

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

24 novembre 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Souveraineté(s)

La semaine passée, les travaux préparatoires à l'élaboration de la doctrine de la Commission européenne sur la sécurité économique ont laissé transparaître une évolution manifeste du positionnement de la zone. Dans un mouvement de renversement notable, elle y fait mention d'une volonté d'imposer une forme de transfert de technologie aux entreprises extérieures qui voudraient investir sur son sol en imposant des seuils de main d'œuvre et de composants locaux. La Chine est évidemment à nouveau visée. Un an après la mise en place de droits de douane sur les véhicules électriques, quelques semaines après l'épisode Nexperia et, alors que Pékin a annoncé des restrictions sur les exportations des terres rares, les tensions s'intensifient. Elles traduisent la nécessaire adaptation des pays ou des zones économiques à l'évolution du monde qui devient plus conflictuel, plus politique et plus régional, tel que nous le décrivons depuis de nombreux trimestres. Un monde où chacun cherche à consolider sa souveraineté.

Alors que le volontarisme américain continue de s'affirmer davantage face à la montée du concurrent chinois et d'organisations telles que les BRICS+, l'Europe tente de réagir. Toutefois, le cadre de son organisation est un défi à la mise en place de ces initiatives. L'expression de souveraineté des Etats membres cohabite avec les champs de compétence partagés avec l'Union européenne. Cette année, la simplification de la législation, pourtant impulsée par les chefs d'Etat et de gouvernement au sein du Conseil de l'Union sous le sceau de la compétitivité, a pourtant eu des difficultés à être votée. L'adoption d'une position commune sur la question des investissements directs, qui relève des compétences des Etats dont les objectifs individuels peuvent, en l'espèce, rentrer en conflit, semble donc encore moins aisée à adopter.

Ce défi européen est un des sujets que nous abordons dans nos Perspectives Economiques et Financière, présentées cette semaine, et dont le fil conducteur est la souveraineté. Nous revenons en détail sur les conséquences de ces quêtes de souveraineté sur l'environnement économique global ainsi que sur la façon dont nous déclinons notre stratégie pour naviguer dans cet univers et saisir les opportunités qui émergent.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Jacques-André Nadal

Directeur adjoint des gestions



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	21/11/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,151	1,170	1,047	-1,6 ↓	9,9 ↑
€ / £	0,879	0,852	0,832	3,1 ↑	5,6 ↑
€ / Yen	180,12	168,98	161,87	6,6 ↑	11,3 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	63	68	74	-7,6 ↓	-15,7 ↓
Indice CRB*	530	566	535	-6,4 ↓	-0,9 ↓
Prix de l'once d'Or	4 080	3 334	2 675	22,4 ↑	52,5 ↑
Prix de la tonne de cuivre	10 778	9 900	9 009	8,9 ↑	19,6 ↑
Indice Baltic Dry**	2 275	1 553	1 576	46,5 ↑	44,4 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1394	2332	2160	-40,2 ↓	-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.

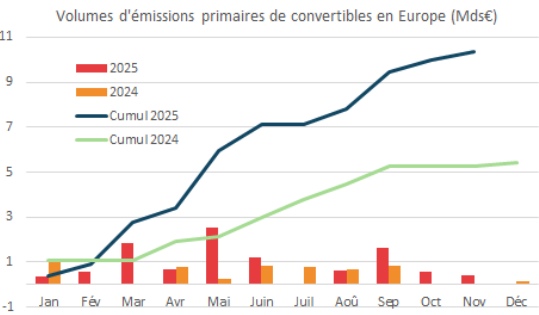
Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les rendements obligataires souverains se sont repliés sur la semaine dans un sentiment d'aversion au risque alimenté par les craintes d'une bulle autour de l'IA et par la faiblesse du rapport de l'emploi américain de septembre. Le taux du T-Note à 10 ans termine ainsi en baisse de 9 pb à 4,06%. Le mouvement est d'ampleur limitée en zone euro : les rendements du Bund et du Bonos cèdent 2 pb à respectivement 2,70% et 3,21%, tandis que celui du BTP s'est détendu de 1 pb à 3,46%. La dette française a sous-performé après le rejet du budget par l'Assemblée nationale : le taux de l'OAT 10 ans progresse de 1 pb à 3,47%, ce qui porte l'écart de rendement avec l'Allemagne à 77 pb.

Le marché du crédit en euros a clôturé sur une note mitigée (+1pb pour l'indice synthétique iTraxx Main à 56 pb, +4 pb pour l'indice Crossover à 267 pb) après une inversion de la dynamique en fin de semaine. L'activité primaire reste solide avec 16 milliards d'euros d'émissions de qualité investissement réparties en 28 tranches. La plus importante opération, d'un montant de 3 milliards d'euros, a été réalisée par Magnum Ice Cream Company Finance en quatre tranches 3, 6, 9 et 12 ans proposant des rendements entre 2,87% et 4,11%.



