

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

17 novembre 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Jusqu'ici tout va bien !

Aux Etats-Unis, l'engouement pour la dette privée a favorisé le développement des *Business Development Companies* (« BDC ») qui détiendraient 20% d'un marché estimé à 2200 mds\$ (*).

Les « BDC », sont des fonds souvent cotés, créés pour faciliter le financement des petites entreprises américaines. Ils sont prisés par les particuliers car plus accessibles que les fonds fermés destinés aux investisseurs institutionnels ou à la clientèle fortunée. Tout comme les foncières (« REITS »), les « BDC » ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés tant qu'ils distribuent au moins 90 % de leurs revenus à leurs investisseurs.

Les cours des actions des « BDC » sont volatils. Leur chute depuis l'été (graphique ci-dessous) a amplifié la décote entre leur valeur boursière et la valeur comptable de leurs actifs. Cette décote, parfois à deux chiffres, pourrait constituer un signal d'alerte quant à la santé du marché du crédit privé aux Etats-Unis, déjà fragilisé par une série de fraudes dont celle de First Brands, que nous avons commentée lors d'un précédent éditorial.

Les « BDC » ont très souvent recours à l'effet de levier, jusqu'à deux fois leurs fonds propres. Les intérêts générés par les investissements dans la dette privée d'entreprises doivent garantir le remboursement de leurs dettes et le paiement des dividendes aux investisseurs. Le ratio dette sur fonds propres aurait triplé ces 15 dernières années pour passer de 30% à 90% (*). Lors du « libération day », les « BDC » avec le plus de levier financier avaient chuté en bourse avant de se ressaisir. Les régulateurs s'inquiètent des interconnexions croissantes entre les « BDC » et les banques prêteuses d'autant plus que les méthodes de valorisation et la structuration des dettes rendent la lecture des risques difficile.

Malgré la hausse des taux, les défauts sur les dettes d'entreprises n'ont pas fortement crû. Une des raisons s'explique par la généralisation au recours aux intérêts capitalisés (ou PIK en anglais). La plupart des emprunteurs ont des prêts indexés sur le SOFR à 3 mois. La normalisation de la politique de la FED s'est traduite par une hausse significative des charges d'intérêt. En conséquence, les emprunteurs endettés ont dû faire face à une augmentation de la charge de la dette au-delà de la génération de flux de trésorerie liées à leurs activités. La conversion de liquidités en « PIK » permet aux emprunteurs de différer les sorties de trésorerie, mais augmente le principal de la dette et le risque de défaut à l'échéance.

Pour les « BDC », la hausse des intérêts « PIK » peut engendrer des déséquilibres de liquidité, car ils sont tenus de distribuer au moins 90 % de leur revenu imposable sous forme de dividendes aux actionnaires, avec le risque de devoir lever des capitaux supplémentaires, par émission d'actions ou de dettes.

Dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous soulignons régulièrement les points de fragilité sur le marché de la dette privée américaine d'autant plus que la part des assureurs vie et des particuliers n'a cessé de croître sur cette classe d'actifs. Dans cette opacité, la vigilance des investisseurs plutôt que la complaisance est de mise.

(*) Source : Bank Of International Settlements Juillet 2025

Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

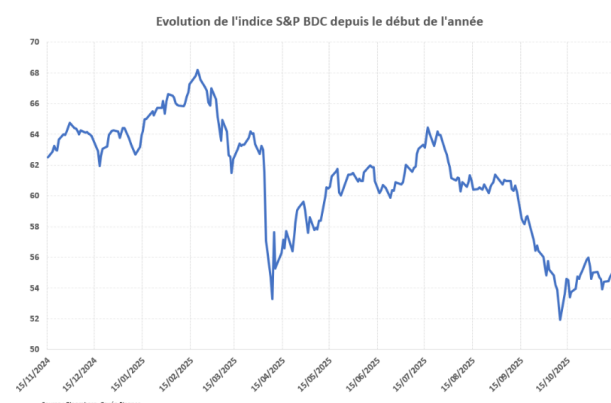
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Fragilité des actions de BDC en bourse ... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	14/11/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,162	1,170	1,053	-0,7	10,4
€ / £	0,882	0,852	0,831	3,5	6,1
€ / Yen	179,61	168,98	164,55	6,3	9,2
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	64	68	73	-4,9	-11,3
Indice CRB*	536	566	535	-5,3	0,3
Prix de l'once d'Or	4 094	3 334	2 573	22,8	59,1
Prix de la tonne de cuivre	10 852	9 900	8 990	9,6	20,7
Indice Baltic Dry**	2 125	1 553	1 692	36,8	25,6
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1451	2332	2252	-37,8	-35,5

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, les marchés de taux ont réagi aux événements politiques et aux déclarations des banquiers centraux, aux Etats-Unis comme en Europe. Le début de semaine a été marqué par une tendance baissière et par un mouvement d'aplatissement, dans un contexte de fin du « shut-down » aux Etats-Unis. Sur la seconde moitié de la semaine, les taux ont été orientés à la hausse dans un mouvement de pentification, accentuée par les commentaires prudents des membres du FOMC sur la poursuite de l'assouplissement monétaire. En définitif, aux Etats-Unis, le taux 10 ans est en hausse de 5 points de base (pbs) et clôture à 4,15%. En zone Euro, le taux 10 ans allemand augmente de 5 pbs sur la semaine et termine ainsi à 2,72%. Le taux 10 ans français reste stable à 3,46% et affiche ainsi la meilleure performance de la zone sur la semaine. L'écart de taux entre les deux références termine à 74 pbs. Au Royaume-Uni, les incertitudes croissantes autour du budget et du déficit ont pesé sur les marchés de taux. Le taux 10 ans progresse ainsi de 11 pbs sur la semaine à 4,57%.

