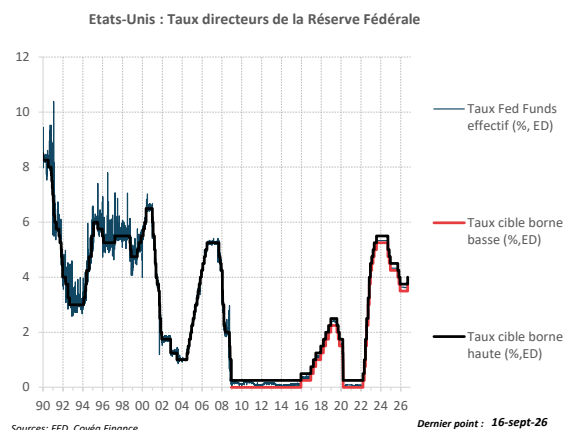
Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)									
	18/09/26	J-7	26/06/2026	31/12/25	T-12 mois	J-7	en devise locale			en €			J-7	26/06/26	31/12/25
Etats-Unis - S&P500	7 651	7 657	7 354	6 846	6 632	-0,1	4,0	11,8	15,4	1,2	3,4	14,5	18,5		
Etats-Unis - Dow Jones	51 683	52 573	51 876	48 063	46 142	-1,7	-0,4	7,5	12,0	-0,4	-1,0	10,2	15,1		
Etats-Unis - Nasdaq	26 523	26 333	25 298	23 242	22 471	0,7	4,8	14,1	18,0	2,1	4,2	16,9	21,3		
Japon Nikkei 300	858	847	825	726	675	1,3	4,0	18,1	27,1	0,0	6,2	20,5	22,8		
Corée du Sud KOSPI	6 894	6 910	8 411	4 214	3 461	-0,2	-18,0	63,6	99,2	-1,6	-9,5	74,7	105,5		
Chine - Shanghai	3 912	3 888	4 027	3 969	3 832	0,6	-2,9	-1,4	2,1	2,1	-1,9	5,4	11,3		
Hong Kong Hang Seng	24 751	24 806	22 672	25 631	26 545	-0,2	9,2	-3,4	-6,8	1,1	8,5	-1,8	-5,1		
Marchés Emergents - MSCI	106 381	106 140	108 387	87 315	82 484	0,2	-1,9	21,8	29,0	1,6	-2,4	24,8	32,5		

Sources : Facset, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La Réserve fédérale se résout à augmenter les taux directeurs »



Face à la persistance de l'inflation, le comité de politique monétaire (FOMC) de la Réserve fédérale a relevé ses taux directeurs de 25 pb, les portant à une fourchette comprise entre 3,75 % et 4 %. Cette hausse, la première depuis juillet 2023, constitue un tournant et doit permettre de crédibiliser l'engagement de la Réserve fédérale à ramener l'inflation vers sa cible de 2 %, après un début de mandat de son président Kevin Warsh marqué par une communication plus restreinte et parfois ambiguë. Le mouvement pourrait ne pas s'arrêter là. Les prévisions individuelles des membres du FOMC indiquent qu'une large majorité des participants envisage une hausse supplémentaire d'ici la fin d'année (voir *Réaction économique « La Réserve fédérale passe à l'action »*, 17 septembre 2026).

Les ventes au détail ont nettement rebondi en août, avec une hausse mensuelle de 1,2 % en valeur, après le repli enregistré en juillet. Les ventes des magasins du groupe de contrôle (hors carburant, véhicules, matériaux de construction, restauration) qui entrent dans le calcul du PIB, ont augmenté de 1,4 %. Ainsi, les ventes de produits électroniques et d'électroménager ont augmenté de 1,6 %, celles de véhicules de 0,6 %, et les biens de loisirs de 1,2 %, tout comme les services de restauration.

Cette progression assez généralisée à l'ensemble des catégories constitue un signe encourageant pour la consommation à venir.

Après quatre mois consécutifs de progression, la production industrielle a marqué le pas en août. En rythme annuel, la production s'inscrit en croissance de 1,4 %. Par secteur, la production du secteur minier et extractif est bien orientée (+1,3 %), tandis que le secteur manufacturier se contracte de 0,3 %, sous l'effet d'une faiblesse dans les véhicules, l'aérospatial et le mobilier. La production dans les secteurs de haute technologie – notamment les semi-conducteurs, les ordinateurs et les équipements de communication – est restée inchangée en août, mais progresse de 12,5 % sur un an. La dynamique a été solide dans les services aux collectivités (+1,8 %), tirés par la production d'électricité.

