

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

10 novembre 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Les entreprises de technologie américaines déferlent sur les marchés obligataires

Les annonces d'investissements massifs dans les infrastructures liées à l'Intelligence Artificielle de ces derniers mois commencent à se transformer en besoins de financement, notamment sur les marchés obligataires.

Ainsi, Meta, la maison mère de Facebook, WhatsApp et Instagram, a réalisé fin octobre la plus grande émission obligataire de l'année sur le marché américain, soit 30Mds\$. Six tranches ont été émises, sur des durées entre 5 et 40 ans. Les taux à l'émission étaient compris entre 4,2% et 5,75%, soient des primes de risque par rapport à l'Etat américain entre 50 et 110 points de base (pb). La demande des investisseurs a atteint le niveau record de 125Mds\$, ce qui a permis à Meta de resserrer ses primes de risque à l'émission de 40pb par rapport au niveau indicatif de départ et ainsi de ne concéder que 10pb de prime par rapport à sa courbe secondaire.

Oracle et Alphabet ont également eu recours au marché primaire obligataire américain ces derniers jours, pour respectivement 18Mds\$ et 17,5Mds\$. Alphabet est également venu sur le marché européen, avec une transaction de 6,5Mds€. C'est la deuxième fois cette année, une première émission s'était tenue au mois de mai pour 6,75Mds€. L'opération, composée de 6 maturités entre 3 et 39 ans, a été bien accueillie par les investisseurs. L'obligation à 9 ans, propose un taux de rendement de 3,23% soit une prime de risque de 66pb par rapport à l'obligation allemande de même maturité, et de -7pb par rapport à la française.

Ces entreprises, peu endettées pour le moment, avec même souvent une dette nette négative sont très bien notées par les agences de notation. Ainsi Meta est noté AA- et Alphabet AA. Mais des émissions très nombreuses, et plus généralement une forte augmentation de la dette pourrait peser sur les bilans et donc les notations.

Dans le contexte d'émissions très abondantes que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières, ces nouvelles opérations, si elles se multiplient, pourraient représenter une nouvelle alternative pour les investisseurs et concurrencer les dettes souveraines y compris sur des maturités longues.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Marie-Edmée de Monts de Savasse

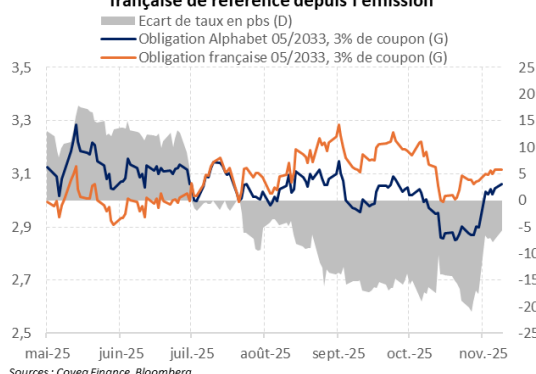
Responsable d'équipe Gestion OPC Taux



Focus de la semaine

« des obligations Alphabet plus chères que celles de l'Etat français »

Ecart de taux entre l'obligation Alphabet 2033 et l'obligation française de référence depuis l'émission



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	07/11/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,157	1,170	1,081	-1,2	7,0
€ / £	0,879	0,852	0,832	3,1	5,6
€ / Yen	177,44	168,98	165,25	5,0	7,4
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	64	68	76	-6,1	-15,9
Indice CRB*	536	566	538	-5,4	-0,4
Prix de l'once d'Or	4 010	3 334	2 706	20,3	48,2
Prix de la tonne de cuivre	10 717	9 900	9 664	8,3	10,9
Indice Baltic Dry**	2 104	1 553	1 451	35,5	45,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1495	2332	2332	-35,9	-35,9

Sources : Bloomberg, Covea 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

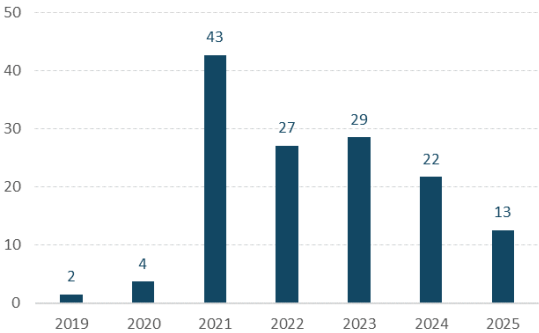
L'analyse des marchés :

Sur la semaine, les rendements évoluent en deux temps, d'abord à la hausse puis à la baisse. La hausse des taux est portée par les publications macroéconomiques qui envoient des signaux positifs sur l'état de l'économie américaine, ISM services et enquête ADP, tandis que la baisse s'inscrit dans un mouvement d'aversion au risque des investisseurs. Ce dernier semble s'expliquer par le questionnement concernant le niveau de valorisation des entreprises dans le secteur de l'intelligence artificielle et par les publications d'enquêtes privées témoignant d'une moindre tension sur le marché du travail aux Etats-Unis. Le taux à 10 ans des Etats-Unis clôture en baisse de 1 point de base (pb) à 4,10%. La courbe se pentifie par un mouvement de baisse de la partie courte plus prononcé. Le taux à 2 ans baisse de 4 pb à 3,56%. En Europe, les taux à 10 ans clôturent en hausse de 2 pb à 3,46% pour la France, 3,43% pour l'Italie et 3,19% pour l'Espagne. Seul le taux à 10 ans de l'Allemagne demeure inchangé, à 2,67%. Par conséquent, les écarts de rendement entre l'Allemagne et les autres pays augmentent de 2 pb : France-Allemagne à 80 pb et Italie-Allemagne à 77 pb. Sur le marché primaire du crédit, la semaine est la troisième plus importante semaine d'émissions de l'année 2025 avec un total de 30 Mds€ pour la catégorie investissement. A noter, les émissions du groupe Alphabet sur 6 tranches (détaillé dans l'éditorial), avec des échéances allant de 2028 à 2064, pour un total de 6,5 Mds€, notées AA, à des taux de rendement inférieurs de 10 pb à ceux de la courbe souveraine française sur des maturités comparables. Dans le contexte d'aversion au risque et de volumes d'émissions conséquents, les primes de risque augmentent. Celle de la catégories investissement est en hausse de 6 pb à 91 pb et celle de la catégorie haut rendement augmente de 10 pb à 300 pb, soit un taux de 5,13%.