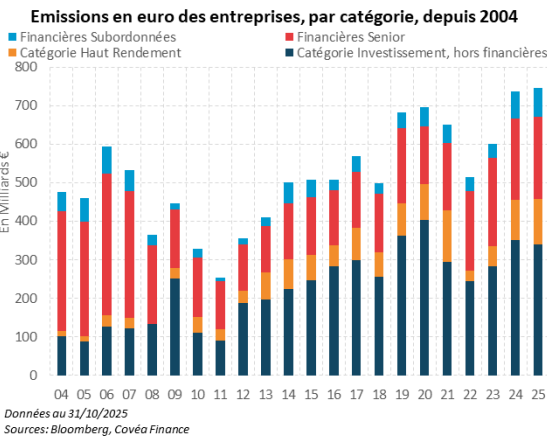
Le Focus de la semaine : Emissions primaires record sur le marché du crédit euro

L'année 2025 vient officiellement de battre le record d'émissions obligataires sur le marché du crédit euro. Avec 745 Mds€ émis à fin octobre, le millésime dépasse, sans attendre la date de clôture, les différentes cuvées historiques, surpassant au passage le cru 2024, avec ses 736 Mds€ d'émissions. Le rythme accélère encore en novembre, avec une semaine d'émission exceptionnelle de plus de 50 Mds€ et la participation de grands groupes émetteurs comme Alphabet, Heineken et Verallia.

Cette année record se retrouve sur l'ensemble des classes d'actifs du crédit, avec des émissions catégorie investissement hors financières qui représentent 340 Mds€, des émissions financières pour 288 Mds€ et des émissions catégorie investissement de 117 Mds€. Parmi l'ensemble des secteurs d'activité, l'industrie reste le contributeur le plus important sur la catégorie haut rendement, avec plus de 110 Mds€ émis sur le marché obligataire depuis le début d'année.

Plusieurs facteurs participent à cette envolée de l'offre de dettes des entreprises. Tout d'abord, 2025 et 2026 sont marqués par des niveaux importants de remboursement sur le marché du crédit euro, avec respectivement plus de 450 et 520 Mds€ de tombées estimées. Le contexte d'incertitudes ambiant, nourri par les tensions commerciales, poussent les émetteurs à venir refinancer leurs dettes en anticipation alors que les coûts d'émissions restent particulièrement attractifs avec des primes de risque qui se sont resserrées sur l'année. La prime de risque du crédit euro catégorie investissement a ainsi connu un resserrement de 27 pbs depuis début 2025 et termine à 86 pbs à fin octobre (calculée contre une obligation allemande de maturité équivalente), soit un taux de 3,24%. Enfin, malgré cette offre importante et des primes de risque limitées, la demande des investisseurs est toujours importante, illustrée par un ratio de couverture moyen des émissions de 4,23 sur le mois d'octobre.

Ce volume historique d'émissions sur le marché du crédit euro draine des montants importants de liquidités de la part des investisseurs et concurrence ainsi l'offre de dettes souveraines émises par les Etats. Avec des volumes d'émissions souveraines toujours conséquent en 2026, cette concurrence du crédit pourrait induire, comme décrit dans nos Perspectives Economiques et Financières, des pressions sur les coûts de financement des Etats et des contraintes sur les politiques d'émissions.



Tanguy Jouanneau
Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)					Pente* (en pb)	
	14/11/25	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	-0,75			
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	3,15	3,40	0,00	0,00	-1,00	-1,25			
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,25	0,00	0,00	-1,00	-1,25			
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	4,25	4,75	4,75	0,00	-0,25	-0,75	-0,75			
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25	0,25			
Taux 10 ans												
Etats-Unis	4,15	4,10	4,24	4,57	4,44	5	-9	-42	-29	54	60	
Allemagne	2,72	2,67	2,57	2,37	2,34	5	15	35	38	69	60	
France	3,46	3,46	3,25	3,20	3,08	0	21	26	38	121	86	
Italie	3,47	3,43	3,45	3,52	3,55	4	2	-5	-7	124	89	
Royaume-Uni	4,57	4,47	4,47	4,57	4,48	11	10	1	9	73	82	
Japon	1,71	1,68	1,42	1,10	1,06	3	29	61	65	77	151	
Crédit												
Indice Itraxx Main	55,0	56,7	56,1	57,7	54,8	-1,7	-1,2	-2,7	0,2			
Indice Itraxx Crossover	263,7	272,2	290,5	313,1	296,3	-8,4	-26,8	-49,3	-32,6			

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

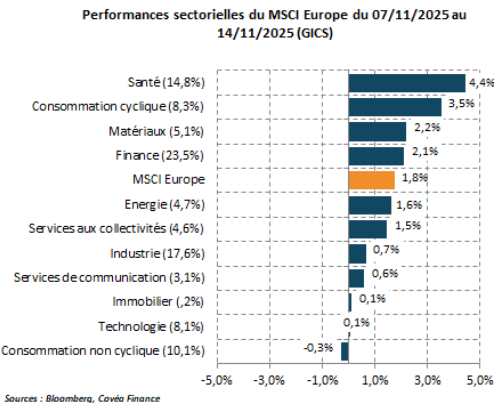
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, l'indice MSCI Europe (hors réinvestissement des dividendes) a progressé de 1,8 %, porté par la fin de la paralysie budgétaire aux Etats-Unis et des avancées vers un possible accord commercial entre les Etats-Unis et la Suisse évoquant des droits de douane de 15%. Toutefois, le marché a été freiné dans son élan en fin de période par des inquiétudes sur le rythme de baisse des taux directeurs de la banque centrale américaine. En termes d'évolution géographique, on note la bonne performance de la Suisse dans le sillage de ces discussions commerciales à +3,6% ainsi que de la France à +2,8% poussant le CAC 40 vers un plus haut historique. Cependant, le marché français reste en sous-performance depuis le début de l'année à +10,7% contre +13,2% pour le MSCI Europe, reflet du risque politique.