Sources : Covéa Finance, données de marché

Le Focus de la semaine : Performance et activité primaire des obligations convertibles européennes

A quelques semaines de la fin de l'exercice, l'année 2025 s'affirme d'ores et déjà comme un bon millésime pour les obligations convertibles européennes. L'environnement de marché a été favorable à leurs moteurs de performance depuis le début de l'année : leur composante obligataire aurait pu être affectée par les tensions observées sur les taux souverains, mais le mouvement de pentification des courbes a limité l'impact sur les maturités intermédiaires. La hausse des rendements à 5 ans (+6 pb pour l'OAT à 2,79%, +14 pb pour le Bund à 2,30% au 20 novembre) a été largement compensée par le resserrement des primes de risque du crédit (-47 pb pour l'indice synthétique iTraxx crossover à 266 pb). Par ailleurs, le delta moyen proche de 40% leur a permis de capter significativement la hausse des marchés actions (+13,9% pour l'indice Stoxx 60 dividendes réinvestis au 20/11). Le secteur bancaire, qui affiche la meilleure performance sectorielle (+48,9%), est peu représenté dans l'univers des convertibles, mais elles ont pu profiter de la surperformance des services aux collectivités (+25,9%), de l'énergie (+21,5%), des biens d'équipement (+16,4%) ou encore de la construction (+14,4%). Pour les mêmes raisons de pondération sectorielle, la classe d'actifs a été peu affectée par la contreperformance de l'automobile (-9,9%) et des media (-17,9%). La performance de l'indice Bloomberg Convertible EMEA (+20,8%) est toutefois à relativiser compte tenu du poids de l'obligation remboursable en actions (de type « mandatory » donc sans plancher obligataire) Siemens Energy dans sa composition, convertie en septembre après une performance annuelle de +85%. La performance des fonds de la place est en moyenne proche de +8%.

Enfin, le rebond de l'activité primaire que nous avons déjà constaté en juin dernier s'est confirmé : les volumes émis cumulés dépassent désormais 10 milliards d'euros (vs 5,4 milliards en 2024, voir graphique ci-joint). Si les émissions d'obligations échangeables synthétiques émises par des banques se sont tariées, les émetteurs de grande capitalisation et de bonne qualité de crédit ont continué de dominer l'activité : après Legrand SA en juin (8 ans, 800 millions) et Schneider Electric en septembre (8 ans, 750 millions), l'espagnol Ferrovial a émis ce mois-ci une convertible non dilutive (conversion en cash équivalent) d'échéance 2031 pour un montant de 400 millions d'euros. Les montants primaires cumulés ne compenseront pas la contraction de l'univers d'ici la fin de l'année en raison des nombreuses lignes remboursées, converties ou rappelées qui totalisent plus de 15 milliards, mais la dynamique est positive, d'autant que seulement 12 % de l'encours existant arrivera à échéance en 2026 contre plus de 25% cette année.

Charles Lepic

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)					Pente* (en pb)	
	21/11/25	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	4,06	4,15	4,24	4,57	4,42	-9	↓	-18	↓	-51	↓	55
Allemagne	2,70	2,72	2,57	2,37	2,32	-2	↓	13	↑	34	↑	69
France	3,47	3,46	3,25	3,20	3,10	1	↑	23	↑	28	↑	123
Italie	3,46	3,47	3,45	3,52	3,57	-1	↓	1	↑	-6	↓	126
Royaume-Uni	4,55	4,57	4,47	4,57	4,44	-3	↓	7	↑	-2	↓	78
Japon	1,78	1,71	1,42	1,10	1,10	7	↑	36	↑	68	↑	83
Crédit												
Indice Itraxx Main	55,8	55,0	56,1	57,7	56,8	0,8	↑	-0,3	↓	-1,9	↓	65
Indice Itraxx Crossover	267,3	263,7	290,5	313,1	303,7	3,6	↑	-23,2	↓	-45,7	↓	64

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

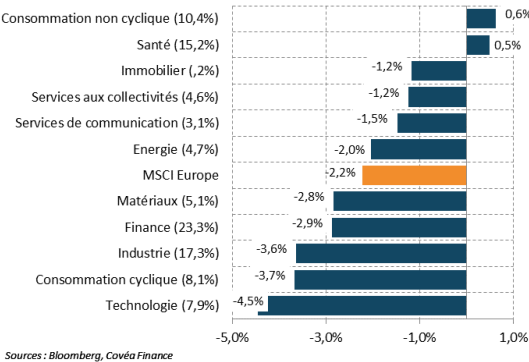
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine passée le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) recule de -2,2%. L'indice est pénalisé par les incertitudes autour de l'écosystème IA. Malgré des résultats trimestriels favorables sur les commandes la société américaine Nvidia peine à rassurer autour de sa génération de trésorerie. Dans ce contexte, en haut de tableau la consommation de base affiche une hausse de 0,6% favorisée par la moindre sensibilité du secteur à l'activité économique, suivi par la santé (+0,5%) tirée par les résultats encourageants de l'étude contre le cancer du sein du laboratoire Roche Holding (+8,7%). A l'inverse, les secteurs plus exposés au cycle clôturent en territoire négatif. La technologie recule logiquement de -4,5% entraînant également avec elle les sociétés industrielles exposées à la thématique IA. En parallèle, le secteur de la défense recule suite aux rumeurs d'accord de paix en Ukraine, avec pour moins bons contributeurs à la performance Hensoldt (-13,8%) et Rheinmetall (-12%). Enfin, en milieu de semaine, la Commission Européenne publie son projet de loi Omnibus digital visant à assouplir la réglementation en matière d'IA.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 14/11/2025 au 21/11/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Sommet sur la souveraineté numérique européenne : accélérer pour ne plus dépendre

Les foyers de croissance se concentrent sur quelques segments clés de la transformation industrielle : infrastructures critiques, maîtrise de la donnée et diffusion de l'intelligence artificielle dans l'économie réelle. Dans un environnement marqué par la montée en puissance des grandes plateformes extra-européennes, la question du contrôle des capacités numériques est un enjeu structurant pour la compétitivité, l'indépendance technologique et la sécurité économique de l'Europe. C'est dans ce cadre que nous suivons de près la montée en puissance de l'IA, depuis les infrastructures de calcul et de cloud jusqu'aux logiciels de gestion de la donnée et aux applications déployées dans les processus métiers.