Sur le plan international, le président Donald Trump a annoncé un **accord avec le Danemark et le Groenland permettant une présence militaire renforcée américaine au Groenland** et des accords commerciaux préférentiels. L'accord interdit également aux pays qui ne font pas partie de l'OTAN – notamment la Chine et la Russie – d'établir leur propre base ou de réaliser des investissements sur l'île qui menaceraient la sécurité des États-Unis. Le président Trump avait ouvert une crise avec ses alliés européens en janvier 2025 en évoquant la possibilité d'une opération militaire pour saisir le territoire. Il reste toutefois à déterminer si cet accord se traduira par un apaisement durable des tensions.

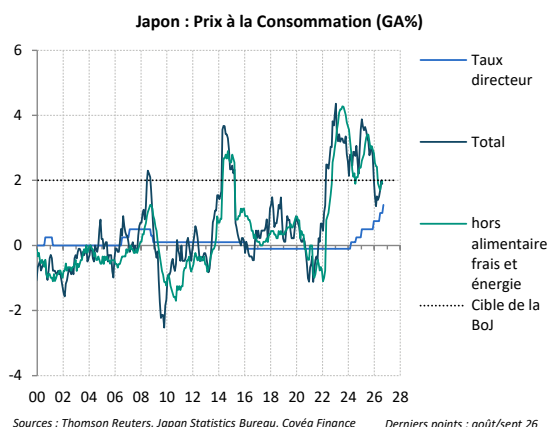
Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Économique



Asie

« La Banque du Japon veut stabiliser l'inflation »



Comme l'attendaient les investisseurs, dont les anticipations s'étaient notamment nourries des déclarations récentes des membres du comité de politique monétaire, **la Banque du Japon (BoJ) a relevé son taux directeur de 25 points de base, à 1,25 %**. Lors de la conférence de presse qui a suivi l'annonce de cette décision, le gouverneur de la BoJ a confirmé que d'autres hausses sont possibles, dans un contexte de risques à la hausse sur l'inflation en raison de la poursuite du conflit au Moyen-Orient, de la demande liée au développement de l'IA et de la faiblesse du yen.

Cette faiblesse du yen contribue aussi à creuser le déficit commercial en exacerbant l'impact de la hausse des prix des matières premières, notamment énergétiques, importées. Ainsi, les importations japonaises étaient en hausse de 25 % sur un an en août, provoquant une forte augmentation du déficit des échanges de biens.

En Chine, la production industrielle a accéléré en août, avec une croissance de 5,2 % sur un an (GA). Elle reste soutenue par la demande étrangère, alors que la demande domestique reste faible : les ventes au détail n'ont progressé que de 0,4 % (GA) et la contraction de l'investissement s'est encore amplifiée (-7,2 % sur les huit premiers mois

de l'année comparés à la même période un an plus tôt), avec des baisses significatives de l'investissement manufacturier et en infrastructures.

En Inde, l'inflation a atteint 4,8 % en août (4,5 % en juillet). Hors alimentation et carburants, l'inflation sous-jacente a aussi progressé de 0,3 point, à 4,5 %. Hors métaux précieux, l'inflation a augmenté en août, à 2,9 % contre 2,7 % en juillet. Ces statistiques mettent la banque centrale en alerte, d'autant qu'elle est amenée à intervenir régulièrement sur le marché des changes pour soutenir la roupie, mise sous pression par la hausse des cours du pétrole.

Jean-Louis Mourier

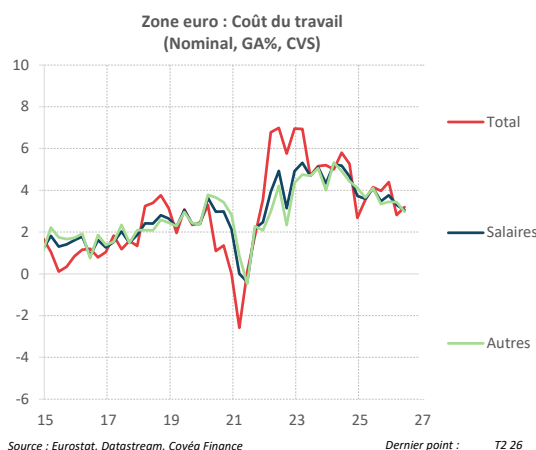
Économiste



Suivi Macroéconomique

Europe

« Pas (encore ?) d'effets de second tour en zone euro »