Le Royaume-Uni est le seul pays qui a connu une performance hebdomadaire négative (-0,2%) en lien avec les difficultés économiques et politiques du pays. Enfin, concernant les évolutions sectorielles, la santé affiche la plus forte hausse (+4,5), suivie de la consommation cyclique (+3,5%) et des matériaux (+2,1%). A l'inverse, la consommation non cyclique affiche la pire performance et est le seul secteur en négatif (-0,2%).



Le Focus de la semaine : La hausse des défaillances d'entreprises en France

En septembre 2025, la France a enregistré 6 800 faillites d'entreprises, un niveau inédit depuis 2009. Sur douze mois, le total atteint 68 000 défaillances, dépassant la moyenne annuelle d'avant la crise sanitaire du covid (environ 59 000). Ce chiffre ne peut plus être attribué au simple « rattrapage » post-covid, mais révèle une conjoncture économique difficile.

Pendant la pandémie, l'Etat a soutenu les entreprises via le chômage partiel, les reports de charges et les prêts garantis (PGE). Ces mesures ont temporairement évité une vague de faillites, mais ont aussi maintenu artificiellement en vie des structures fragiles. A partir de 2022, avec la fin progressive de ces aides et le début des remboursements, les défaillances ont explosé. En 2024, le phénomène s'est stabilisé mais il dépasse les niveaux historiques.

Les difficultés actuelles ne relèvent plus de cette situation. Le problème semble désormais directement lié à l'activité économique. Les entreprises, grandes et petites, font face à une succession de crises : guerre en Ukraine, pénuries, inflation persistante, instabilité politique, guerre commerciale, etc. Ces facteurs ont pénalisé les carnets de commandes, tandis que les coûts d'exploitation restent élevés, notamment dans l'industrie où les prix de l'énergie n'ont pas leur niveau d'avant crise. La facture énergétique des entreprises de l'industrie en France a quasiment doublé entre 2019 et 2022 passant de 6,7% à 12% du chiffre d'affaires.

La remontée des défaillances touche quasiment tous les secteurs : la construction, le commerce et la réparation automobile, l'hébergement et la restauration en tête. L'industrie est l'un des secteurs les plus affectés, avec une hausse de 10% des faillites au troisième trimestre 2025. Les entreprises industrielles, très dépendantes de leurs achats pour produire, subissent un déséquilibre entre dépenses et revenus. Cela illustre la nécessaire capacité d'adaptation que nous recherchons au sein des entreprises dans lesquelles nous investissons et que nous développons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

La crise politique en France a accentué les incertitudes. Les entreprises freinent leurs investissements et embauches. Les délais de paiement s'allongent, augmentant le risque de faillite.

Au-delà des faillites officielles, de nombreux dirigeants choisissent également de fermer volontairement leur entreprise. Au troisième trimestre de cette année, plus de 95 000 radiations ont été enregistrées, en hausse de 31% par rapport au T3 2024. Les prévisions pour 2025 tablent sur 69 000 faillites, en hausse de 3% par rapport à 2024. Si cette progression est moins brutale que celle de 2023 (+18%), le maintien à un niveau élevé interpelle et mérite d'être suivi.

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	14/11/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7		26/06/25		31/12/24		sur 12 mois	
MSCI EMU	193,2	189,2	178,7	163,2	161,5	2,1	▲	8,1	▲	18,4	▲	19,6	▲
MSCI EMU Mid Cap	1 315,8	1 293,3	1 242,1	1 056,7	1 047,4	1,7	▲	5,9	▲	24,5	▲	25,6	▲
MSCI EMU Small Cap	511,3	500,4	504,9	390,5	398,3	2,2	▲	1,3	▲	30,9	▲	28,4	▲
MSCI Europe	192,3	188,9	179,6	169,9	169,7	1,8	▲	7,1	▲	13,2	▲	13,3	▲
France CAC 40	8 170,1	7 950,2	7 557,3	7 380,7	7 311,8	2,8	▲	8,1	▲	10,7	▲	11,7	▲
Allemagne DAX 30	8 945,2	8 830,3	8 860,3	7 648,6	7 400,6	1,3	▲	1,0	▲	17,0	▲	20,9	▲
Italie MIB	43 994,7	42 917,7	39 351,3	34 186,2	34 358,2	2,5	▲	11,8	▲	28,7	▲	28,0	▲
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 698,4	9 682,6	8 735,6	8 173,0	8 071,2	0,2	▲	11,0	▲	18,7	▲	20,2	▲
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 992,9	11 018,3	10 250,2	9 877,2	9 710,1	-0,2	▼	7,2	▲	11,3	▲	13,2	▲

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les marchés progressent sur la semaine malgré une certaine volatilité, oscillant entre espoirs d'assouplissement monétaire, inquiétudes sur le secteur technologique et résultats d'entreprises. Le Japon affiche la meilleure performance sur la semaine grâce à la faiblesse du yen. La Corée du Sud progresse également, en lien avec les espoirs d'amélioration de la gouvernance dans le pays et la discussion autour de la revue à la baisse de la taxation des dividendes. Enfin, l'Inde est en hausse dans la perspective d'une politique monétaire plus accommodante dans un contexte d'inflation faible dans le pays. A l'inverse, la Thaïlande et l'Australie reculent du fait de publications d'entreprises décevantes. Parmi les éléments transverses, notons que la Chine a suspendu jusqu'en novembre 2026 son interdiction d'exporter vers les États-Unis quelques minerais critiques dont le gallium, le germanium, l'antimoine dans la lignée des engagements pris lors de la rencontre entre Xi Jinping et Donald Trump.

