

Le Mensuel

Novembre 2025 - n°54

A la faveur de l'automne...

En octobre, la Fed a baissé ses taux pour la deuxième fois consécutive, tout en exprimant une grande prudence à l'égard de la suite du mouvement. La BCE a, quant à elle, de nouveau opté pour le statu quo. Les données d'activité ont été un peu meilleures qu'attendu en zone Euro, tandis qu'elles nous manquent aux Etats-Unis à cause du *shutdown*. Les marchés financiers ont poursuivi leur ascension, défiant ainsi les craintes entourant habituellement la période automnale.

En zone Euro, la confiance des entreprises fait preuve de résilience malgré l'instauration des droits de douane. Cette bonne tenue masque toutefois des disparités sectorielles et géographiques. L'activité dans l'industrie et le secteur manufacturier a cessé de se dégrader, mais elle n'est pas encore franchement repartie. Idem s'agissant du secteur de la construction. Les consommateurs ne sont guère plus enthousiastes. La situation est en revanche plutôt bien orientée dans les services. Parallèlement, les pays du sud de l'Europe tirent leur épingle du jeu. De même que l'Allemagne grâce aux annonces faites en début d'année. A contrario, la France demeure en retrait par rapport à cette tendance. Toujours à la peine, les données dures – celles qui ne relèvent pas du « sentiment » – semblent malgré tout en voie de redressement, comme en témoigne la progression de 0,2% du PIB en zone Euro pour le troisième trimestre (vs 0,1% anticipé). Ce rythme de croissance est toutefois loin d'être satisfaisant et c'est bien là tout l'enjeu des trimestres à venir. A cet égard, nous continuons d'anticiper une inflexion du cycle, tout particulièrement en 2026. D'une part, en raison de la mise en œuvre du plan allemand de réarmement et d'infrastructures, qui devrait bénéficier à l'ensemble de la zone par ruissellement, d'autre part, grâce à des vents porteurs qui ne se sont pas encore pleinement exprimés jusqu'à présent. La consommation des ménages devrait ainsi contribuer davantage à la croissance, dans le sillage de l'augmentation des revenus réels et des baisses des taux passées. L'inflation, qui gravite autour de 2%, ne devrait pas dévier sensiblement de cette tendance. C'est pourquoi, nous continuons de prévoir un maintien des taux directeurs de la BCE sur les niveaux actuels (pour plus de détails, voir [ici](#)).

Aux Etats-Unis, le *shutdown* en cours depuis le 1^{er} octobre – en passe de devenir le plus long de l'histoire – perturbe la publication de la plupart des statistiques publiques. L'indice des prix à la consommation a ainsi été publié avec plus d'une semaine de retard et a fait état d'une inflation de 3% sur un an en septembre. Si la transmission de l'augmentation des droits de douane dans l'inflation s'est quelque peu atténuée ces derniers mois, les pressions inflationnistes ne sont pas tout à fait éteintes selon nous. En l'absence de données officielles concernant l'emploi, les participants de marché, les économistes, la Fed... naviguent à l'aveugle. Les données d'enquêtes et celles fournies

par des entreprises privées pointent néanmoins vers une stabilisation de la situation. Mais le marché du travail demeure figé. Les créations d'emplois sont faibles, tout comme les licenciements et les démissions. Les comptes nationaux du troisième trimestre n'ont pas été publiés non plus. Idem pour les chiffres de consommation du mois de septembre. A ce stade, le scénario le plus probable reste celui d'une poursuite du ralentissement de l'économie américaine, moyennant les distorsions observées jusqu'ici. Les dépenses d'investissement dans l'intelligence artificielle devraient continuer à contribuer positivement au PIB américain. L'effet richesse – prolongement de la hausse des marchés d'actions – dont jouissent les ménages reste un facteur de soutien. En creux pourtant, le pouvoir d'achat des ménages, tout particulièrement les moins aisés d'entre eux, devrait être pénalisé par les répercussions de l'augmentation des droits de douane. Les dépenses d'investissement plus « traditionnelles » pourraient également pâtir plus longtemps de l'« incertitude Trumpienne ». Enfin, après avoir abaissé ses taux directeurs en septembre et en octobre, la Fed devrait poursuivre son ajustement de politique monétaire, de manière non linéaire toutefois (voir [ici](#)).