C'est précisément dans cette perspective qu'est intervenu le sommet franco-allemand sur la souveraineté numérique, organisé la semaine dernière à Berlin, au cours duquel dix-huit partenariats industriels se sont concrétisés pour environ un milliard d'euros d'investissements. Les annonces ont porté sur les maillons les plus sensibles de la chaîne numérique. SAP a officialisé un rapprochement avec Mistral AI afin d'intégrer des modèles d'IA souverains au cœur de ses solutions de gestion pour les entreprises européennes. Dans le cloud, Delos et Bleu (coentreprise d'Orange et de Cap Gemini) regroupent leurs forces pour proposer une alternative européenne sur un marché encore largement dominé par les fournisseurs globaux d'infrastructures numériques américains. Dans le domaine de la défense, Helsing renforce sa collaboration avec Mistral autour du traitement d'images et de données en temps réel, rappelant que l'IA s'inscrit désormais au cœur des enjeux de sécurité. Enfin, Airbus, Dassault Systèmes, Deutsche Telekom, Orange et OVHcloud ont annoncé la création de l'alliance ESTIA, destinée à structurer une offre européenne de cloud et de services numériques et à mieux coordonner les investissements dans ce domaine.

Au-delà de la succession d'annonces, ce sommet marque une évolution importante : l'articulation plus étroite entre autorités publiques et industriels autour d'un objectif explicite de souveraineté numérique. L'Europe ne se limite plus à définir un cadre réglementaire ; elle cherche à consolider des capacités propres sur l'ensemble de la chaîne de valeur, depuis l'infrastructure jusqu'à l'utilisation de l'IA dans l'économie réelle. Les segments les plus directement concernés sont les infrastructures de cloud et de centres de données souverains, les plateformes logicielles critiques, la gestion et la sécurisation de données sensibles, ainsi que les applications d'IA intégrées aux chaînes industrielles et aux services.

Pour autant, plusieurs points de vigilance demeurent. La crédibilité de ces engagements dépendra de la rapidité d'exécution des projets, de la capacité à mutualiser véritablement les ressources franco-allemandes et européennes, et de la disponibilité d'une énergie compatible avec les besoins croissants en calcul des modèles d'IA. La montée en puissance de formes d'IA plus autonomes, susceptibles d'automatiser des processus entiers, renforce également les enjeux de cybersécurité et de gouvernance des données, déjà identifiés comme des éléments transverses dans notre analyse de la diffusion de cette technologie.

Dans ce contexte et comme abordé dans nos Perspectives Économiques et Financières, nous privilégions les sociétés européennes directement positionnées sur ces maillons stratégiques en faveur de la souveraineté numérique européenne tels que les acteurs du cloud et des centres de données, éditeurs de logiciels industriels, spécialistes de la sécurité et du traitement de la donnée, groupes capables d'intégrer rapidement des briques d'IA souveraines dans leurs solutions, pourraient bénéficier d'un environnement plus porteur. Le sommet de Berlin illustre ainsi que la souveraineté numérique et la diffusion de l'IA ne relèvent plus seulement du discours stratégique, elles s'inscrivent désormais au cœur des priorités industrielles du continent, avec des implications directes pour les trajectoires de croissance de ces segments.

Margot Lièvre-Cormier

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	21/11/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	187,6	193,2	178,7	163,2	159,2	-2,9	5,0	15,0	17,8	
MSCI EMU Mid Cap	1 285,0	1 315,8	1 242,1	1 056,7	1 038,3	-2,3	3,5	21,6	23,8	
MSCI EMU Small Cap	493,8	511,3	504,9	390,5	389,3	-3,4	-2,2	26,5	26,9	
MSCI Europe	188,0	192,3	179,6	169,9	168,3	-2,2	4,7	10,7	11,7	
France CAC 40	7 982,7	8 170,1	7 557,3	7 380,7	7 213,3	-2,3	5,6	8,2	10,7	
Allemagne DAX 30	8 651,2	8 945,2	8 860,3	7 648,6	7 355,4	-3,3	-2,4	13,1	17,6	
Italie MIB	42 661,7	43 994,7	39 351,3	34 186,2	33 295,0	-3,0	8,4	24,8	28,1	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 539,7	9 698,4	8 735,6	8 173,0	8 149,3	-1,6	9,2	16,7	17,1	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	10 857,9	10 992,9	10 250,2	9 877,2	9 794,6	-1,2	5,9	9,9	10,9	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les marchés terminent la semaine en repli, pénalisés par les inquiétudes autour du secteur technologique et par le net recul des anticipations d'assouplissement monétaire aux Etats-Unis. Les économies les plus exposées à la technologie, Chine, Corée du Sud et Taiwan, affichent les baisses les plus prononcées. Le Japon recule également, les investisseurs demeurants préoccupés par les tensions persistantes avec la Chine depuis la semaine dernière. Parmi les éléments transverses, le Japon va autoriser les fusions dans des secteurs comme la construction navale, confrontés à une forte concurrence étrangère. Dans un objectif de régionalisation de la production, Toyota va investir \$912 millions dans ses cinq usines américaines dans le but d'augmenter la production de moteurs de nouvelle génération utilisés dans les véhicules hybrides. La Corée du Sud et l'Arabie Saoudite ont signé un accord pour collaborer dans le domaine du nucléaire et de l'intelligence artificielle pour un montant de \$35 Mds. Enfin, dans les matériaux critiques, le secteur de la mémoire pourrait connaître un goulet d'étranglement. Xiaomi, champion mondial des appareils électroniques a annoncé une hausse de ses coûts liée à l'augmentation du prix des composants mémoire. La demande, tirée notamment par les centres de données, progresse plus vite que les capacités de production.