Aux **États-Unis**, après un début de semaine bien orienté et soutenu par la perspective d'une réouverture imminente des agences gouvernementales fermées depuis le 1er octobre, les actions américaines ont subi de forts dégagements tandis que refluaient les anticipations de baisse des taux directeurs. La thématique de l'intelligence artificielle a fait l'objet de fortes prises de bénéfices, qui se sont diffusées dans tous les secteurs. Cette thématique a également l'objet d'annonces ambivalentes (Meta, Microsoft, Alphabet) entre multiplication des annonces d'investissements et inquiétudes autour des périodes d'amortissement utilisées et des rendements attendus, dans un contexte de recours accru à la dette comme moyen de financement.

Le Focus de la semaine : Le retour d'une chaîne de valeur de l'uranium sur le sol américain

L'électrification des économies et la montée en puissance des besoins énergétiques liés à l'intelligence artificielle redéfinissent la demande mondiale en électricité. Après deux décennies de baisse de la demande d'électricité, la consommation repart fortement à la hausse, portée par la mobilité électrique, la décarbonation industrielle et surtout l'essor des centres de données. Ces derniers ont déjà consommé en 2024 l'équivalent de la consommation française et pourraient doubler d'ici 2030 sous l'effet de l'IA générative et du cloud. Or, ces infrastructures numériques nécessitent une électricité continue, fiable et bas carbone, une équation que seules les énergies stables comme le nucléaire peuvent résoudre. Le solaire et l'éolien, intermittents, ne suffisent pas sans stockage massif ; or les batteries demeurent coûteuses et peu efficaces. Les géants du numérique intègrent cette problématique : Google, Meta ou Microsoft s'associent désormais à des opérateurs nucléaires pour sécuriser une électricité propre et constante pour leurs futurs centres d'IA. Le nucléaire devient ainsi un levier de compétitivité technologique autant qu'un outil de transition énergétique.

Derrière cette renaissance se cache néanmoins un équilibre précaire. Les États-Unis importent aujourd'hui près de 99% de l'uranium naturel qu'ils consomment, principalement du Canada, du Kazakhstan, de l'Australie mais également de la Russie. Si cette dépendance sur la matière première est déjà problématique, elle devient critique sur le segment suivant de la chaîne : la conversion et surtout l'enrichissement de l'uranium, indispensables pour l'alimentation des réacteurs nucléaires. Ainsi, en 2024 près de 80% de l'uranium enrichi utilisé aux États-Unis provenait de l'étranger, dont une part importante de Russie. Ce maillon est stratégique puisque sans capacité d'enrichissement domestique, les États-Unis demeurent vulnérables. Face à cette dépendance, Washington a engagé une reconstruction de sa filière nucléaire. Les décrets présidentiels du printemps 2025 fixent des objectifs ambitieux : relancer l'extraction domestique d'uranium, réhabiliter les capacités de conversion et recréer une capacité industrielle d'enrichissement, disparue depuis la fermeture de la dernière usine commerciale en 2013. Cette relance ouvre un nouvel horizon industriel pour l'écosystème nucléaire américain : exploitants miniers, fournisseurs d'équipements et capacités de conversion et d'enrichissement, émergence de nouvelles technologies de production (Petits Réacteurs et 4ème génération). Les contrats accordés par le Département de l'Énergie (DOE) à plusieurs entreprises américaines, et plus récemment l'accord conclu avec Westinghouse Electric Company (JV enter Cameco et Brookfield), marquent les premiers jalons concrets de cette reconquête industrielle. D'autres partenariats sont attendus, associant acteurs historiques, start-ups nucléaires et énergéticiens.

Dans un contexte de demande électrique en forte croissance et de tensions géopolitiques autour des ressources critiques, la renaissance du nucléaire américain s'impose comme un pilier de la souveraineté et un moteur de puissance industrielle et technologique pour les décennies à venir.

Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	14/11/25	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	en devise locale			en €			
							26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	6 734	6 729	6 141	5 882	5 949	0,1	9,7	14,5	13,2	-0,4	10,4	2,0	2,6
Etats-Unis - Dow Jones	47 147	46 987	43 387	42 544	43 751	0,3	8,7	10,8	7,8	-0,1	9,4	-1,3	-2,4
Etats-Unis - Nasdaq	22 901	23 005	20 168	19 311	19 108	-0,5	13,5	18,6	19,9	-0,9	14,3	5,7	8,6
Japon Nikkei 300	719	706	601	604	581	1,9	19,7	19,0	23,8	0,7	12,6	7,9	13,4
Corée du Sud KOSPI	4 012	3 954	3 080	2 399	2 419	1,5	30,3	67,2	65,8	1,6	22,4	51,5	45,5
Chine - Shanghai	3 990	3 998	3 448	3 352	3 380	-0,2	15,7	19,1	18,1	-0,3	17,9	9,1	9,1
Hong Kong Hang Seng	26 572	26 242	24 325	20 060	19 436	1,3	9,2	32,5	36,7	0,8	11,1	17,9	24,0
Marchés Emergents - MSCI	1 386	1 382	1 227	1 075	1 084	0,3	12,9	28,8	27,8	-0,2	13,7	14,8	15,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

La titrisation : enjeux et perspectives en Europe

La titrisation est une technique financière apparue durant les années 1970 qui consiste transformer des crédits distribués par une banque en titres de créances, l'opération consistant à regrouper certains types d'actifs pour les restructurer en titres portant intérêts. Le paiement des intérêts et du principal sur ces actifs est ensuite transféré à un investisseur (banques, fonds de pension...). Cette technique a pour avantage de transformer des crédits bancaires en titres financiers négociables, permettant la sortie comptable d'une partie de leurs crédits au bilan pour en accorder de nouveaux, et répéter ainsi le processus de titrisation. En transférant une partie du risque de crédit hors du bilan, la titrisation représente un levier pour améliorer les ratios de solvabilité.