Le Focus de la semaine : Les obligations à performance ESG*, un effet de mode ?

Le groupe Enel, acteur italien des services aux collectivités, émet la première obligation à performance ESG de l'histoire en 2019. Ces titres, aussi appelées Sustainability Linked Bonds ou SLB, sont des obligations dont le coupon augmente en cas de non respect des engagements extra-financiers déterminés en amont par l'émetteur. Dans le cas d'Enel, le groupe s'est fixé cinq objectifs, dont la diminution des gaz à effets de serre et le pourcentage de capacités d'énergies renouvelables dans sa production d'électricité. Pionnier, le groupe Enel devient aussi l'émetteur le plus important sous ce format. Il totalise 17 milliards d'euros d'obligations libellées en euros, soit 12% du gisement, en tenant compte de sa dernière émission en février 2025 d'une triple tranche de 2 milliards d'euros. En 2023, le groupe est pénalisé par un facteur exogène, la crise énergétique, qui le contraint à davantage recourir, temporairement, aux sources d'énergies carbonées. De ce fait, il ne respecte pas son engagement concernant les émissions de gaz à effet de serre et déclenche, l'année suivante, l'augmentation de 25 points de base des coupons de dix de ses obligations à performance ESG. L'augmentation des coupons sur ces obligations n'est pas réversible, alors que le groupe Enel respecte à nouveau ses engagements. En octobre 2025, bien qu'en avance de deux ans sur l'ensemble de ses objectifs, il annonce qu'il n'émettra plus sous ce format. Il affirme que cette décision est motivée par l'absence d'avantages décisifs de ce type d'obligation et par une stratégie de décarbonation mature. Cette décision, qualifiée de "mission accomplie" plutôt que d'abandon par le groupe Enel, emportera-t-elle avec elle le marché ? Dans son ensemble, le marché primaire des obligations à performance ESG montre une perte de dynamisme depuis 2021, où un montant record de 43 Mds€ avait été émis, à la différence des marchés toujours en expansion des obligations vertes, sociales et durables. Les volumes n'atteignent que 22 Mds€ en 2024 et seulement 13 Mds€ en 2025 à fin octobre, soit 1% des émissions d'entreprises en euros. Le gisement en euros est uniquement constitué d'obligations d'entreprises. Les secteurs les plus représentés sont la consommation non-cyclique, les services aux collectivités et le transport. Après Enel, les grands émetteurs sont Carrefour et Eni. Deux raisons semblent pouvoir expliquer cette trajectoire, illustrées par le cas d'Enel. Les obligations à performance ESG n'offrent pas, à ce jour, des conditions de financement plus avantageuses pour les émetteurs. Leur taux de rendement est similaire aux autres obligations. Cela traduit, d'une part, l'anticipation que les émetteurs respecteront leurs engagements, et d'autre part, que la liquidité de ces obligations est comparable aux autres obligations. De plus, ces obligations ne présentent pas un alignement d'intérêts entre l'émetteur, les objectifs ESG et les investisseurs. Par exemple, les investisseurs bénéficient d'un meilleur rendement en cas de non respect des engagements de l'émetteur. Le groupe Enel s'est fixé l'objectif ambitieux de ne plus émettre de gaz à effet de serre en 2040. Ses obligations à performance ESG ayant la maturité la plus longue arriveront à échéance en 2043.

Volumes d'émissions d'obligations à performances ESG libellées en euros (en milliards d'euros)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

* ESG : environnemental, sociale et gouvernance.

Matthieu Ohana

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)					Pente* (en pb)	
	07/11/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois		2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	4,00	4,00	4,50	4,50	4,75	0,00	→	-0,50	↓	-0,50	↓	↓
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	3,15	3,40	0,00	→	0,00	→	-1,00	↓	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,25	0,00	→	0,00	→	-1,00	↓	↓
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	4,25	4,75	4,75	0,00	→	-0,25	↓	-0,75	↓	↓
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	→	0,00	→	0,25	↑	↑
Taux 10 ans												
Etats-Unis	4,10	4,08	4,24	4,57	4,33	2	↑	-15	↓	-47	↓	↓
Allemagne	2,67	2,63	2,57	2,37	2,45	3	↑	10	↑	30	↑	↑
France	3,46	3,42	3,25	3,20	3,20	4	↑	22	↑	27	↑	↑
Italie	3,43	3,38	3,45	3,52	3,73	5	↑	-2	↓	-9	↓	↓
Royaume-Uni	4,47	4,41	4,47	4,57	4,50	6	↑	-1	↓	-10	↓	↓
Japon	1,68	1,67	1,42	1,10	1,01	1	↑	26	↑	58	↑	↑
Crédit												
Indice Itraxx Main	56,7	54,8	56,1	57,7	54,8	2,0	↑	0,6	↑	-0,9	↓	↓
Indice Itraxx Crossover	272,2	266,0	290,5	313,1	290,8	6,2	↑	-18,3	↓	-40,9	↓	↓