Aux **Etats-Unis**, le marché terminait la semaine en baisse, pénalisé par les craintes de surinvestissement dans l'IA, une nouvelle vague d'émissions de dettes chez les géants technologiques et des valorisations exigeantes. Dans ce contexte, les secteurs les plus cycliques et exposés à la technologie ont sous-performé, tandis que les secteurs plus défensifs comme la santé et la consommation de base terminaient la semaine en hausse. La semaine a été marquée par la publication très attendue de Nvidia. Malgré des résultats et des perspectives au-dessus des attentes, le titre terminait en baisse, rattrapé par les inquiétudes liées aux besoins de financement du secteur, au risque de circularité entre fournisseurs et clients et aux interrogations sur la soutenabilité des marges. Du côté de la consommation, les publications de Walmart et TJX, témoignant de leur gains de parts de marché, confirment la recherche d'une offre attractive de la part des consommateurs, tandis que Home Depot et Lowe's pâtissent de la faiblesse persistante du marché du logement et du recul des dépenses discrétionnaires. Sur le front commercial, le président Donald Trump a exempté de droits de douane plusieurs produits agricoles (café, cacao, bananes, bœuf, tomates, épices...) dans le but de modérer l'inflation alimentaire. Par ailleurs, Tesla pousse ses fournisseurs à éliminer les composants chinois pour la production américaine, illustrant la tendance à la relocalisation et à la sécurisation des chaînes d'approvisionnement. Finalement, dans un contexte de souveraineté énergétique et de croissance de la demande, Constellation Energy a obtenu un financement d'un milliard de dollars pour relancer l'une de ses centrales nucléaires fermées.

Le Focus de la semaine : Les chaînes américaines changent de recette pour réussir en Chine

Ces dernières semaines ont été marquées par une série d'annonces stratégiques majeures : Starbucks a décidé de céder 60% de ses activités en Chine à Boyu Capital pour \$4 milliards, tandis que Restaurant Brands International va vendre 83 % de Burger King Chine au fonds CPE pour \$350 millions. Cette approche n'a rien de nouveau. Depuis une décennie, les entreprises américaines ont compris qu'en Chine, la croissance passe par l'association avec un partenaire local. Le cas le plus emblématique reste celui de Yum! Brands (maison mère de Pizza Hut et KFC) qui a cédé en 2016 une participation dans Yum China à Primavera Capital et Alibaba pour \$460 millions, avant d'en faire une entité cotée à part entière. Cette stratégie a permis à KFC d'accélérer fortement son expansion et de compter aujourd'hui plus de 12 000 restaurants dans le pays, bien plus qu'aux États-Unis. McDonald's a suivi une trajectoire similaire en 2017 en vendant une participation majoritaire à CITIC et Carlyle pour \$2,1 milliards. Cette alliance lui a permis de doubler son réseau en cinq ans. Convaincu du potentiel du marché, le groupe a même racheté en 2023 la part de Carlyle, portant sa participation à 48% et valorisant l'ensemble à \$6 milliards. Ces joint-ventures ne traduisent pas un repli complet, mais une adaptation à un environnement profondément transformé : concurrence locale de plus en plus agressive (prix, digital, innovation), ralentissement économique post-Covid pesant sur le pouvoir d'achat et nécessité d'une connaissance fine du terrain, notamment dans les nouvelles régions et les villes secondaires. Ces opérations constituent de véritables accélérateurs de croissance. Starbucks ambitionne désormais 20 000 cafés en Chine, contre 8 000 aujourd'hui, un chiffre qui dépasserait celui de son parc nord-américain. Burger King, de son côté, ambitionne de tripler son réseau pour atteindre 4000 restaurants d'ici 2035, avec un objectif intermédiaire de 2 500 établissements dans cinq ans. Ainsi, pour réussir en Chine, les multinationales américaines doivent adapter leur modèle économique : renoncer au contrôle total des opérations au profit de partenariats locaux tout en préservant la maîtrise de leur marque et des revenus de licence. Dans un environnement économique en évolution, cette capacité d'adaptation devient un levier essentiel de croissance. C'est l'enjeu de nos travaux sur la transformation des modèles des entreprises.

Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)								
	21/11/25	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	en devise locale				en €				
						J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	
Etats-Unis - S&P500	6 603	6 734	6 141	5 882	5 949	-1,9	7,5	12,3	11,0	-1,0	9,3	1,0	1,0	
Etats-Unis - Dow Jones	46 245	47 147	43 387	42 544	43 870	-1,9	6,6	8,7	5,4	-1,0	8,3	-2,2	-4,1	
Etats-Unis - Nasdaq	22 273	22 901	20 168	19 311	18 972	-2,7	10,4	15,3	17,4	-1,8	12,2	3,7	6,8	
Japon Nikkei 300	705	719	601	604	575	-2,0	17,3	16,7	22,6	-2,2	10,1	5,5	10,2	
Corée du Sud KOSPI	3 853	4 012	3 080	2 399	2 481	-3,9	25,1	60,6	55,3	-4,2	17,3	45,1	34,7	
Chine - Shanghai	3 835	3 990	3 448	3 352	3 370	-3,9	11,2	14,4	13,8	-3,1	14,2	5,7	5,5	
Hong Kong Hang Seng	25 220	26 572	24 325	20 060	19 601	-5,1	3,7	25,7	28,7	-4,3	6,3	12,8	17,0	
Marchés Emergents - MSCI	1 334	1 386	1 227	1 075	1 085	-3,7	8,7	24,0	22,9	-2,8	10,5	11,5	11,8	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Le gouvernement allemand cherche à baisser la tension sur les coûts de l'électricité en Allemagne

Friedrich Merz, le chancelier allemand, a annoncé la semaine dernière à l'issue d'une réunion du comité de coalition, **un paquet de mesures visant à soutenir les industries allemandes les plus énergivores**, très affectées par la concurrence internationale. Il s'agit notamment des secteurs de la chimie, de la sidérurgie, et de la métallurgie.