Côté marchés financiers, les actions américaines sont toujours chères, archi chères. Selon la plupart des métriques, leur valorisation actuelle est la plus élevée jamais atteinte depuis la bulle internet des années 2000. Cette situation tire son explication dans la concentration de la capitalisation boursière des indices sur quelques valeurs seulement, toutes à de hauts niveaux de valorisation et toutes liées de près ou de très près à la thématique de l'intelligence artificielle. Il n'existe cependant pas de définition universelle de ce qu'est une bulle. Aussi, nous ne nous risquons pas à qualifier ce phénomène comme tel. Mais une chose est sûre : la thématique de l'intelligence artificielle emporte tout. Elle revêt une importance financière, économique, (géo) politique et sociétale. En outre, de tels niveaux de valorisation ne préjugent pas nécessairement de performances négatives à court terme, du fait d'un éventuel retournement de tendance. Un marché considéré comme cher peut le rester encore longtemps. A ce titre, le mois d'octobre n'a pas été une exception. De tels niveaux de valorisation invitent néanmoins ces sociétés à ne pas décevoir les attentes.

Ces observations ne sont pas neutres en matière d'allocation d'actifs. Ainsi, si nous favorisons globalement les actions sur un horizon de six mois, nous continuons de prôner une plus grande diversification géographique en dehors des Etats-Unis, compte tenu de notre scénario économique et de valorisations moins tendues et moins concentrées ailleurs dans le monde.

