

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

20 octobre 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Pas à pas

La construction d'une Europe de la défense n'a pour l'instant qu'une existence toute relative. Les accords bilatéraux ou même à trois ou quatre existent, ils sont le reflet d'une volonté historique de quelques Etats de développer ensemble certaines plateformes, de coopérer dans des domaines précis. Pour autant, il n'existait pas réellement jusqu'à présent de véritable stratégie construite à l'échelle de l'Union Européenne (UE) ou de projet commun à l'ensemble des membres. La difficulté à déterminer le fonctionnement des différents consortiums qui auront la charge de développer les nouvelles générations d'avions de chasse et de véhicules blindés pour l'Europe en est un bon exemple. La souveraineté nationale se rappelle souvent aux Etats au moment de la prise de décision. Les investissements annoncés par l'Allemagne dans ce domaine ainsi que les premiers pas faits par l'UE en matière de stratégie européenne de Défense ont marqué un tournant sur le sujet. Une nouvelle étape a d'ailleurs été franchie la semaine dernière avec la présentation par la Commission Européenne de la feuille de route pour une Défense indépendante à horizon 2030. Le but est simple, il s'agit de définir clairement les priorités, les objectifs, les différents jalons à respecter et les indicateurs qui seront suivis afin de mesurer le niveau d'avancement vers la cible. 4 axes, paneuropéens par nature et bénéfiques pour la sécurité de l'Europe dans son ensemble, ont été identifiés :

- Les drones, à la fois en matière de lutte anti-drones mais aussi afin d'être en mesure de mettre en place des actions ciblées. Cette initiative fait d'ailleurs écho aux incursions récentes sur le territoire européen,
- La surveillance des frontières est de l'Europe, un objectif étroitement lié au précédent,
- La protection de l'espace aérien, de la détection des menaces à la construction d'un système de défense anti aérienne commun,
- L'Espace, de la protection des ressources existantes en orbite au développement de constellations (IRIS²) permettant de sécuriser les communications.

Dans la foulée de cette présentation, un autre pas a été fait avec la validation par le Parlement Européen du programme EDIP, destiné à financer les projets communs. Bien que l'enveloppe d'1,5Mds EUR de ce programme soit encore faible, le point le plus important réside autour de la validation d'un maximum de 35% du cout total de l'investissement pour des composants fabriqués en dehors de l'UE. L'objectif est clair, il s'agit d'investir en Europe afin que l'UE bénéficie directement de la diffusion des investissements au sein de la zone. Le renforcement des capacités de production au sein de la Base Industrielle Technologique et de Défense Européenne ainsi que la sécurisation des approvisionnements et des compétences nécessaires sont également cités. Autant d'éléments que nous avons mis en avant dans nos Perspectives et Financières comme des enjeux stratégiques pour le secteur.

Pas à pas, l'UE franchit donc les étapes nécessaires à la mise en place de sa stratégie de défense dans un monde qui devient moins coopératif et dans lequel la compétition pour l'accès aux ressources stratégiques ne fait que se renforcer. Néanmoins, le pas le plus important reste à faire avec la transformation de toutes ces initiatives en commandes effectives pour l'industrie, un pas qui tarde à se matérialiser pour l'instant.

Julien Chevalier

Responsable du pôle Gestion Actions Europe



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)		
	17/10/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois	
Marché des changes						
€ / \$	1,166	1,170	1,083	-0,4	7,6	↑
€ / £	0,868	0,852	0,832	1,9	4,3	↑
€ / Yen	175,47	168,98	162,70	3,8	7,8	↑
Matières premières et Transport et marchandises						
Pétrole (Brent, \$ par baril)	61	68	74	-9,5	-17,7	↓
Indice CRB*	538	566	533	-4,9	1,0	↑
Prix de l'once d'Or	4 190	3 334	2 691	25,7	55,7	↑
Prix de la tonne de cuivre	10 605	9 900	9 516	7,1	11,4	↑
Indice Baltic Dry**	2 069	1 553	1 594	33,2	29,8	↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1310	2332	2062	-43,8	-36,5	↓

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.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