Les statistiques publiées par Eurostat montrent un ralentissement des coûts salariaux horaires au deuxième trimestre dans la zone euro. Leur croissance revient à 3,1 % sur un an, après 3,3 % au premier trimestre. La baisse de rythme est concentrée sur la composante salaire (+3,0 % vs + 3,4 %) et elle concerne autant l'économie marchande que l'économie non-marchande. **Cette publication conforte le sentiment des banquiers centraux européens qu'il n'y a pour le moment pas de signe d'effets de second tour du choc énergétique sur l'inflation. Toutefois, l'outil de suivi des salaires de la Banque centrale européenne confirme, dans sa dernière édition, que le deuxième trimestre 2026 devrait constituer un point bas dans la dynamique des rémunérations** et que leur progression devrait devenir un peu plus rapide dès la deuxième partie de l'année en cours.

Sans grande surprise après les statistiques dans les grands pays publiées la semaine précédente, **la production industrielle a reculé de 0,1 % en glissement mensuel (GM) en août dans la zone euro**, après une baisse équivalente en juillet. Elle est toutefois stable sur un an, le fort recul de l'activité dans les secteurs des biens de consommation (durables -1,2 %, non-durables -4,5 %) étant compensé par la

progression de la production de biens intermédiaires et d'équipement, ainsi, surtout, que d'énergie (+4,0 %).

Les commentaires post-réunion de la Banque centrale européenne sont majoritairement orientés vers le maintien de la vigilance envers un risque important que l'inflation reste trop élevée trop longtemps. Plusieurs banquiers centraux mettent en avant des prix énergétiques plus élevés que dans la plupart de leurs scénarios présentés. A l'instar d'Isabel Schabel (membre du directoire de la BCE) ou de Peter Kazimir (Banque de Slovaquie), ils citent la forte hausse récente du prix du gaz. En revanche, Gabriel Makhoul (Banque d'Irlande) met en garde contre l'impact sur l'activité économique de hausses de taux supplémentaires.

Lors de son discours annuel sur l'état de l'Union européenne (UE), Ursula von der Leyen a émis le vœu que le Canada, dont les relations avec les États-Unis se sont dégradées ces dernières semaines, **devienne le premier membre-associé de l'UE**, un statut qui n'existe pour le moment pas. Bien qu'elle ne soit pas encore très concrète, cette proposition, que le premier Ministre canadien s'est empressé de relever, a provoqué la colère de Donald Trump : il a menacé de cesser tout commerce avec l'UE.

En Allemagne, les élections locales ont confirmé la perte de popularité des partis traditionnels, et plus particulièrement de la CDU. **Pour la première fois, le parti chrétien démocrate ne sera pas représenté au parlement de l'un des Länder de la République fédérale d'Allemagne.** En Mecklembourg-Poméranie occidentale, l'AfD est arrivée largement en tête, avec 38,2 % des suffrages exprimés. En deuxième position, le parti social-démocrate (PSD) rassemble 35,5 % des voix, loin devant Die Linke et les Verts. La CDU ne parvient pas à franchir le seuil de 5% des voix, minimum nécessaire pour siéger. **À Berlin, la CDU arrive en deuxième position, mais perd 18 sièges au parlement régional. Die Linke remporte le scrutin.** L'AfD, en troisième position, progresse aussi fortement et dépasse tant les Verts que le SPD. **Malgré ces résultats, Friedrich Merz se veut combattif. Il exclut de démissionner et réaffirme la nécessité de passer l'ensemble des réformes proposées cet été.**

Jean-Louis Mourier
Économiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre maintient ses taux inchangés mais ralentit la réduction de son bilan

Lors de sa réunion du mois de septembre, la Banque d'Angleterre (BoE) a, sans surprise, maintenu son taux directeur à 3,75 %. La répartition des votes n'a pas évolué par rapport à la réunion de juillet, avec six membres en faveur du statu quo contre trois en faveur d'un relèvement de 25 points de base.

Le compte-rendu de la réunion indique que **les effets indirects du choc énergétique ne sont pas encore pleinement visibles dans l'inflation britannique**. Malgré une accélération de l'inflation en août à 3,1 %, l'inflation sous-jacente est restée stable à 2,6 %. La remontée des prix de l'énergie explique l'essentiel de la hausse de l'inflation au cours du mois. Dans le même temps, l'inflation des services est demeurée stable à 3,4 %, dans un contexte de ralentissement des salaires et d'un marché du travail plus dégradé.