Florent Wabont
Economiste

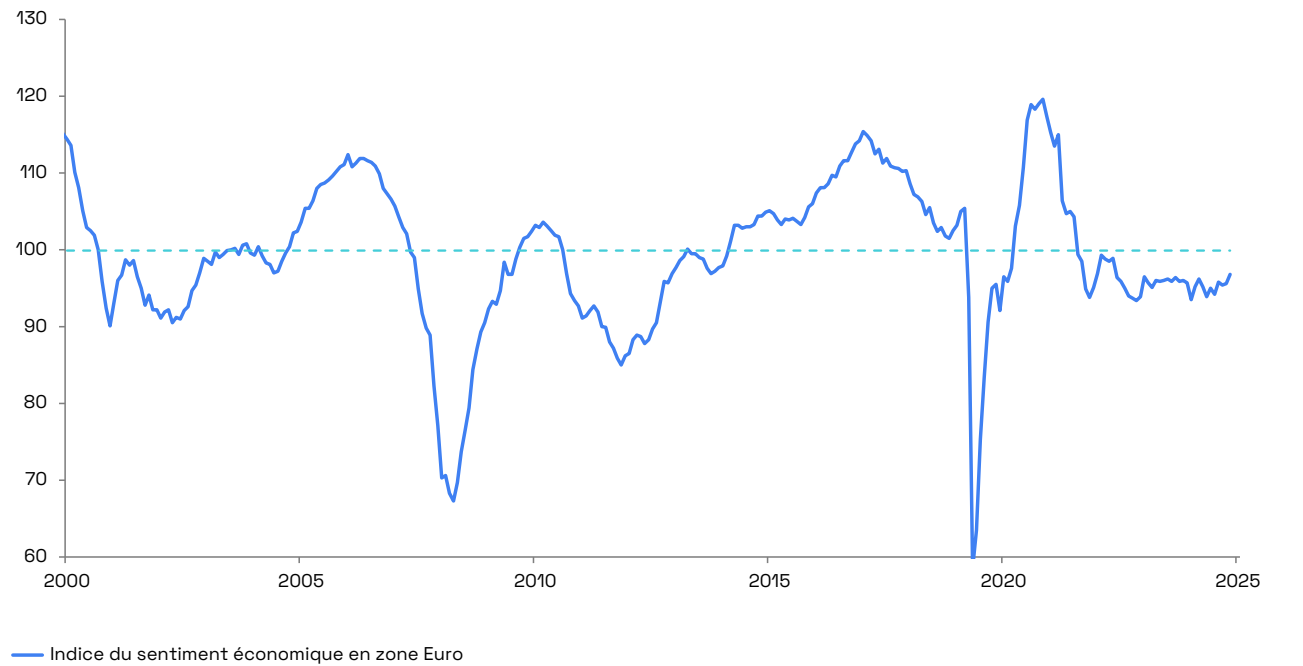


Agenda - Novembre

	USA	Euro	Chine	Japon
Réunions économiques				
Banques centrales			2	
Indicateurs				
Inflation	13	19	09	21
Production industrielle	18	13	14	17
Indices PMI	21	21		21
Moral des ménages	07	20		
Moral des entreprises		27	05	21
Moral des PME	11			
Ventes au détail	14	06	14	28
Emploi	07	02	14	28
Réserves de change			07	
Solde commercial/courant	26	14	07	19
PIB	26	14		17

Graphique du mois

Evolution du sentiment économique en zone Euro



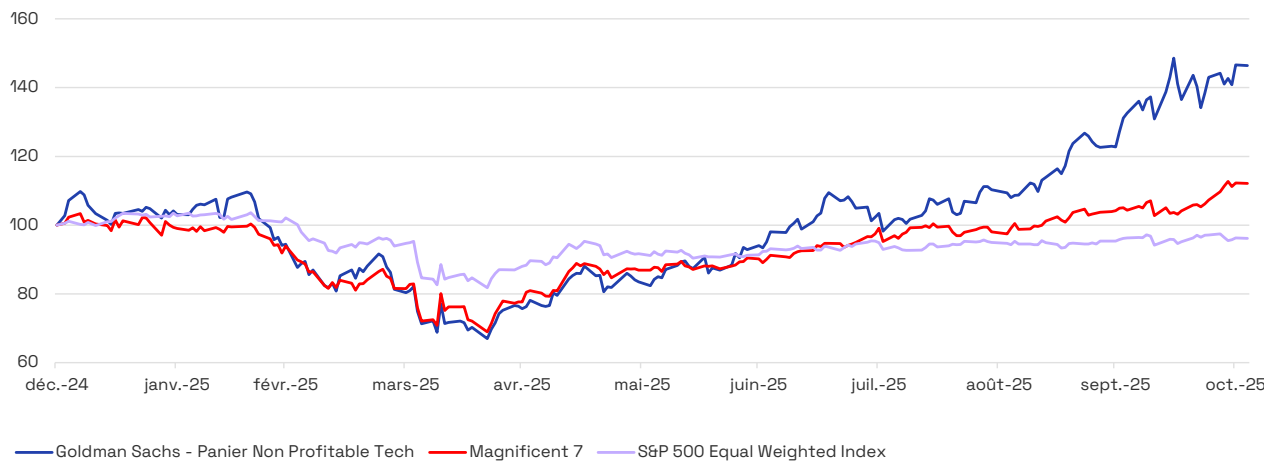
Sources : Ecofi, Commission européenne, Bloomberg. L'indice du sentiment économique en zone Euro est une moyenne pondérée agrégeant les résultats de l'enquête menée par la Commission européenne et mesurant la confiance des entreprises du secteur industriel (40% du poids de l'indice), de celui de la construction (5%), des services (30%), de la distribution (5%) ainsi que le moral du consommateur européen (20%). Le trait en pointillés représente la moyenne sur la période considérée. Dernières données mensuelles disponibles à fin octobre 2025.

Les analyses et les opinions mentionnées ci-contre représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 31/10/2025 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Actions

L’IA : le monstre qui a sauvé Halloween

Surperformance de la technologie une nouvelle fois (%)



Sources : Bloomberg, Goldman Sachs.