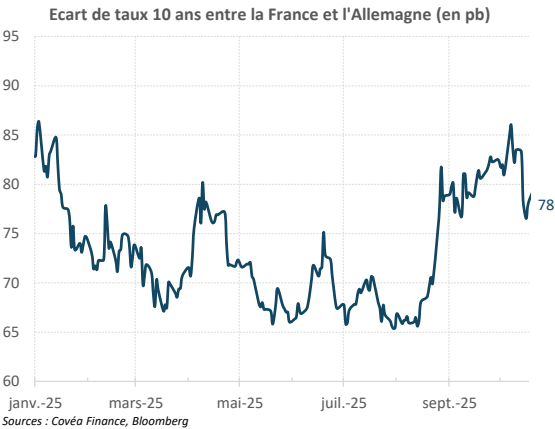
Etats-Unis
Europe
Asie

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les taux souverains ont terminé la semaine dernière en baisse de part et d'autre de l'Atlantique. Le mouvement s'inversait légèrement en fin de semaine alors que les dernières déclarations allaient dans le sens d'un apaisement des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. En Europe, la semaine a aussi été marquée par la situation politique française. Après le rejet des motions de censure, la France surperforait ses voisins. Son taux d'intérêt à 10 ans était en baisse de 12 pb et clôturait vendredi à 3,36%, l'écart de taux avec l'Allemagne sur cette maturité se resserrait de 6 pb à 78 pb. Par ailleurs, l'Agence France Trésor a publié le montant estimé de ses besoins de financement pour l'année 2026. La France devra émettre 310 Mds € de dette moyen et long terme sur les marchés financiers l'an prochain, contre 300 Mds € en 2025 et 285 Mds € en 2024. A noter que, l'agence S&P a surpris vendredi en dégradant de manière anticipée la note souveraine française à A+. Inquiète de la situation budgétaire du pays, l'agence de notation souligne une fragmentation politique sans précédent et la difficile mise en place de réformes. A contrario, l'agence DBRS a salué l'amélioration de la situation italienne et a augmenté d'un cran sa notation souveraine à A-. Le taux d'intérêt à 10 ans italien baissait de 8 pb sur la semaine à 3,38%. Le pays émettra un nouveau *BTP Valore* cette semaine. Pour rappel, près de 80 Mds € ont été collectés en moins de deux ans grâce à cet emprunt d'Etat à destination des particuliers italiens. L'Allemagne sous-performait avec un taux à 10 ans en baisse de 6 pb à 2,58%. Au Royaume-Uni, le taux à 10 ans est en repli de 14 pb à 4,53% porté par une dégradation des données macroéconomiques, celui des Etats-Unis baisse de 2 pb à 4,01% encouragé par les déclarations de J. Powell jugées comme accommodantes. Enfin, sur le crédit euro, les primes de risques s'écartent de 2 pb sur la catégorie investissement et baissent de 1 pb sur le haut rendement. La prime de risque de l'indice haut rendement aux Etats-Unis se resserrait de 11 pb effaçant une partie de la hausse de la semaine précédente.



Le Focus de la semaine : Vente d'Exaion : EDF en terrain miné ?