Les membres du Comité de politique monétaire continuent d'estimer que **l'orientation actuelle de la politique monétaire demeure restrictive**, ce qui limite la nécessité d'un resserrement immédiat. Toutefois, le gouverneur de la BoE, Andrew Bailey, considère qu'un nouveau relèvement des taux pourrait être nécessaire si les tensions inflationnistes devaient persister, notamment via les prix de l'énergie.

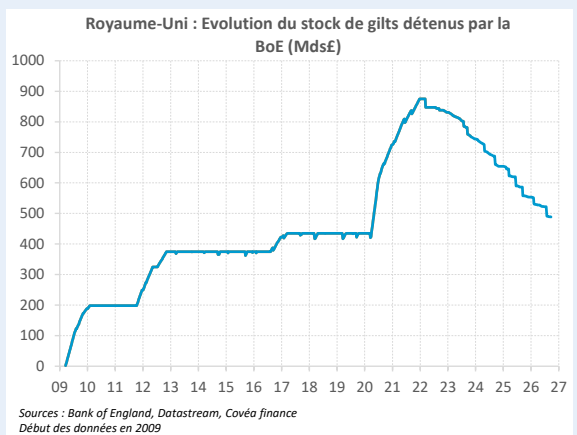
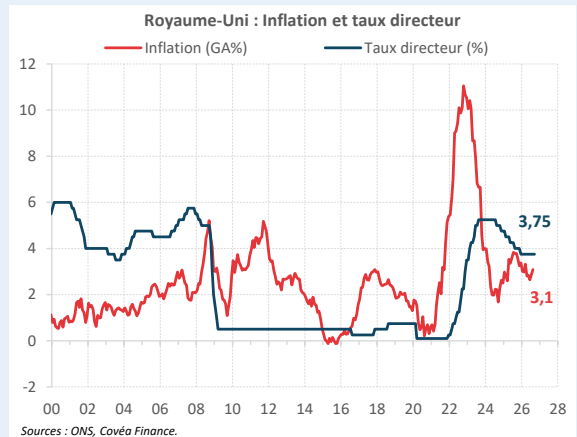
En parallèle de la décision sur son taux directeur, **la BoE a également annoncé une modification du rythme de réduction de son bilan**. Depuis 2022, la BoE annonce chaque mois de septembre son programme de réduction du bilan pour les 12 mois à venir :

- Octobre 2022 à septembre 2023 : **80 Mds£** de réduction dont 40 Mds£ via des ventes actives de gilts (titres de dette souveraine britannique) ;
- Octobre 2023 à septembre 2024 : **100 Mds£** de réduction dont 40 Mds£ via des ventes actives de gilts ;
- Octobre 2024 à septembre 2025 : **100 Mds£** de réduction dont 13 Mds£ via des ventes actives de gilts ;
- Octobre 2025 à septembre 2026 : **70 Mds£** de réduction via 20 Mds£ de ventes actives de gilts.

Lors de sa réunion du 17 septembre, la **BoE a annoncé l'adoption d'un cadre pluriannuel**. La taille du bilan sera désormais réduite d'environ 46 Mds£ par an jusqu'en 2034, dont 20 Mds£ via des ventes de gilts. La BoE a également précisé la composition de ces ventes. Les gilts arrivant à échéance d'ici 2035 ne seront pas vendus et sortiront progressivement du bilan. Les titres de très longue maturité, arrivant à échéance après 2049, seront également conservés. **Les ventes concerneront donc uniquement les gilts dont l'échéance est comprise entre 2035 et 2049.**

Enfin, contrairement à ce qu'elle faisait depuis octobre 2022, **la BoE ne procédera plus directement à ces ventes sur le marché**. Celles-ci seront réalisées **par l'intermédiaire du Trésor britannique**, ce qui devrait lui permettre de mieux coordonner son calendrier d'émissions avec les opérations de ventes de titres détenus par la BoE. Le gouvernement doit encore valider ce changement opérationnel. De ce fait, **la BoE interrompt le processus de vente jusqu'en avril 2027.**

Ce changement dans la politique de réduction du bilan pourrait contribuer à alléger les pressions sur la partie longue de la courbe britannique, alors que le taux 30 ans avait atteint un plus haut depuis 1998, quelques jours avant la réunion. **Cette décision pourrait également apporter davantage de marge de manœuvre au Trésor britannique pour gérer sa stratégie d'émission de dette, dans un contexte marqué par des besoins de financement élevés au Royaume-Uni et d'une concurrence accrue entre les États (et les entreprises) pour l'accès au financement.**



Eloïse Girard-Desbois
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.