En Europe, la titrisation suscite un intérêt croissant, malgré les stigmates de la crise des « subprimes » de 2008 (lorsque des prêts hypothécaires risqués, parfois notés AAA, ont été vendus de manière opaque aux investisseurs). Le rapport Draghi, publié en septembre 2024 et qui aborde l'incapacité de l'épargne élevée à rester sur le continent européen pour se diriger vers des investissements productifs, a toutefois réveillé l'intérêt de la titrisation, dans un contexte où les besoins de financement pour la transition écologique et technologique se chiffrent en centaines de milliards d'euros. En facilitant la sortie comptable d'une partie des crédits inscrits au bilan, la titrisation représente une solution pour libérer du capital des bilans bancaires et accorder de nouveaux financements.

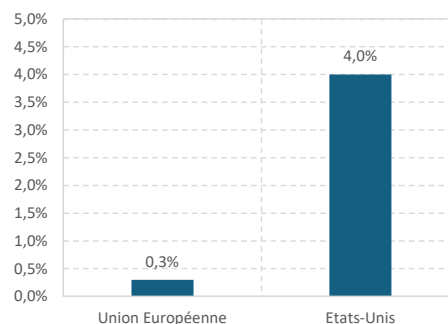
La BCE elle-même semble avoir un intérêt au développement de la titrisation, qui pourrait jouer un rôle central dans l'Union des marchés des capitaux, et permettrait également de remédier à la faible profondeur des marchés européens. Le Conseil des gouverneurs de la BCE, dans une déclaration de mars 2024 sur les progrès vers l'Union des marchés de capitaux, souhaite que « le marché de la titrisation de l'UE puisse jouer un rôle dans le transfert des risques en dehors des banques afin de leur permettre de fournir davantage de financement à l'économie réelle, tout en créant des opportunités pour les investisseurs ».

L'émission annuelle de titrisations au sein de l'UE ne représentait que 0,3% du PIB en 2024, contre 4% aux Etats-Unis. Cette différence s'explique principalement par un cadre réglementaire européen plus contraignant, qui alourdit les coûts opérationnels des banques et réduit l'attractivité des produits titrisés. En particulier, la charge en capital est plus élevée pour les banques européennes lors des opérations de titrisation. Par exemple, une banque européenne devra immobiliser environ 10 M€ de capital réglementaire pour 100 M€ d'une tranche senior STS (Simple, Transparente, Standardisée) détenue, alors que l'exigence de fonds propres ne pourra être que de 7 M\$ pour une banque américaine détenant 100 M\$ d'une tranche senior AAA RMBS (« Residential Mortgage-backed security ») et se reposant sur des modèles internes (utilisés avec moins de contraintes qu'en Europe). Aujourd'hui, de nombreuses banques du vieux continent plaident pour une révision des charges de capital imposées afin de refléter le niveau réel de risque, tout en garantissant une supervision rigoureuse pour ne plus répéter les erreurs de 2008. Du côté des « originateurs », l'actuel régime européen de la titrisation (datant de 2017) impose un alignement des intérêts via une règle de rétention de 5% pour la banque à l'origine de l'opération de titrisation (les banques doivent conserver à leur bilan une part minimale du risque pour éviter une déresponsabilisation). De plus, les acteurs européens misent sur la participation d'agences de notation locales, capables de mieux évaluer les spécificités économiques et réglementaires de la région. Une telle approche renforcerait la souveraineté financière de l'Europe et réduirait sa dépendance aux agences américaines.

Cependant, deux facteurs peuvent contrarier le développement des produits titrisés en Europe. D'abord, l'éventuelle préférence des investisseurs européens pour les obligations sécurisées (« covered bonds »). Mais surtout, dans la première économie de la zone, la majeure partie du financement des entreprises repose sur des banques régionales, qui ont historiquement eu tendance à pratiquer une titrisation « au bilan » (« on balance sheet securitization »), en gardant les prêts titrisés au bilan (et la relation client), ce qui empêche la réduction de la charge en capital et la hausse de la capacité de financement de la banque. La titrisation « au bilan » peut toutefois fonctionner comme une titrisation classique (« true sale securitization »), grâce au recours à des opérations de SRT synthétiques (« Significant Risk Transfer ») ou transfert de risque significatif, opération « synthétique » car l'opération n'entraîne pas un transfert légal de titres, qui restent au bilan de la banque, mais uniquement un transfert de risque par la vente du risque de crédit lié, via des dérivés. L'appétit croissant des banques européennes pour la titrisation mais leur volonté concomitante de conserver les prêts au bilan a conduit à un rapide essor de ces opérations de SRT, si rapide que la BCE a appelé, en novembre, à la vigilance sur ce type d'opération (après en avoir simplifié leur supervision en 2025, par la réduction des délais d'approbation des opérations...). La valeur au bilan de ces titrisations synthétiques représenterait actuellement 670 Md\$ au bilan des banques européennes selon Bloomberg. La BCE et le FMI y voient désormais de nouvelles voies de contagion et une amplification du risque de contrepartie. Le risque de crédit, externalisé via ces opérations plutôt complexes de SRT synthétiques auprès de fonds de dette privée et de hedge funds, est ensuite porté par une multitude d'acteurs financiers, dont des assureurs, de manière parfois opaque.