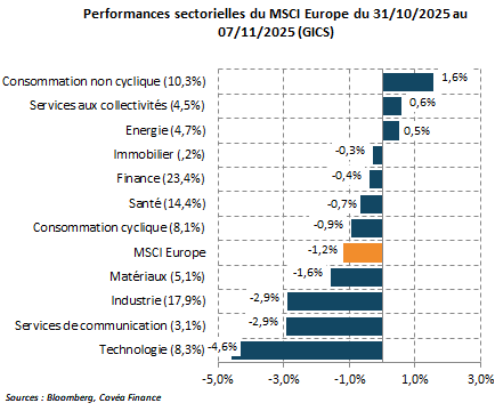
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI Europe dividendes non réinvestis) termine en baisse de -1,2% expliquée par une semaine de publications de résultats mitigées et les incertitudes aux Etats-Unis liées à la fermeture des administrations américaines désormais la plus longue de l'histoire du pays. Les secteurs les moins sensibles à l'activité économique sont en hausse à l'instar de la consommation non cyclique (+1,6%) et des services aux collectivités (+0,6%). A contrario, les secteurs les plus sensibles à l'activité économique affichent les plus fortes baisses, à l'image de la technologie (-4,6%) pénalisée par les inquiétudes autour de la valorisation des valeurs exposées à la thématique de l'intelligence artificielle, ainsi que le secteur de l'industrie (-2,9%). Le secteur des services de communication baisse de -2,9% pénalisé par Telefonica qui a publié des objectifs de génération de flux de trésorerie décevants. Enfin, le segment des petites et moyennes valeurs affiche une baisse de -3,0% en raison du moindre appétit pour le risque des investisseurs.

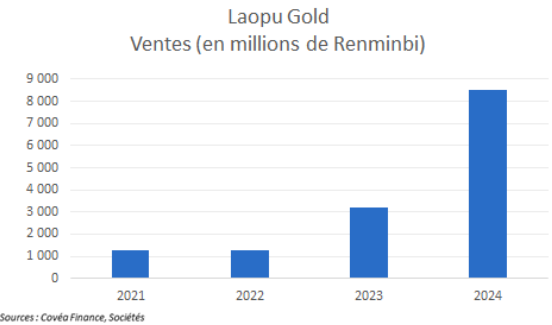


Le Focus de la semaine : Laopu Gold bouscule les codes du marché du luxe en Chine

Laopu Gold est une marque de luxe chinoise créée en 2009 par Xu Gaoming, un ancien fonctionnaire reconverti dans la joaillerie. Elle est vendue uniquement en Chine continentale, Hong Kong et Macao. La marque a connu une expansion fulgurante puisque ses ventes ont été multipliées par plus de 6 entre 2021 et 2024 (cf graphique), et ce sans expansion majeure du nombre de boutiques (21 à 36).

Plusieurs facteurs expliquent ce succès. Tout d'abord, l'émergence du mouvement « Guochao » (le nationalisme chinois comme tendance de consommation) a contribué à la réussite de Laopu Gold qui mise sur un luxe chinois avec une offre constituée de produits en or 24 carats et reprenant des designs traditionnels et motifs porte-bonheurs culturels ancrés dans la culture nationale (dragon, phénix...) qui parlent aux consommateurs. Deuxièmement, Laopu Gold bénéficie de l'attrait de l'or comme valeur refuge (contrairement à l'immobilier) avec un assortiment 100% or, dont le cours a monté de plus de 50 % en 2025. Reste à savoir si la trajectoire restera favorable si les cours de l'or viennent à se stabiliser voire à baisser. Enfin, l'entreprise bénéficie de la descente en gamme, en lien avec la détérioration du sentiment du consommateur en Chine, car ciblant la clientèle aspirationnelle (consommateurs à revenus plus modestes) avec un positionnement prix plus abordable.

Si Laopu Gold n'est pas un concurrent direct des marques de luxe occidentales, se pose néanmoins la question de l'augmentation de l'intensité concurrentielle sur le marché chinois avec une marque locale ancrée dans la culture chinoise et ciblant davantage la classe moyenne urbaine. Le succès de Laopu Gold, qui allie tradition et modernité, pourrait annoncer une ère nouvelle pour les groupes de luxe occidentaux quant à l'évolution future de leur stratégie, alors que ceux-ci sont confrontés à un ralentissement de la demande de leur clientèle chinoise. Pour rappel, face à l'augmentation de la concurrence domestique chinoise, Nike et Adidas ont fait évoluer leur modèle d'entreprise pour l'adapter davantage à la consommation locale, répondant de fait au besoin de régionalisation, comme suggéré dans nos Perspectives Economiques et Financières



Sébastien Levavasseur

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	07/11/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	189,2	192,3	178,7	163,2	162,0	-1,6	5,9	16,0	16,8	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 293,3	1 314,3	1 242,1	1 056,7	1 047,2	-1,6	4,1	22,4	23,5	↑
MSCI EMU Small Cap	500,4	513,5	504,9	390,5	410,2	-2,6	-0,9	28,1	22,0	↑
MSCI Europe	188,9	191,2	179,6	169,9	170,6	-1,2	5,2	11,2	10,7	↑
France CAC 40	7 950,2	8 121,1	7 557,3	7 380,7	7 425,6	-2,1	5,2	7,7	7,1	↑
Allemagne DAX 30	8 830,3	8 975,8	8 860,3	7 648,6	7 438,6	-1,6	-0,3	15,5	18,7	↑
Italie MIB	42 917,7	43 175,3	39 351,3	34 186,2	33 981,2	-0,6	9,1	25,5	26,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 682,6	9 717,3	8 735,6	8 173,0	8 140,7	-0,4	10,8	18,5	18,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	11 018,3	11 077,3	10 250,2	9 877,2	9 785,5	-0,5	7,5	11,6	12,6	↑