La mesure phare de la proposition du gouvernement est le prix cible de l'électricité à 5 centimes d'euros le Kwh pour les industries concernées. Le dispositif d'aide devrait s'étendre sur 3 ans à partir de 2026 et jusqu'à fin 2028, pour un coût total estimé à 3 à 5 milliards d'euros sur la période. Il sera financé à travers le fonds spécial pour le climat et la transformation « KTF ». Ce fonds d'un montant prévisionnel de 177,5Mds€, alimenté notamment par les recettes du marché européen du carbone, est déjà mobilisé pour des investissements dans les réseaux, l'efficacité énergétique et l'hydrogène.

Parallèlement, la coalition CDU-SPD a également annoncé la construction de nouvelles centrales à gaz, d'une capacité globale de 8GW, avec une mise en service à horizon 2031. Ces centrales devraient être compatibles avec l'utilisation de l'hydrogène et alignées sur les objectifs de décarbonation à l'horizon 2045. Ces capacités pilotables seront nécessaires pour répondre à l'intermittence des énergies éolienne et solaire, dans le contexte de la croissance de la demande d'énergie portée par les véhicules électriques et plus globalement l'électrification des usages.

Les mesures annoncées devront encore être approuvées par la Commission européenne.

D'autres dispositifs ont également été affichés avec toujours le même objectif d'abaisser les prix de l'électricité pesant sur l'ensemble des entreprises allemandes.

1/ Prolongation des mesures de baisse de la taxe sur l'électricité à 0,5€/Mwh (le prix plancher minimum autorisé par la Commission européenne). Le coût de la mesure est estimé à 3Mds€ par an, sous la forme d'un manque à gagner pour le budget allemand. Cela devrait bénéficier à plus de 600,000 entreprises des secteurs manufacturier, agricole et forestier;

2/ Réduction des frais de transmission d'électricité (-57%) à 28,6€ par Mwh. Il s'agit d'une mesure phare annoncée dans le programme électorale de la coalition CDU-SPD. Financée par le fonds spécial Climat et Transformation, son coût est estimé à 6,5 milliards d'euros par an. Ce montant sera réparti entre les 4 gestionnaires du réseaux de transport (Amprion, 50Hertz, TenneT, TransnetBW). Elle devrait concerner l'ensemble des usagers du réseau allemand (entreprises et ménages).

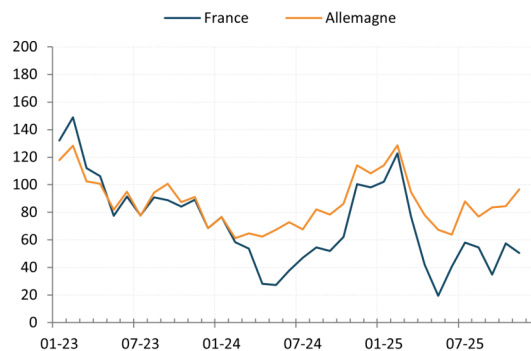
Avant d'être promulguées, ces mesures doivent encore être approuvées par les deux chambres du Parlement allemand. **A terme, l'ensemble des mécanismes d'allègement proposés par le gouvernement devraient permettre de rendre les industries allemandes plus compétitives par rapport à leurs concurrents intra et extra-communautaires, du moins à court terme.** Du fait des différences dans les compositions énergétiques et des interconnexions insuffisantes au sein de l'UE, les prix de l'électricité sont disparates entre les pays intra-communautaires.

A titre de comparaison, sur les 11 premiers mois de 2025, le coût de l'électricité moyen sur le marché de gros en France a été 32% moins élevé qu'en Allemagne à 59,84/Mwh versus 88,24€/Mwh. Au-delà du prix de gros, les disparités de la fiscalité sur l'électricité impactent également le prix final payé par les consommateurs. L'accise sur l'électricité est plus élevée dans l'Hexagone à 22,5€/Mwh pour les hautes puissances à 25,7€/Mwh pour les petites et moyennes entreprises.

La baisse du prix de l'électricité en Allemagne bénéficierait aux industries intensives en énergie comme la sidérurgie (ThyssenKrupp, ArcelorMittal) et la chimie (BASF, Bayer) pour leur production locale mais également aux autres industriels allemands. Ces annonces interviennent dans le contexte de difficultés rencontrées par ces secteurs de la sidérurgie et de la chimie. En revanche, le coût de l'énergie n'est qu'une des composantes de cette compétitivité.