Indices

	perf. mois	
EuroStoxx (€)	2,34%	↗
S&P 500 (\$)	2,32%	↗
Topix (¥)	6,20%	↗
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	4,21%	↗
Valeurs “value” (MSCI World Value) \$	-0,49%	↘

Secteurs

	Zone Euro	Etats-Unis
Produits de base	1,96% ↗	-1,90% ↘
Energie	5,87% ↗	-1,41% ↘
Industrie	1,64% ↗	0,79% ↗
Technologie	6,47% ↗	6,31% ↗
Conso. cyclique	2,69% ↗	2,03% ↗
Conso. non cyclique	2,66% ↗	-2,55% ↘
Santé	4,40% ↗	3,61% ↗
Services de communication	-3,19% ↘	1,69% ↗
Services aux collectivités	7,43% ↗	1,89% ↗
Finance	0,65% ↗	-2,91% ↘
Immobilier	1,65% ↗	-2,62% ↘

Variations mensuelles en euros.

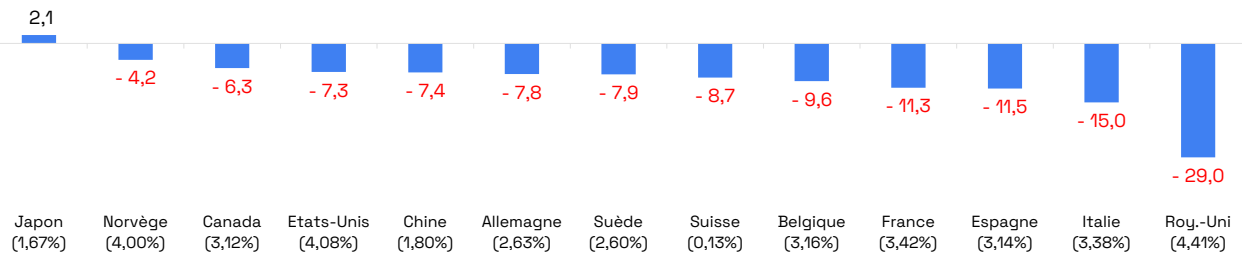
Actualités

L’écart de performance entre le S&P 500 et le S&P 500 équipondéré (3,29%) s’explique, dans une moindre mesure, par les principaux événements marquants du mois - “espoirs en amont de la rencontre Xi-Trump”, résultats, réunion de politique monétaire de la FED - mais davantage dans le retour en force de la megatech. Cette dernière est redevenue le moteur de performance principal en raison d’une demande toujours forte sur les centres de données, une demande de puces qui demeure élevée selon Nvidia, une potentielle valorisation d’OpenAI à 1000 Mds \$ et des investissements qui se multiplient sur les startup IA poussant notamment le segment des valeurs technologiques non profitables à des quasi-sommets.

Obligations

Des sources de fragilité

Niveau et variation mensuelle (en pdb) des rendements d’emprunts souverains à 10 ans



Sources : Bloomberg, Ecofi

Crédit

En dépit d’un volume d’émission toujours significatif, les marges de crédit se sont contractées, alimentant une surperformance des obligations privées par rapport aux emprunts souverains. Le compartiment haut-rendement est en retrait. Les décisions de la Fed et de la BCE étaient attendues, l’action des banques centrales et les soubresauts tarifaires continueront à peser sur le marché. Les négociations difficiles concernant le budget français pourraient affecter les banques en cas d’échec. Après Fitch, S&P a sanctionné la notation de la France, celle de Moody’s est en sursis.

Convertibles

Sur le mois, le marché des obligations convertibles progresse de 0.65% (zone Euro) et de 0.80% (Europe), par profil respectivement de 1.57%, 0.45% et 0.51% (Balanced, Credit/Rate Sensitive, Equity Sensitive).

Le marché primaire a vu l’émetteur Salzgitter émettre une échangeable en Aurubis (500MM, échéance 2032). Sur le marché secondaire, à noter la surperformance des titres Snam/Italgas 28, Nordex 30 et BESI 29 et la sous-performance des titres Rheinmetall 30, Saipem 29 et Exail Technologies perp. Le marché reste dans une dynamique positive avec un gain de plus de 14% YTD.