Le développement de la titrisation en Europe pourrait faciliter le financement par ses banques de la transition écologique et d'autres secteurs stratégiques (défense, infrastructures...), à condition, notamment, de maintenir l'attrait des investisseurs pour des produits titrisés transparents. Les problématiques d'accès aux financements sont une thématique que nous suivons dans le cadre de nos Perspectives Économiques et Financières.

Emissions de titrisations en % du PIB en 2024



Source : Covea Finance, ESMA (European Securities and Markets Authority), SIFMA (Securities Industry and Financial Markets)

Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier

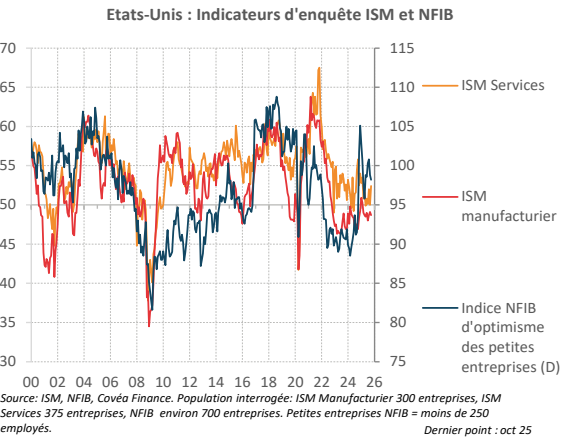


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Après 43 jours d'arrêt, les activités du gouvernement fédéral vont enfin reprendre »

Après le Sénat le 10 novembre, la Chambre des représentants a voté le 12 novembre une résolution de continuité qui permet de financer le gouvernement fédéral jusqu'au 30 janvier 2026, mettant ainsi fin à la plus longue fermeture du gouvernement fédérale de l'histoire américaine (43 jours). Le texte garantit le versement des salaires des employés fédéraux et la réintégration des travailleurs mis en congé, mais reporte le débat sur les subventions pour les soins de santé. Cette réouverture devrait permettre une reprise progressive des publications statistiques officielles. La Maison Blanche a toutefois fait savoir que les rapports d'octobre sur l'inflation et le marché du travail ne seraient probablement pas publiés ou de façon incomplète. Le Bureau of Labor Statistics (BLS) a indiqué que le rapport d'emploi de septembre sera publié le 20 novembre, mais il n'a pas encore communiqué sur les autres publications.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Indice de confiance NFIB	Indice	oct.-25	98,2	98,8	90,7	93,0

*Du 10/11/2025 au 16/11/2025 Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Le président de la Réserve fédérale (Fed) d'Atlanta, Raphael Bostic, qui n'est pas en faveur d'une poursuite de la baisse des taux, a déclaré qu'il prendrait sa retraite à la fin de son mandat actuel, le 28 février 2026, un départ inattendu alors que le président Donald Trump cherche à exercer une plus grande influence sur la Fed. Le président américain ne choisit pas les présidents des banques régionales de la Fed, mais les nominations doivent être approuvées par le Conseil des gouverneurs de la banque centrale. Le président de la Fed d'Atlanta n'est pas votant au sein du comité de politique monétaire (FOMC) avant 2027.

Par ailleurs, plusieurs banquiers centraux ont émis des réserves quant à la poursuite du resserrement monétaire. Parmi eux, Susan Collins, Présidente de la Fed de Boston, a ainsi estimé que la barre est haute pour de nouvelles baisses de taux du fait de la persistance des risques inflationnistes. Mme Collins avait voté pour la baisse de 0,25% en octobre.

L'enquête NFIB auprès des PME a peu évolué en octobre, avec un recul de 0,6 points à 98,2, ce qui correspond à la moyenne de long terme de l'indice. La principale difficulté rencontrée par les PME touche à la qualité de la main d'œuvre (27% des répondants), en particulier dans la construction (49% des répondants).

Sur le plan commercial, les États-Unis et la Suisse ont conclu un accord visant à réduire les droits de douane américains sur les produits suisses de 39 % à 15 %, les mettant ainsi au même niveau que ceux visant l'UE. Par ailleurs, les États-Unis prévoient de

supprimer les droits de douane sur les bananes, le café, le bœuf et certains vêtements et produits textiles dans le cadre d'accords-cadres conclus avec quatre pays d'Amérique latine (Equateur, Argentine, Salvador et Guatemala).

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



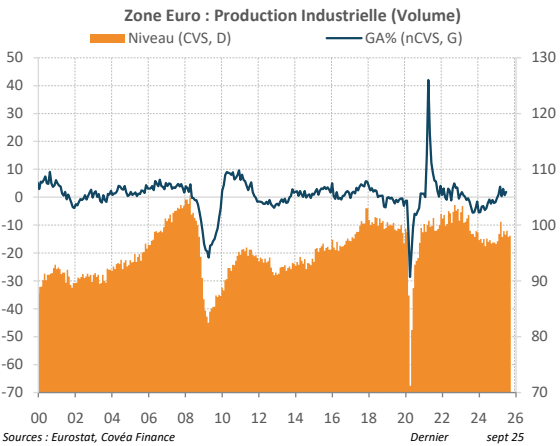
Suivi Macroéconomique

Europe

« Au Royaume-Uni, l'incertitude politique et budgétaire se renforce au Royaume »

Dans la zone euro, la production industrielle était en hausse de 1,2% sur un an en septembre, comme au mois précédent. Les biens de consommation durables pèsent, avec un recul amplifié par rapport à août et l'activité a ralenti dans les biens de consommation non-durables. On note, en revanche, un rebond dans les biens intermédiaires, les biens d'investissement et l'énergie. Le recul de la production en Allemagne continue à peser sur l'ensemble de la zone euro.