Pour autant, ces annonces sont une nouvelle illustration de la thématique du retour du Politique et de la souveraineté à travers le choix de protéger les intérêts des entreprises nationales. Il s'agit d'enjeux que nous suivons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Prix de l'électricité de gros, euros par Mwh



Sources : Covéa Finance, Nord Pool Euronext

Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

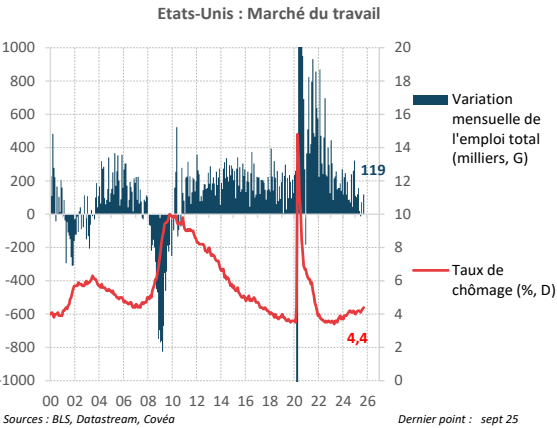
États-Unis

« Le rapport d'emploi de septembre rassure, sans dissiper toutes les inquiétudes »

Le rapport d'emploi de septembre, dont la publication avait été longtemps retardée en raison de la fermeture du gouvernement fédéral, a plutôt atténué les craintes quant à la dynamique récente du marché du travail. Après un été marqué par un net ralentissement, les créations de postes ont rebondi en septembre et enregistrent leur plus forte progression depuis avril dernier (119 000). Ce rebond doit toutefois être nuancé par la révision baissière des estimations pour les deux mois précédents (-33 000) : l'économie américaine a créé seulement 72 000 en juillet et détruit 4 000 postes en août. Le taux de chômage a par ailleurs poursuivi sa remontée à 4,4% de la population active (4,3% en août). Cette hausse reflète en partie une augmentation du taux de participation à la population active (62,4% au plus haut depuis mai). Les créations de postes se sont concentrées dans des secteurs à faible rémunération tels

que la santé et assistance sociale (57 000) et le tourisme et loisirs (47 000), tandis que le secteur manufacturier et les services spécialisés aux entreprises ont détruit 6 000 et 3 000 emplois. Du côté des rémunérations, le salaire horaire affiche une croissance annuelle toujours soutenue à 3,8%. Cette publication, plutôt rassurante, pourrait faire pencher la Réserve fédérale vers le statu quo lors de la prochaine réunion de politique monétaire du 9 et 10 décembre. D'autant plus que le BLS (Bureau des statistiques du travail) a fait savoir cette semaine que les rapports d'emploi d'octobre et novembre ne seront publiés que le 16 décembre. Certains banquiers centraux pourraient ainsi être tenté de temporiser jusqu'à la réunion de janvier, en attendant d'avoir une image plus nette de la trajectoire de l'emploi.

En tout état de cause, les débats lors de la prochaine réunion du comité de politique monétaire (FOMC) de la Réserve fédérale seront animés. **Les minutes de la réunion d'octobre, publiées cette semaine, ont en effet confirmé les dissensions au sein du comité.** Si une majorité de participants pense toujours qu'il faudra poursuivre l'assouplissement au regard du caractère encore restrictif de la politique monétaire, les avis divergent quant à la conduite à adopter à court terme. Dans leur discussion sur les perspectives, « de nombreux » participants ont estimé qu'il serait approprié de maintenir les taux inchangés lors de la prochaine réunion, tandis que « plusieurs » ont estimé qu'une nouvelle baisse de 0,25% serait la bonne décision. Ces écarts d'appréciation étaient déjà connus, les participants ayant multiplié les déclarations depuis la réunion du 29 octobre. A la suite de la publication du rapport d'emploi jeudi, certains participants du FOMC se sont de nouveau exprimés : M. Williams, l'influent Président de la Réserve fédérale de New York, a estimé que la Réserve fédérale peut encore réduire ses taux d'intérêt « à court terme » sans compromettre son objectif en matière d'inflation. En revanche, Mme Collins (Présidente de la Fed de Boston, votante en 2025) a laissé entendre qu'elle penchait pour le statu quo en décembre, le niveau d'inflation actuel nécessitant le maintien d'une politique restrictive.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	août-25	3,8	1,6	0,3	-0,6
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	août-25	-1,5	-0,7	23,2	5,1
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	oct.-25	4100	4050	4103	4067
Taux de chômage	% de la pop. active	sept.-25	4,4	4,3	3,6	4,0
Créations nettes d'emplois	Milliers	sept.-25	119	-4	216	168
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	sept.-25	3,8	3,8	4,4	4,0
Importations	Val, NCVS, GA%	août-25	-5,3	1,4	-5,0	6,2
Exportations	Val, NCVS, GA%	août-25	-0,2	3,7	-2,5	2,0

*Du 17/11/2025 au 23/11/2025 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

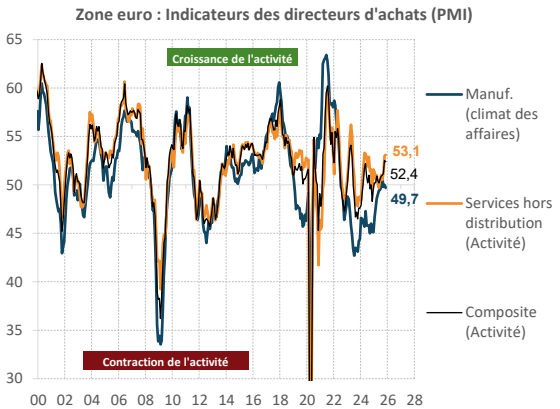


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'Union européenne cherche à sécuriser ses approvisionnements en minéraux critiques »

Le PMI composite d'activité de la zone euro a reculé de 0,1 point en novembre, à 52,4, malgré une nouvelle progression de l'indicateur d'activité dans les services. De fait, les conditions d'activité se dégradent à nouveau dans le secteur manufacturier sous l'effet d'une baisse de la demande, notamment à l'exportation, et d'une accélération des coûts de production que les entreprises semblent ne pas pouvoir répercuter totalement dans leurs prix de vente. L'indicateur des perspectives à un an progresse grâce à un regain d'optimisme dans le secteur manufacturier. L'activité a ralenti ces dernières semaines en Allemagne, notamment dans le secteur manufacturier, alors que le rebond enregistré dans les services a permis une stabilisation de l'activité globale en France. Mais les deux plus grandes économies de l'Union économique et monétaire restent moins dynamiques que le reste de la zone.