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

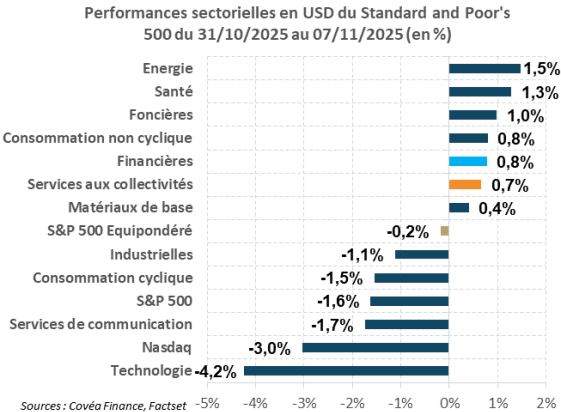
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les performances ont été contrastées. L'Indonésie enregistre une des meilleure performance, favorisée par une hausse de 5% du PIB au troisième trimestre dans laquelle le ralentissement de la consommation des ménages alimente les espoirs d'un possible assouplissement monétaire. La performance de Singapour a aussi été parmi les meilleures, grâce notamment à de très bonnes publications de la part de plusieurs entreprises, notamment dans le secteur bancaire, avec DBS et OCBC. À l'inverse, la Corée du Sud et Taiwan terminent en baisse, pénalisées par les inquiétudes croissantes concernant les valorisations jugées excessives des valeurs technologiques. Dans le domaine des infrastructures énergétiques, Mitsubishi Heavy Industries, Toshiba Group et IHI devraient participer à la construction de nouvelles centrales nucléaires aux Etats-Unis : en partenariat avec Westinghouse Electric, elles pourraient investir jusqu'à \$100 Mds dans la construction de réacteurs, aussi bien à grande échelle (type AP1000) que modulaires. Parallèlement, afin de sécuriser ses chaînes d'approvisionnement et réduire sa dépendance à la Chine en terres rares, l'Inde envisage de tripler son programme d'incitation à la production d'aimants pour véhicules électriques, portant son montant à près de \$800 millions.

Aux **États-Unis**, l'indice S&P500 se replie de 1,6% suite à de fortes prises de bénéfices dans la sphère IA tandis que les incertitudes liées aux droits de douane et à la vigueur du marché du travail continuent de maintenir les investisseurs dans l'expectative. En termes sectoriels, la technologie, en baisse de 4,2%, sous-performe sensiblement l'indice général, pénalisée par les prises de profits opérées parmi les valeurs de semiconducteurs et de logiciels les plus exposées à la thématique IA. L'industrie et la consommation discrétionnaire enregistrent des performances proches de celle du S&P500 avec toutefois de forts contrastes intra-sectoriels. Dans ce contexte d'aversion au risque, les compartiments défensifs ont été recherchés (consommation courante, santé, immobilier, énergie et services aux collectivités) et finissent en territoire positif. Malgré des progrès sur le front des terres rares, les tensions sino-américaines autour des semiconducteurs restent d'actualité, Donald Trump ayant affirmé que seuls les clients américains devraient avoir accès aux Blackwell de Nvidia. Ces déclarations laissent entrevoir des restrictions spécifiques sur les exportations de puces avancées vers la Chine et, éventuellement, d'autres pays. Parallèlement, on notera que les autorités chinoises s'emploient à limiter la dépendance de leurs entreprises à ces technologies et à soutenir l'émergence de solutions domestiques. Pour finir, les rapprochements d'entreprises se poursuivent à un rythme soutenu, la semaine ayant ainsi été marquée par le rachat de Kenvue par Kimberly-Clark pour un montant de \$48,7 Mds et celui de Boyd Thermal par Eaton Corp pour \$9,5 Mds.



Le Focus de la semaine : Aux Etats-Unis, la polarisation des comportements de consommation s'accroît

Les publications trimestrielles des grands groupes de consommation illustrent une fracture de plus en plus marquée entre les ménages américains « aisés » et ceux « sous contraintes financières ». Dans la restauration, le leader McDonald's note un changement de comportement des ménages les plus modestes qui réduisent leurs visites et privilégient les repas à domicile. Chez Chipotle, les foyers gagnant moins de \$100 000 par an (environ 40% de sa clientèle) fréquentent moins les restaurants, notamment pour la cible de clientèle des 25-35 ans. Même son de cloche dans le segment des biens de consommation et de l'alimentaire. Procter & Gamble observe un consommateur "à deux vitesses", les plus aisés favorisent les canaux de distribution offrant plus de valeur, tandis que les ménages modestes réduisent la fréquence des achats. Kraft Heinz, Mondelez ou encore Molson Coors constatent également une sensibilité accrue aux hausses de prix chez ces consommateurs qui modifient leur comportement d'achat. À l'inverse, les segments premium continuent d'afficher une dynamique robuste. Chez Coca-Cola, les produits à forte valeur ajoutée (Topo Chico, Smartwater, Fairlife) tirent la croissance. Dans le transport aérien, Delta Air Lines prévoit que les revenus des classes premium dépasseront ceux de la classe économique dès l'an prochain, portés par le voyage d'affaires et la clientèle à hauts revenus. Dans l'hôtellerie, Hilton et Marriott enregistrent des performances records sur les segments haut de gamme, quand les enseignes plus économiques ralentissent. Cette dichotomie se retrouve également dans le secteur financier. American Express a doublé le nombre de nouvelles cartes Platinum et a vu les dépenses de ses titulaires progresser de 8% en 2025, alors que les cartes destinées aux ménages modestes reculent. Face à cette consommation à deux vitesses, les entreprises adaptent leurs stratégies. D'un côté, elles multiplient les promotions, réduisent les formats et affinent leurs offres de valeur afin de conserver l'intérêt d'un consommateur plus contraint. De l'autre, elles renforcent leurs gammes premium à marges élevées, ciblant une clientèle aisée toujours encline à dépenser pour des produits de qualité ou des expériences exclusives. Les 10% de ménages les plus aisés concentrent désormais près de la moitié de la consommation totale, soutenus par l'effet richesse lié à la hausse des marchés financiers et des prix de l'immobilier. Mais cette dépendance croissante commence à montrer des signes de fragilité : les retards de paiement augmentent parmi les foyers aisés et la création d'emplois bien rémunérés recule depuis le début d'année (-31 000 de janvier à août), après avoir progressé de 215 000 postes en 2024. Dans un tel contexte, un repli des marchés financiers pourrait rapidement fragiliser ce moteur de la croissance. L'ajustement des modes de consommation et la montée des incertitudes économiques soulignent les défis majeurs auxquels les entreprises doivent faire face pour maintenir leur croissance, un enjeu central de nos travaux réalisés sur l'adaptation des modèles d'affaires dans le cadre de nos Perspectives Économiques et Financières.

Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					en devise locale					en €				
	Variations (en %)					en %					en %				
	07/11/25	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	6 729	6 840	6 141	5 882	5 973	-1,6	9,6	14,4	12,7	-1,9	10,9	2,4	5,2		
Etats-Unis - Dow Jones	46 987	47 563	43 387	42 544	43 729	-1,2	8,3	10,4	7,4	-1,5	9,6	-1,1	0,4		
Etats-Unis - Nasdaq	23 005	23 725	20 168	19 311	19 269	-3,0	14,1	19,1	19,4	-3,3	15,4	6,6	11,5		
Japon Nikkei 300	706	712	601	604	590	-0,8	17,4	16,8	19,7	-0,7	11,8	7,2	11,5		
Corée du Sud KOSPI	3 954	4 108	3 080	2 399	2 565	-3,7	28,4	64,8	54,2	-6,2	20,2	49,0	36,2		
Chine - Shanghai	3 998	3 955	3 448	3 352	3 471	1,1	15,9	19,3	15,2	0,7	18,0	9,4	7,8		
Hong Kong Hang Seng	26 242	25 907	24 325	20 060	20 953	1,3	7,9	30,8	25,2	1,0	10,2	17,0	16,9		
Marchés Emergents - MSCI	1 382	1 402	1 227	1 075	1 141	-1,4	12,6	28,5	21,1	-1,7	13,9	15,0	13,2		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Normes IFRS durables : une remise en cause par le Président de la SEC

Depuis 2007, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) n'oblige plus les émetteurs étrangers à rapprocher leurs états financiers des normes américaines US GAAP, à condition que ceux-ci soient établis conformément aux normes comptables internationales IFRS publiées par l'IASB (*International Accounting Standards Board*). En revanche, les sociétés américaines cotées en bourse ont quant à elles toujours l'obligation stricte de se conformer aux normes US GAAP pour leurs états financiers.

Une quinzaine d'années plus tard, la Fondation IFRS annonçait la création de l'ISSB (*International Sustainability Standards Board*), chargé de développer des normes visant à fournir aux investisseurs des informations pertinentes sur les risques et opportunités liés au développement durable des entreprises. Les premières normes ont ainsi été publiées en juin 2023 :

- **IFRS S1 « Obligations générales en matière d'informations financières liées à la durabilité »** : exige des entreprises qu'elles divulguent les risques et opportunités significatifs liés au développement durable, susceptibles d'influencer leur performance, leur situation financière ou leurs perspectives.

- **IFRS S2 « Informations à fournir liées au changement climatique »** : exige des entreprises qu'elles divulguent les risques et opportunités liés au climat, notamment les risques physiques et de transition, susceptibles d'avoir une incidence sur leur performance, leur situation financière ou leurs perspectives.

Selon un rapport de S&P Global, l'adoption de ces deux nouvelles normes progresse rapidement. Au 31 mars 2025, 15 juridictions les avaient déjà adoptées, sur une base volontaire ou obligatoire pour les entreprises, tandis que 21 autres déclaraient envisager leur adoption dans un avenir proche. Ce mouvement d'adhésion croissante contraste toutefois avec certaines réserves exprimées par des figures influentes du secteur, à commencer par Paul Atkins, Président actuel de la SEC. Lors de la table ronde de l'OCDE sur les marchés financiers mondiaux, tenue en septembre, ce dernier a fait part de ses préoccupations. Bien qu'il ait soutenu la réforme de 2007 en tant que commissaire, Paul Atkins a averti que les entreprises non américaines pourraient à nouveau se voir interdire l'utilisation des normes IFRS comme référentiel comptable, en raison de l'intégration de critères de durabilité. Cette mise en garde illustre le retour des considérations politiques dans les choix normatifs, une dynamique à laquelle les entreprises sont de plus en plus confrontées, comme nous le soulignons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

La principale conséquence pour les entreprises étrangères serait le coût d'alignement de leurs pratiques comptables sur les normes US GAAP. En effet, ce processus impliquerait des dépenses importantes en matière de formation des équipes internes ou le recours à des consultants spécialisés. Les logiciels comptables devraient eux aussi être adaptés, voire remplacés, pour satisfaire aux exigences techniques et réglementaires des US GAAP - ce qui engendrerait des dépenses significatives en matière de licences, de développement et d'intégration. Par ailleurs, les honoraires d'audit seraient susceptibles d'augmenter sensiblement, en raison de la complexité accrue des contrôles requis. Pour une grande entreprise cotée, les coûts totaux de ces ajustements pourraient ainsi dépasser plusieurs millions d'euros.

Selon le *Financial Times*, la Fondation IFRS pourrait, quant à elle, voir son financement par la SEC remis en question. En réaction, la fondation a mis en avant le fait que sa division consacrée au développement durable avait été créée pour répondre aux besoins formulés par les investisseurs et les marchés financiers. En outre, bien que l'IASB et l'ISSB collaborent étroitement dans l'élaboration de normes complémentaires, ils demeurent des instances indépendantes : leurs référentiels respectifs n'imposent aucune obligation l'un à l'autre. La déclaration du président de la SEC intervient à un moment particulièrement stratégique, alors que la Fondation IFRS revoit le modèle de financement de l'ISSB, le capital d'amorçage mis en place en 2022 arrivant à échéance. Dans son rapport annuel publié en avril, la fondation reconnaît une progression des contributions philanthropiques et des revenus issus du secteur privé, sans pour autant atteindre ses objectifs de financement.

Au cours de son intervention lors de la table ronde, Paul Atkins a également exprimé de vives critiques à l'égard de la directive européenne sur le reporting extra-financier (CSRD) et de celle relative au devoir de vigilance en matière de durabilité des entreprises (CSDDD). Il a notamment dénoncé leur promotion du principe de double matérialité, qu'il considère comme excessivement prescriptif. Selon lui, ces textes pourraient avoir des répercussions négatives sur les entreprises américaines, en générant des coûts supplémentaires susceptibles d'être transférés aux investisseurs et aux consommateurs. Ces directives font actuellement l'objet d'un processus de révision dans le cadre de l'initiative de simplification « Omnibus » de l'Union européenne, une évolution suivie de près par les autorités américaines.