Le Conseil des affaires économiques et financières, qui regroupe les ministres de l'économie et des finances des pays membres de l'UE a trouvé un accord sur la suppression du seuil de franchise douanière pour les marchandises entrant dans l'Union européenne. Il s'agit notamment de tenter de freiner le flux de commandes des particuliers sur des sites marchands chinois. Toutefois, la mesure envisagée ne prendrait effet qu'en 2028, une fois que la plateforme commune des services douaniers sera installée et opérationnelle. Estimant urgent de freiner ce flux d'importation de colis dont la valeur est jugée souvent sous-estimée, les ministres se sont engagés à mettre en place rapidement une solution temporaire simple de contrôle plus efficace de ces colis. En revanche, les discussions sur le financement d'une aide supplémentaire à l'Ukraine ou sur la fiscalité de l'énergie n'ont pas permis d'avancées notables.



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA%	sept-25	1,2	1,2	-1,7	-3,0
AL	ZEW	Indice	nov.-25	38,5	39,3	2,2	25,4
FR	Indicateur de confiance BdF	Indice	oct.-25	97,2	97,1	94,7	93,9
RU	Taux de chômage	% de la pop. active	août-25	5,0	4,8	4,1	4,4
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-25	-2,5	-0,5	-2,6	-1,5
	PIB	Vol, CVS, GA%	T3 25	1,3	1,4	0,3	1,1

*Du 10/11/2025 au 16/11/2025 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En Allemagne, le comité budgétaire du Bundestag a finalisé le projet de budget 2026 avec un déficit supérieur de 8Mds€ à celui que prévoyait le gouvernement dans son avant-projet de juillet dernier. Les investissements de l'administration fédérale devraient atteindre 126Mds€ l'année prochaine, dont 59Mds venant du Fonds spécial d'investissement dans les infrastructures. Le Conseil des experts économiques a toutefois révisé à la baisse ses prévisions de croissance en raison d'un impact moins important qu'initialement estimé de ce plan d'investissement en infrastructure. Il s'agit de prendre en compte que face aux dépenses du Fonds spécial, les dépenses d'investissement du budget ordinaire sont réduites : ils considèrent ainsi que le Fonds finance indirectement des dépenses courantes, dont l'impact sur la croissance est moins important, notamment dans la durée.

En France, les recettes issues de la TVA pour 2025 devraient être inférieures aux prévisions du gouvernement. Le montant global du manque à gagner pourrait atteindre 5Mds€ (0,16% du PIB), ce qui pèsera sur le déficit. Selon Bercy, une partie de la perte pourrait être due à la sous-déclaration des petits colis importés. En pleine procédure d'élaboration de son budget 2026, le gouvernement italien a annoncé que l'augmentation des dépenses militaires rendue nécessaire par la nouvelle donne géopolitique et les nouvelles exigences de l'OTAN ne commencera que lorsque le pays sera sorti de la procédure de déficit excessif initiée en juillet 2024.

Au Royaume-Uni, la croissance ralentit au troisième trimestre. Le pays a en effet enregistré une faible croissance au T3 2025, de 0,1% seulement, ce qui représente une nette décélération après un premier semestre plus dynamique. La faiblesse de la croissance s'explique par une réduction des stocks dans un contexte de faiblesse de la production industrielle. En effet, la production a fortement chuté au mois de septembre, de 2,5% par rapport à la production d'il y a un an. La baisse s'observe avant tout dans le secteur automobile, qui a été affecté par une cyberattaque d'ampleur chez Jaguar Land Rover entraînant un arrêt de la production dans certaines usines. Par ailleurs, le ralentissement du marché du travail se confirme. En effet, le taux de chômage s'inscrit en hausse à 5% tandis que les salaires poursuivent leur modération, même si la croissance en niveau reste élevée à 4,6% en glissement annuel. Ces données sont un signal supplémentaire du ralentissement de l'économie britannique et pourraient inciter certains membres de la Banque d'Angleterre (BoE) à voter en faveur d'une baisse de taux au mois de décembre.

Sur le plan politique, les tensions au sein du Parti travailliste se renforcent, à quelques jours de l'annonce du budget qui aura lieu le 26 novembre. En effet, une partie des soutiens de Keir Starmer accuse le Ministre de la Santé Wes Streeting de vouloir contester le leadership du Premier ministre. Il existe en effet une procédure qui pourrait permettre de faire tomber Keir Starmer au poste de chef du Parti travailliste, et donc du poste du Premier Ministre. Les dissidents travaillistes auraient besoin de 81 signatures (soit 1/5^{ème} des députés travaillistes au Parlement) en faveur d'un candidat désigné. Une telle procédure contre un Premier Ministre en exercice ne s'est jamais produite dans l'histoire du Parti travailliste. Le Ministre de la santé Wes Streeting dément catégoriquement toute intention de défier Keir Starmer, mais cet épisode montre que le Premier ministre semble fragilisé par les tensions internes.