Obligations

	Var. mois	Taux 10 ans
Souverains Euro (Euro)	-0,08%	2,63%
Souverains US (\$)	-0,07%	4,08%
	Perf. mois	perf. YTD
Crédit IG (Euro)	0,70% ↗	3,48%
High yield (Euro)	0,08% ↗	4,73%
Convertibles (Euro)	0,65% ↗	14,07%

Devises

	Perf. mois	perf. YTD
Euro/Dollar	-1,68% ↘	11,43%
Euro/Yen	2,39% ↗	9,15%
Euro/Livre sterling	0,52% ↗	6,01%

Actualités

En l’absence de statistiques économiques, les emprunts d’Etat américains ont réagi à la réapparition d’inquiétudes concernant la qualité des actifs des banques régionales et à l’intensification des tensions commerciales avec la Chine. Ainsi, mi-octobre, les taux souverains américains ont baissé, cassant le seuil des 4% sur le 10 ans. En fin de mois, le discours de J. Powell remettant en cause les anticipations d’une nouvelle baisse des taux directeurs en décembre prochain et la rencontre entre D. Trump et Xi Jinping ont entraîné une remontée du taux à 10 ans à 4,08%. Avec la hausse de l’aversion au risque et malgré des indicateurs de croissance économique encourageants, le taux à 10 ans allemand s’est aussi détendu, approchant le niveau de 2,50% en milieu de mois, puis est remonté vers 2,63% fin octobre. Les courbes se sont légèrement aplaties. Malgré la dégradation plus rapide que prévu de la note de la France par S&P, l’écart de taux à 10 ans France/Allemagne s’est légèrement réduit mais le taux à 10 ans français est maintenant supérieur à son homologue italien.

Perspectives

Pour les allocations du bilan mensuel de fin octobre 2025, les prévisions à 6 mois :

Actions

Zone Euro	↗
Royaume-Uni	↗
Etats-Unis	=
Japon	↗

A quasi-mi-parcours des publications de résultats du T3, les chiffres américains demeurent insolemment positifs puisque 83% des entreprises du S&P500 ayant publié ont battu les attentes sur les BPA vs 56% pour le Stoxx 600 (au 30 octobre). Cependant, de nombreux catalyseurs peuvent infléchir positivement la donne pour début 2026 : plus de clarté tarifaire, le retour de la publication des données macroéconomiques avec une possible fin du shutdown américain et un rebond de la consommation en Europe. La vue sur les marchés actions demeure positive pour début 2026, en particulier pour la zone Euro.

Devises

Euro / Dollar	=
Euro / Livre Sterling	=
Euro / Yen	↘

Le dollar US devrait rester faible avec le ralentissement de l’économie américaine, la poursuite de l’assouplissement monétaire de la Fed et les pressions politiques exercées sur celle-ci. Toutefois, les anticipations de baisse des taux sont déjà bien intégrées par les marchés et nous pensons que l’indépendance de la Fed sera au total préservée. Par ailleurs, l’Euro pourrait être fragilisé par la situation politique française et/ou par des déceptions quant au rythme réel de croissance. Nous prévoyons une hausse du Yen contre USD et Euro compte tenu des perspectives de remontée des taux directeurs de la BoJ (inflation élevée, hausse des salaires, politique budgétaire expansive...) et des taux longs japonais ainsi que d’un probable assouplissement de la politique monétaire de la FED.

Obligations souveraines

Allemagne	=
Etats-Unis	=
Royaume-Uni	=
Japon	↗

Alors que la résilience de l’économie de la zone Euro se confirme, la BCE devrait maintenir son taux de dépôt à 2%. Les perspectives d’amélioration de la croissance liées aux plans allemand et européen dans un contexte de stabilisation de l’inflation pourraient entraîner une hausse du taux à 10 ans allemand vers 2,80% d’autant que les émissions d’emprunt d’Etat connaîtront une forte progression en 2026. La courbe allemande se pentifierait donc légèrement. L’écart de taux France-Allemagne à 10 ans restera élevé et pourrait même augmenter fortement à court terme en cas de crise.