Le discours de Paul Atkins s'inscrit dans la continuité de sa ligne directrice. Partisan de longue date de l'autorégulation des marchés, le Président de la SEC est revenu sur un bon nombre des mesures adoptées par son prédécesseur depuis sa nomination par le président américain en avril. Très sceptique à l'égard des initiatives liées au développement durable, qu'il qualifie de « *porte dérobée pour atteindre des objectifs politiques ou sociaux* », il a illustré cette position en juin dernier en annulant une décision visant à intégrer le reporting extra-financier dans le cadre réglementaire comptable américain.



Andréa Lemaire-Suau

Analyste financier et extra financier

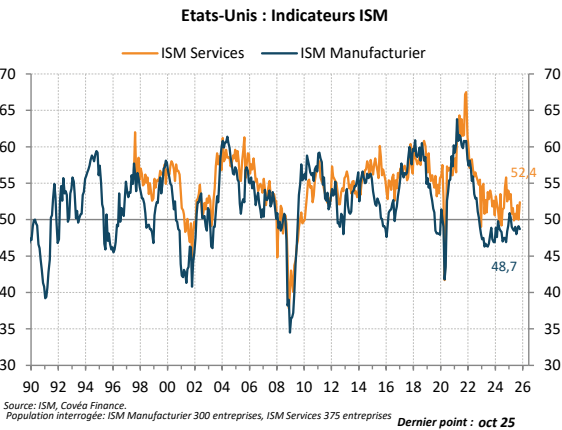


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La Cour Suprême pourrait fragiliser la stratégie commerciale de l'administration Trump »

La publication de l'indicateur d'enquête ISM manufacturier de septembre confirme la faiblesse de l'activité dans l'industrie. L'indice recule de 0,4 point en octobre à 48,7, soit le septième mois consécutif en dessous du seuil des 50 points, séparant expansion et contraction. La composition sous-jacente de l'indice est mitigée, les composantes nouvelles commandes (49,4) et emploi (46,0) ont modérément progressé, tandis que la composante production a reculé nettement (-2,8 pts à 48,2). Les répondants à l'enquête ont indiqué que leurs activités continuaient d'être affectées négativement par les hausses de coûts liées aux droits de douane et par l'incertitude accrue en matière tarifaire.



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ISM Manuf.	Indice	oct.-25	48,7	49,1	47,1
ISM Services	Indice	oct.-25	52,4	50,0	52,7
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	oct.-25	58,0	61,9	46,6
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	oct.-25	49,4	48,9	46,0
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	oct.-25	54,2	52,6	46,0
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	nov.-25	50,3	53,6	65,4

*Du 03/11/2025 au 09/11/2025 Sources : Refinitiv, Covel Finance

Dans les services, l'indicateur ISM s'est en revanche redressé en octobre pour retrouver un plus haut depuis février, en passant de 50 à 52,4 points, un niveau restant toutefois modéré sur un historique de plus long terme. Les sous-composantes sont favorables, avec une progression des nouvelles commandes à 56,2 points, et un niveau d'activité de nouveau en zone d'expansion à 54,3. La composante emploi s'inscrit en hausse mais reste sur un niveau dégradé à 48,2. La composante prix payés décrit une accélération des pressions haussières, à 70, au plus haut depuis octobre 2022, confirmant le maintien de pressions inflationnistes dans les services.

Du côté du marché du travail, l'enquête ADP a rebondi sur le mois d'octobre. L'emploi privé a progressé de 42 000 postes en octobre, après un recul de 32 000 en septembre.

La confiance du consommateur de l'université du Michigan s'est encore dégradée en octobre (53,6 après 55,1) et est au plus bas depuis juin 2022. La fermeture du gouvernement fédéral a directement affecté l'évaluation de la situation présente qui fléchit de 6,3 points à 52,3, un point bas historique. Après plus d'un mois d'arrêt des activités fédérales non essentielles, les consommateurs expriment leurs inquiétudes quant aux conséquences négatives potentielles pour l'économie. En dépit des impacts croissants sur l'activité (restriction du trafic aérien notamment), les discussions à Washington entre démocrates et républicains n'ont pas permis d'avancée jusqu'à la fin de la semaine passée.

En revanche, le dimanche 9 novembre, **les Sénateurs républicains et démocrates ont trouvé un accord provisoire, pour mettre fin à la fermeture partielle du gouvernement fédéral (« shutdown »)**. 8 Sénateurs démocrates ont finalement voté en faveur de l'accord, ce qui a permis au texte d'être approuvé à 60 voix pour et 40 voix contre. Après ce premier vote, l'accord doit encore être débattu et adopté par la Chambre des représentants (où les républicains ont la majorité), puis entériné par Donald Trump. Il

permettra le financement du gouvernement jusqu'en janvier 2026.

Concernant les droits de douane, les auditions à la Cour Suprême se sont tenues cette semaine et les juges ont semblé exprimer des doutes quant au fait que la loi IEEPA accorde au président le pouvoir unilatéral d'imposer des droits de douane. La Cour s'est notamment demandé si le Congrès renoncerait à son pouvoir constitutionnel de percevoir des recettes par le biais de droits de douane sans autorisation explicite. Les droits de douane imposés en vertu de la loi IEEPA de 1977 représentent environ les trois quarts des nouveaux droits de douane du second mandat de l'administration Trump (droits liés au trafic de fentanyl, droits « réciproques »). Le jugement de la Cour Suprême ne sera connu que courant décembre, voire en janvier 2026. En cas de jugement défavorable, l'administration Trump a d'ores et déjà annoncé qu'elle recourrait à d'autres textes de loi pour remplacer les droits de douane liés à l'IEEPA. Cela ouvrirait néanmoins une période d'incertitude et pourrait générer un regain d'inquiétudes sur les finances publiques si les recettes liées aux droits de douane devaient être moins élevées que prévu.