Par ailleurs, le revirement budgétaire de la Ministre des Finances Rachel Reeves rappelle les prémices de la crise qui avait secoué les marchés britanniques sous Liz Truss. Alors que les finances publiques britanniques sont mal orientées et que des mesures de réduction du déficit sont attendues dans le budget de novembre, le Financial Times a rapporté que Rachel Reeves pourrait abandonner son projet de hausse de l'impôt sur le revenu. Cette décision serait justifiée par l'actualisation des prévisions économiques de l'OBR (Office for Budget Responsibility), qui pourrait donner plus de marges de manœuvre budgétaires au gouvernement. Les marchés britanniques ont fortement réagi en fin de semaine face à la hausse de l'incertitude politique et budgétaire.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste

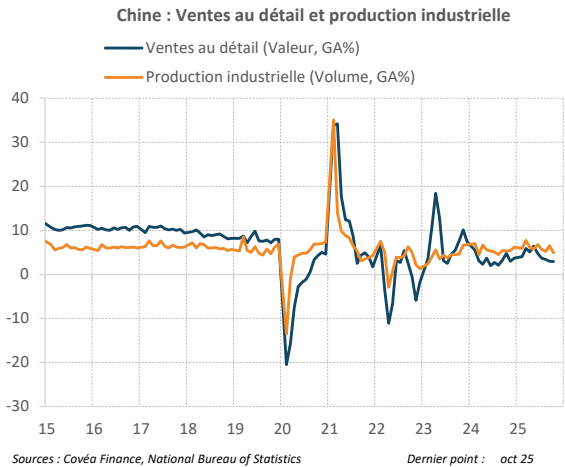


Suivi Macroéconomique

Asie

« L'économie chinoise se dégrade en octobre »

L'activité chinoise continue de faiblir en octobre, selon les données du Bureau national des statistiques. Une partie de cette modération reflète des 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. Cet effet est notamment visible au niveau de la croissance de la production industrielle, qui a ralenti à 4,9% en glissement annuel (GA) en octobre contre 6,5% en septembre. La croissance moyenne sur septembre-octobre reste toutefois au-dessus de celle de juillet-août. Si cette modération est largement généralisée, elle est particulièrement visible au niveau de la production de panneaux solaires, ce qui semble illustrer la politique de Pékin de lutte contre la concurrence excessive, qui est particulièrement marquée sur ce secteur.



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
JP	PIB	Vol, CVS, GA%	T3 25	1,1	2,0	5,4	5,0
	Total des flux de crédit	GA%	oct-25	8,5	8,7	9,5	8,0
CH	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	oct-25	4,9	6,5	4,6	5,6
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	oct-25	2,9	3,0	7,8	3,3

*Du 10/11/2025 au 16/11/2025
Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Du côté de la consommation, la croissance des ventes au détail a légèrement diminué à 2,9% en GA en octobre, après 3% en septembre. Le secteur de la restauration a été bien orienté, profitant de la longue période de congé exceptionnelle sur le mois. Concernant les biens durables, les ventes de véhicules et d'appareils électroménagers ont nettement reculé, en contrecoup des politiques de primes à la reprise qui avaient dynamisé les ventes des derniers trimestres, mais les ventes d'appareils de communication et d'équipement de bureau ont été vigoureuses. Les ventes d'or et bijoux ont également bondi, portées par la hausse des prix mondiaux de l'or.

Par ailleurs, la dynamique des investissements continue de se dégrader fortement, à -11,2% en GA en octobre, soit un plus bas depuis la crise pandémique, après -6,8% en septembre. Les investissements dans les infrastructures (-11,2%) et dans le secteur manufacturier (-6,7%), qui étaient encore très dynamiques au premier semestre, sont désormais en forte contraction. Ces baisses résultent probablement des politiques (i) de lutte contre la concurrence excessive des entreprises et (ii) de réduction de la dette « cachée » des autorités locales. En outre, **le secteur immobilier continue de s'enfoncer dans la contraction.** Outre l'investissement immobilier (-23% en GA), les ventes (-18,6%), les mises en chantier (-29,6%) et les prix (-2,2% pour les nouvelles habitations) se sont également fortement contractés. En parallèle, les données sur la dynamique du financement de l'économie ont également faibli en octobre, entre modération du crédit bancaire et des émissions d'obligations souveraines.

Au Japon, l'économie se contracte au troisième trimestre (T3). Le PIB a décliné de 0,4% en glissement trimestriel (GT), interrompant ainsi une série de cinq trimestres consécutifs de croissance. En glissement annuel, la croissance atteint 1,1% (contre 2,0% au T2). Ce repli était largement attendu en lien avec le repli des exportations (-1,2% en GT), en contrecoup

de la forte hausse enregistrée au T2 (+2,3%) dans un contexte d'anticipation de hausse des droits de douane américains. La croissance a également été affectée par la forte baisse de l'investissement résidentiel (-9,4%), également en contrecoup des hausses intervenues avant la révision de la loi sur les normes de construction en avril dernier. Si la consommation des ménages s'est modérée (+0,1% en GT), les investissements des entreprises restent très solides (+1,0%) après un premier semestre déjà bien orienté. Bien qu'en modération par rapport aux trois trimestres précédents, le déflateur du PIB (un indice des prix sur la valeur ajoutée domestique) continue d'afficher une croissance solide (2,8% en GA), suggérant la constitution de pressions inflationnistes domestiques.

Sur le plan diplomatique, les tensions montent entre le Japon et la Chine sur la question taïwanaise. Sortant d'une traditionnelle ambiguïté des autorités japonaises sur la question, la Première ministre japonaise, Sanae Takaichi, a déclaré qu'une attaque militaire chinoise contre Taïwan pourrait, dans certains scénarios, constituer une menace pour la survie du Japon, justifiant donc une réponse des forces japonaises pour défendre l'île. Les autorités chinoises ont fermement dénoncé ces propos, avertissant le Japon de « cesser de jouer avec le feu ». Le ministère chinois des Affaires étrangères a averti le Japon d'une « défaite militaire écrasante » en cas d'intervention. Pékin a également émis un avertissement à ses citoyens de ne pas se rendre au Japon.

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.