Crédit

Investment grade Euro	=
High yield Euro	=

Le marché primaire devrait de nouveau être animé en novembre. Nous ne tablons pas sur un nouvel assouplissement des taux directeurs de la BCE. Les yeux demeurent rivés sur la France et sa trajectoire budgétaire.

L’instabilité politique française, la poursuite du shutdown aux Etats-Unis et la crainte d’une escalade des tensions (Ukraine, Israël, tarifs, etc.) sont susceptibles de peser sur le niveau des marges de crédit. Il faudra se repositionner lors des phases de turbulences. La baisse progressive de la rémunération des fonds monétaires devrait continuer à favoriser les allocations en faveur des fonds à dominante crédit.

Les vues sont exprimées sur les performances totales attendues en euro.

Nos derniers engagements

SFC Dialogue avec Intesa San Paolo

En collaboration avec Candriam et l’ONG RE Common, Ecofi a dialogué avec Intesa San Paolo concernant sa stratégie de neutralité carbone et sa politique sur le financement des secteurs du charbon, du pétrole et du gaz non conventionnel. Cette action a été menée pour sensibiliser la société sur l’importance de la sortie de la banque de ces secteurs, en particulier pour les nouveaux projets. L’initiative demande à la société de renforcer sa politique d’exclusion afin de couvrir tous les services financiers, y compris les investissements.

IPDD Lettre à la Commission Européenne afin de maintenir le Règlement Européen en faveur de la lutte contre la déforestation

Ecofi a signé une lettre, coordonnée par l’Investors Policy Dialogue on Deforestation (IPDD), destinée à la Commission Européenne. Ce document appelle à maintenir l’application rigoureuse du [Règlement européen en faveur de la lutte contre la déforestation \(EUDR\)](#), soulignant que tout affaiblissement ou report de cette réglementation enverrait des signaux contreproductifs aux entreprises. Une réglementation forte sur la déforestation est essentielle pour préserver la valeur des actifs et encourager les investissements durables. Cette initiative a reçu le soutien de 28 signataires représentant 929 milliards de dollars d’actifs actifs sous gestion. La lettre est disponible [ici](#).

Rainforest Foundation Norway Déclaration des investisseurs sur les forêts tropicales

Ecofi a signé le [Belém Investor Statement on Rainforests](#), coordonné par la Rainforest Foundation Norway. L’initiative vise à souligner l’importance des forêts tropicales en tant qu’écosystèmes vitaux pour le climat, la biodiversité et les moyens de subsistance de millions de personnes. Les signataires de cette déclaration expriment leur préoccupation face aux vulnérabilités financières engendrées par la déforestation, et appellent les gouvernements à adopter des politiques robustes pour stopper la déforestation d’ici 2030. La déclaration insiste également sur la nécessité de renforcer les exigences de divulgation, en intégrant des normes telles que celles du Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD). Cette initiative a reçu le soutien de 33 signataires représentant 3 000 milliards de dollars d’actifs sous gestion.

CISL Déclaration relative à la Convention sur le commerce propre dans l’industrie

Ecofi a soutenu la [déclaration Clean Industrial Deal \(CID\)](#), initiée par l’Institute for Sustainability Leadership (CISL) de l’Université de Cambridge qui plaide en faveur de la décarbonisation comme pierre angulaire de la transformation industrielle de l’UE. La déclaration définit huit priorités pour transformer le CID. Parmi elles : réduire de 90% les émissions de GES d’ici 2040 ; investir dans l’électrification, la rénovation des bâtiments et les transports ; prioriser les énergies peu carbonées ; mettre en place la Loi sur l’Economie Circulaire. Cette initiative a été soutenue par plus de 130 entreprises, réseaux d’entreprises et investisseurs.