Les trois élections qui se tenaient cette semaine aux Etats-Unis ont été remportées par les candidats démocrates, un signal négatif pour le camp républicain à moins d'un an des élections de mi-mandat. Au-delà de l'élection de Zohran Mamdani à la mairie de New York, les démocrates ont remporté des victoires significatives aux élections des gouverneurs en Virginie et dans le New Jersey (Abigail Spanberger et Mikie Sherrill).

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Sébastien Berthelot
Responsable de la Recherche Economique

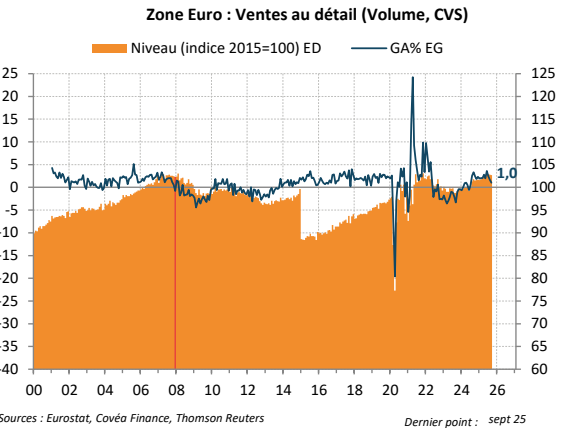


Suivi Macroéconomique

Europe

« Consommation toujours faible dans la zone euro »

Ouvrant la conférence annuelle de la BCE sur le marché monétaire, Isabel Schnabel a indiqué que la normalisation du bilan de l'Eurosystème se poursuit sans encombre, avec une position forte de liquidité des banques et des réserves encore très excédentaires. A propos de la constitution d'un matelas structurel de liquidités décidée lors de la revue du cadre opérationnel de la BCE l'année dernière, elle indique qu'elle devrait être précédée d'un regain d'importance des opérations standard de refinancement. Elle devrait commencer par la mise en place d'opérations de refinancement à long terme, puis par de nouveaux achats de titres. Le moment de la constitution de ce portefeuille structurel semble toutefois encore éloigné, notamment parce qu'il ne devrait pas intervenir avant que le portefeuille constitué dans le cadre d'opérations de politique monétaire aura suffisamment diminué, ce qui devrait être long. Par ailleurs, pour différentes raisons, Mme Schnabel estime que la constitution du portefeuille structurel devrait se concentrer sur des achats de titres courts. Elle juge que la disparition programmée du portefeuille de titres acquis pour des raisons de politique monétaire n'interfère pas avec la politique de taux et le réglage de la politique monétaire.



Sources : Eurostat, Covéo Finance, Thomson Reuters

Dernier point : sept 25

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	sept.-25	0,9	1,5	-1,9	1,2
AL	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-25	-0,7	-4,1	-1,9	-4,6
FR	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-25	1,3	0,1	0,7	-0,1
IT	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	sept.-25	-2,4	-0,4	-2,9	-0,7
ES	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-25	1,7	3,3	-1,6	0,4

*Du 03/11/2025 au 09/11/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

que 4 ont voté pour une baisse de 25 points de base. Le gouverneur Andrew Bailey (qui a voté pour le statu quo), qui a récemment déclaré qu'une baisse de taux pourrait être nécessaire si la modération de l'inflation se poursuit au cours des prochains mois, pourrait changer de position en faveur d'une baisse de taux dès le mois de décembre.

La consommation des ménages reste peu dynamique dans la zone euro. Les ventes au détail, en volume, ont légèrement reculé en septembre par rapport au mois précédent. Elles restent néanmoins en hausse de 1,0% sur un an.

En Allemagne, la production industrielle a moins rebondi en septembre que l'attendait le consensus. Elle a progressé de 1,3% par rapport à août, ce qui est insuffisant pour lui permettre de progresser sur un an (-1,0%). Sur le mois, le rebond a été affaibli par des baisses d'activité dans la construction et dans le secteur des machines et équipements, alors que la production du secteur automobile a affiché une hausse de 12,3%. Les secteurs les plus dépendants de l'énergie ont enregistré de faibles variations, tant en séquentiel qu'en glissement sur un an.

L'excédent commercial allemand a légèrement diminué en septembre, les importations progressant plus vivement que les exportations. Les exportations vers les Etats-Unis ont progressé de plus de 11% sur le mois, mais elles restent en retrait de 14% sur un an. La demande de produits allemands dans l'Union européenne continue à progresser, surtout dans les pays qui ne font pas partie de la zone euro (+5,1% sur le mois).

En France, alors que la première estimation du PIB du troisième trimestre avait surpris par la vigueur de l'activité qu'elle montrait, l'emploi du secteur privé s'est contracté, de 0,3% sur la période, portant son recul à 0,5% par rapport à la même période un an plus tôt.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre (BoE) a maintenu son taux directeur inchangé à 4,0%. La décision était serrée, avec 5 membres en faveur du statu quo tandis

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste

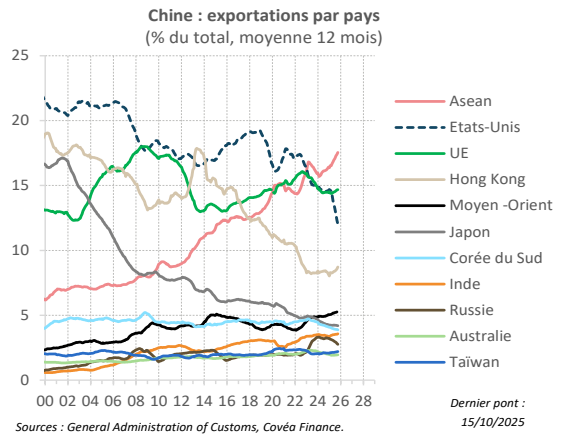


Suivi Macroéconomique

Asie

« Les exportations chinoises marquent le pas en octobre »