Sources : S&P Global, Covéa Finance

Dernier point : nov 2025

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	PMI Services	Indice	nov.-25	53,1	53,0	51,2
	PMI Manuf.	Indice	nov.-25	49,7	50,0	45,0
AL	PMI Services	Indice	nov.-25	52,7	54,6	51,6
	PMI Manuf.	Indice	nov.-25	48,4	49,6	42,6
FR	PMI Services	Indice	nov.-25	50,8	48,0	48,8
	PMI Manuf.	Indice	nov.-25	47,8	48,8	45,5
RU	PMI Services	Indice	nov.-25	50,5	52,3	52,0
	PMI Manuf.	Indice	nov.-25	50,2	49,7	46,4
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	oct.-25	3,6	3,8	7,3
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	oct.-25	3,4	3,5	6,2

*Du 17/11/2025 au 23/11/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans son rapport d'automne, la Commission européenne se montre encore prudente sur les perspectives d'activité dans la zone euro. Après avoir constaté que la conjoncture a mieux résisté qu'elle le craignait cette année, avec une croissance du PIB qui devrait atteindre 1,3%, elle n'envisage pas d'accélération ces deux prochaines années, avec des taux de progression de l'activité attendus à 1,2% en 2026 et 1,4% en 2027. Encore modérée, cette croissance serait essentiellement soutenue par la consommation des ménages et l'investissement, ce dernier bénéficiant encore l'année prochaine de la poursuite du programme NextGenEU. La progression de la consommation des ménages resterait encore mesurée, la Commission n'envisageant pas de chute brutale de leur taux d'épargne. Elle prévoit une légère dégradation des finances publiques « en moyenne » pour la zone euro (à 3,2% du PIB en 2026, puis 3,3%, 3,4%), avec de fortes disparités entre les Etats membres. Le déficit de l'Allemagne atteindrait 4,0% du PIB en 2026, avant de revenir à 3,8% l'année suivante, quand celui de la France passerait de 4,9% à 5,3%. Pour l'Italie, le passage sous la barre des 3,0% est confirmé, à 2,8% en 2026 et 2,6% l'année suivante.

En visite en Chine pour renforcer les liens commerciaux entre les deux pays et relayer les inquiétudes de l'industrie le ministre allemand des finances a fait part à ses homologues chinois de la volonté de l'Union européenne de protéger son marché face au risque que représente l'accumulation de capacités de production excédentaires en Chine, notamment dans les domaines de l'énergie solaire et de la mobilité électrique. Ses interlocuteurs chinois l'ont également assuré de la disponibilité future des terres rares et autres matériaux critiques, quand Lars Klingbeil a réaffirmé la volonté de l'Allemagne et de ses partenaires européens de diversifier leurs sources d'approvisionnement pour ces produits. Avant de rejoindre l'Afrique du Sud pour le sommet du G20, il s'est ensuite rendu à Singapour, où il a été question de diversification des chaînes d'approvisionnement, tant allemandes que singapouriennes. Alors que l'Allemagne durcit sa position vis-à-vis de la Chine, ce qui se traduit aussi par la volonté du Chancelier Merz de bannir tous composants chinois du futur réseau de télécommunication 6G en

Allemagne, l'Espagne se montre plus active pour accueillir des investissements chinois, notamment dans les énergies renouvelables.

De son côté, la Commission européenne se prépare à publier une liste de projets australiens d'exploitation de minéraux critiques qu'elle souhaite contribuer à financer afin de sécuriser l'approvisionnement de l'Union européenne en matériaux indispensables à des industries allant de l'intelligence artificielle à la défense. Les mécanismes envisagés impliqueraient la Banque européenne d'investissement et des banques nationales de développement. Des entreprises pourraient aussi préfinancer leurs futurs achats des produits concernés.

L'agence de notation Moody's a relevé la note de l'Italie de Baa3 à Baa2, accompagnée de perspectives stables. Les agences Fitch et S&P avaient déjà relevé la note italienne à BBB+ plus tôt dans l'année. L'agence de notation cite notamment les effets positifs du plan de relance Next Génération EU (dont l'Italie est le premier bénéficiaire), et estime que la dette publique italienne diminuera progressivement à partir de 2027.

En Allemagne, la coalition gouvernementale a adopté un dispositif d'incitation à continuer à travailler pour les personnes qui atteignent l'âge de la retraite, qui était dans le programme de campagne de l'alliance CDU-CSU pour les élections législatives. Il s'agit d'exonérer d'impôt sur le revenu leur salaire jusqu'à 2 000€ par mois. L'objectif est d'augmenter l'offre de travail contrainte par une démographie très défavorable.

En France, le débat budgétaire s'enlise. En effet, les députés de l'Assemblée nationale ont massivement rejeté la partie « recette » du Projet de loi de finance (PLF), avec 404 voix contre, 84 abstentions et 1 seule voix pour. L'ajout de nombreux amendements a ainsi conduit le bloc central, proche du gouvernement, à rejeter également le texte. Le PLF a ainsi été transmis au Sénat dans sa copie initiale (hors amendements), qui étudiera le texte avant qu'il ne revienne en deuxième lecture à l'Assemblée nationale courant décembre. Les chances de compromis semblent s'éloigner, et la probabilité que le gouvernement dépose une Loi spéciale afin de garantir la continuité de la vie de la nation en l'absence de budget se renforce. Le passage du budget 2026 par ordonnance est également une possibilité.