Les exportations chinoises ont décliné de 1,1% en glissement annuel en octobre, après une hausse de 8,3% en septembre. Une partie de cette modération reflète probablement les distorsions induites par l'effet calendaire associé à la fête de la lune qui a exceptionnellement eu lieu en octobre cette année plutôt qu'en septembre. Néanmoins, elle peut aussi illustrer les conséquences de la montée des barrières tarifaires. Par destination, l'affaiblissement des exportations chinoises a été largement généralisé. La baisse des exportations vers les Etats-Unis reste particulièrement marquée, à -25% sur un an. Ces prochains mois, les exportations chinoises devraient quelque peu bénéficier de la baisse de droits de douane annoncée par les Etats-Unis dans le cadre de l'accord entre les deux puissances (cf. suivi hebdomadaire du 3 novembre). Par produits, les exportations sont restées solides dans l'automobile, les semi-conducteurs et le naval, mais ont été mal orientées dans la plupart des autres secteurs. En outre, les importations chinoises se sont modérées, avec une croissance à 1% en octobre, après 7,4% en septembre. Cet affaiblissement est notamment marqué au niveau des matières premières, à l'exception des importations de pétrole brut qui ont progressé. Ainsi, l'excédent commercial mensuel de la Chine reste important, à 90 Mds\$, comme en septembre.



Les prix à la consommation ont légèrement progressé en octobre en Chine (+0,2% sur le mois comme en glissement annuel), soutenus par les dépenses liés aux vacances d'automne d'après le bureau des statistiques. En revanche, les prix à la production restent orientés à la baisse (-2,1%) sur un an).

Par ailleurs, les autorités chinoises renforcent les soutiens aux grands centres de données. Selon la presse, plusieurs autorités locales ont récemment accru les subventions destinées à réduire jusqu'à 50% les factures d'énergie de certains grands centres de données, à condition que ceux-ci utilisent des semi-conducteurs produits sur le sol national. Les provinces de Gansu, de Guizhou et de Mongolie intérieure, qui abritent d'importantes infrastructures numériques, sont notamment concernées. Ces mesures auraient été mises en place à la suite de plaintes de grands groupes face à la hausse des coûts liée à l'utilisation de semi-conducteurs domestiques plutôt que ceux de Nvidia. Elles illustrent ainsi la volonté de Pékin de renforcer le soutien à cette industrie face aux sanctions américaines. Par ailleurs, les autorités chinoises ont annoncé la prolongation de l'exemption de visa pour les touristes provenant de quarante-cinq pays, tout en ajoutant la Suède à la liste, une initiative visant à dynamiser le tourisme en Chine.

Le ministre chinois du commerce a confirmé la suspension pour un an des restrictions à l'exportation de plusieurs matériaux critiques, suspension qui avait été annoncée à l'issue de la réunion entre Donald Trump et Xi Jinping le 30 octobre dernier.

Au Japon, les salaires se reprennent quelque peu mais conservent une dynamique légèrement inférieure à celle observée depuis le début d'année. La croissance des salaires a atteint 1,9% en glissement annuel en septembre, après 1,3% en août. Cette dynamique demeure insuffisante pour permettre un gain de pouvoir d'achat aux salariés japonais, les salaires nominaux progressant moins vite que l'inflation. Le salaire réel recule ainsi de 1% sur un an. La volatilité récente des données s'explique surtout par la distribution des primes estivales, tandis que la croissance des salaires contractuels reste stable à 1,9% en glissement annuel. Cette publication n'est donc pas de nature à exercer des pressions en faveur d'une accélération de la normalisation monétaire sur la Banque du Japon, qui a maintenu le statu quo pour la sixième réunion consécutive il y a deux semaines. D'autant que, en début de semaine dernière, la nouvelle Première ministre Sanae Takaichi a déclaré que le pays n'avait pas encore atteint une inflation durable soutenue par la progression des salaires, exprimant ainsi sa préférence pour le maintien d'une politique monétaire accommodante. Par ailleurs, notons que les données d'octobre sur les salaires, publiés le mois prochain, permettront d'observer les répercussions de la hausse d'environ 6% du salaire minimum mise en œuvre sur le mois. En outre, sur le front des négociations salariales, la principale confédération syndicale japonaise a annoncé un objectif d'augmentation de 5% ou plus pour 2026, soit un niveau similaire à celui visé pour 2025, mais qui pourrait s'avérer plus significatif en termes réels si l'inflation ralentit fortement l'an prochain, conformément aux projections de la Banque du Japon.

Parallèlement, le nouveau gouvernement de Sanae Takaichi a annoncé la création d'un « quartier général stratégique » destiné à stimuler l'économie par des investissements publics dans dix-sept secteurs clés, dont les semi-conducteurs, l'intelligence artificielle et la défense. La Première ministre a précisé que l'objectif de cette initiative est de stimuler l'offre, d'accroître les revenus, de soutenir la confiance des ménages, de dynamiser les bénéfices des entreprises et, par conséquent, d'augmenter les recettes fiscales sans relever les taux d'imposition. Elle confirme ainsi son positionnement en faveur d'un « policy mix » plus expansionniste, combinant soutien budgétaire et politique monétaire souple.

En Australie, les banquiers centraux ont décidé, à l'unanimité, de maintenir le taux directeur à 3,60%. Cette décision intervient dans un contexte d'inflation particulièrement soutenue au troisième trimestre, à 3,2%, ce qui a conduit à une révision à la hausse des projections d'inflation de la banque centrale. Le comité a par ailleurs adopté un ton plus restrictif dans son communiqué, insistant sur les signes d'une inflation plus persistante qu'anticipé, laissant entendre que la banque reste attentive au risque d'un ancrage durable des pressions sur les prix.

Enfin, en Corée du Sud, l'inflation repart à la hausse. Elle s'est établie à 2,4% en octobre après 2,1% en septembre. Cette progression a été largement généralisée à la plupart des sous-composantes de l'indice. L'inflation sous-jacente a également progressé de 0,2 point de pourcentage pour atteindre 2,2%, une évolution liée principalement à la hausse des prix des services, en partie due à une période de congés plus longue que d'habitude début octobre, en lien avec la fête de la lune.

Jean-Louis Mourier
Economiste



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.