Au Royaume-Uni, l'inflation britannique poursuit sa modération et s'établit à 3,6% en octobre (après 3,8% en septembre). L'inflation sous-jacente ralentit à 3,4%. Bien qu'en ralentissement, ces niveaux restent tout de même bien au-dessus de la cible de 2% de la Banque d'Angleterre (BoE). Dans le détail, la modération des prix est généralisée, et on note notamment que l'inflation dans les services continue de baisser ce qui est un signal plutôt positif. Ces données d'inflation globalement en ligne avec les attentes pourraient conforter certains membres de la BoE à voter en faveur d'une baisse de taux en décembre. Lors de la dernière réunion, le statu quo l'avait emporté mais dans un vote très serré : 5 membres étaient pour laisser les taux inchangés et 4 membres avaient voté pour une baisse de 25 points de base.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



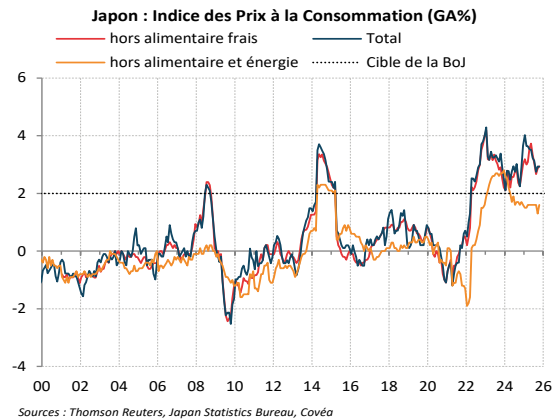
Suivi Macroéconomique

Asie

« Le gouvernement japonais annonce un nouveau plan de relance de l'activité »

L'inflation japonaise progresse légèrement en octobre, soutenue par les services. La croissance de l'indice des prix à la consommation a atteint 3%, après 2,9% en septembre. Alors que la modération des prix de l'alimentation se confirme, l'inflation a été soutenue par une progression solide des prix des services qui, si elle se maintient, pourrait enfin indiquer une transmission de la dynamique des salaires sur l'inflation. De plus, les prix des biens durables se sont redressés en octobre après leur point bas de septembre. Hors alimentation et énergie, l'inflation retrouve son rythme de croisière des deux dernières années, à 1,6% (après 1,3% en octobre).

Par ailleurs, l'activité économique japonaise se reprend quelque peu en novembre, d'après l'enquête PMI. Le PMI manufacturier reste en zone de contraction mais il est remonté à 48,8 (+0,6 point par rapport à octobre) grâce à une amélioration de la composante « production », tandis que les nouvelles commandes, notamment à l'exportation, restent faibles. Le PMI services est inchangé à 53,1, un niveau rapportant une forte expansion de l'activité dans le secteur, notamment portée par une demande robuste.



Sur le plan budgétaire, les autorités nippones annoncent un nouveau plan de soutien à l'activité de 136 Mds\$, soit le plus important depuis la crise sanitaire. Le gouvernement allouera 75 Mds\$ à des mesures visant à atténuer l'impact de l'inflation sur les ménages, notamment à travers des subventions sur l'électricité et le gaz ainsi que par la suppression d'une taxe sur le carburant. Le gouvernement va également inciter financièrement les autorités locales à distribuer des coupons de consommation pour le riz, dont le prix a très fortement augmenté sur les 12 derniers mois. Pour les familles avec enfants, une aide de 128 \$ sera versée pour chaque enfant âgé de 18 ans ou moins, sans plafond de revenus. En outre, les autorités ont indiqué que 46 Mds\$ seront alloués à des investissements pour le développement de secteurs stratégiques tels que les semi-conducteurs, l'intelligence artificielle, la construction navale et le secteur de la défense. Pour débloquer ces fonds, le gouvernement a annoncé un budget supplémentaire de 113 Mds\$ pour l'année fiscale en cours (arrivant à son terme en mars 2026) qui devra être voté au Parlement. La coalition gouvernementale du Parti libéral-démocrate et du Parti japonais de l'innovation ne disposant pas de majorité absolue, le soutien d'autres partis sera nécessaire pour débloquer ces fonds. Ce plan sera financé par une augmentation des recettes fiscales attendue par le gouvernement en lien avec la redynamisation de l'activité, ainsi que par des émissions obligataires supplémentaires.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
JP	PMI Services	Indice	nov.-25	53,1	53,1	53,5
	PMI Manuf.	Indice	nov.-25	48,8	48,2	49,0
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	oct.-25	2,9	2,9	3,3
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	oct.-25	1,6	1,3	2,5
	Exportations	Val, CVS, GA%	oct.-25	2,8	2,2	2,9
	Importations	Val, CVS, GA%	oct.-25	-1,1	3,1	-7,1

*Du 17/11/2025 au 23/11/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

secteur se poursuit depuis plusieurs années et se répercute sur la demande domestique chinoise. Parmi les options considérées par les dirigeants, figurent l'octroi de subventions sur les crédits immobiliers pour les primo-accédants, l'augmentation du crédit d'impôt sur le revenu pour les individus ayant réalisé un crédit hypothécaire et la réduction des frais des transactions immobilières.

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.