Premier électricien en Europe, Electricité de France est aussi un important gérant d'actifs financiers. Fixé par décret, la société est tenue de maintenir un certain montant d'actifs afin d'assurer le financement de provisions liées au nucléaire. Ces actifs dits « dédiés » représentaient, à la fin 2024, 40Mds€. Ce portefeuille d'actifs est composé à 30% de produits de taux, 29% d'actifs de rendement (immobilier/ infrastructure) et à 41% d'actifs de croissance (actions cotées et non cotées). Une partie seulement est gérée par la société elle-même grâce à EDF Invest. Ses investissements sont multiples. Par exemple, EDF Pulse venture est la filiale dédiée au capital investissement. Via cette filiale, EDF joue le rôle d'incubateur et investit dans des start-ups en lien avec ses activités. Parmi elles, Exaion est une société qui propose des accès sécurisés à la blockchain, l'hébergement d'environnements de travail virtuels ou encore du calcul haute performance. Etant jugée comme faisant partie des jeunes pousses françaises les plus prometteuses, Exaion est depuis quelques semaines sous le feu des projecteurs. Elle pourrait bientôt passer sous pavillon américain. EDF a annoncé cet été avoir signé un accord de vente avec la société américaine Mara pour environ 150M€. Leader mondial du minage de Bitcoin, Mara souhaite accroître ses capacités. Pour cela une quantité importante d'électricité est nécessaire. Par le biais de cette acquisition elle pourra avoir accès à l'électricité française (nucléaire et renouvelable) peu chère, abondante et décarbonée. Face au risque de perte de souveraineté, le gouvernement a demandé à EDF de réexaminer le dossier. La situation est problématique. Exaion fait face à un besoin de capital pour continuer son développement. EDF cherche quant à elle à se désendetter et à se focaliser sur le programme nucléaire. Par conséquent, le groupe ne souhaite pas garder l'entreprise et n'aurait pas reçu d'intérêts de la part de potentiels acquéreurs français. Cette vente est d'autant plus étonnante qu'EDF a depuis des années refusé les projets français de minage du Bitcoin ou même le minage en interne. Pourtant, cette pratique s'est développée chez certains électriciens à l'instar du japonais Tepco. Elle permettrait à EDF de générer des revenus supplémentaires en utilisant à son plein potentiel ses capacités de production. En effet, l'entreprise fait face à un afflux d'électricité renouvelable en plus de sa production nucléaire. En parallèle, la consommation en France diminue. Cela la pousse à moduler (ralentir) en permanence la production de ses réacteurs nucléaires. Modulation qui pourrait être responsable des problèmes de corrosion dans ses installations. Cet exemple illustre les difficultés de la France et de l'Union européenne, à préserver leur souveraineté industrielle et à garantir le financement et le développement des entreprises innovantes. C'est un point d'attention que nous suivons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Lucas Couvert
Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)					Pente* (en pb)	
	17/10/25	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	4,25	4,25	4,50	4,50	5,00	0,00	-0,25	-0,25	-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	5,00	0,00	-0,25	-0,75	-1,00			
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	4,01	4,03	4,24	4,57	4,09	-2	-23	-56	-8	55	60	
Allemagne	2,58	2,64	2,57	2,37	2,21	-6	1	21	37	67	59	
France	3,36	3,48	3,25	3,20	2,94	-12	11	17	42	124	86	
Italie	3,38	3,46	3,45	3,52	3,41	-8	-7	-14	-3	125	93	
Royaume-Uni	4,53	4,68	4,47	4,57	4,09	-14	6	-4	44	66	80	
Japon	1,63	1,69	1,42	1,10	0,97	-6	21	53	66	72	150	
Crédit												
Indice Itraxx Main	57,8	59,0	56,1	57,7	55,5	-1,2	1,6	0,1	2,2			
Indice Itraxx Crossover	277,4	283,3	290,5	313,1	299,9	-5,8	-13,1	-35,6	-22,4			

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

Analyse de l'évolution des marchés

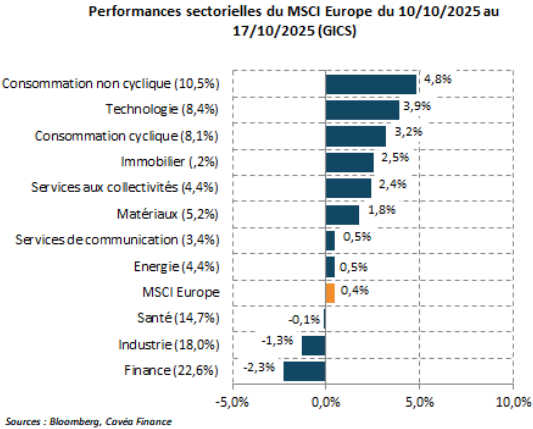
Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (indice MSCI Europe dividendes non réinvestis) affichent une légère hausse de +0,4%. Outre des bonnes publications trimestrielles de sociétés, les marchés ont été sensibles à l'apaisement des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine.

Les valeurs du secteur de la consommation se sont démarquées à la hausse. D'une part, la consommation non cyclique s'apprécie de +4,8%, portée par le géant de l'agroalimentaire Nestlé (+12,2%) dont les volumes ont été satisfaisants sur le trimestre. D'autre part, le secteur de la consommation cyclique augmente de +3,2% grâce à la publication de LVMH (+10,9%) qui montre une certaine stabilisation de la demande pour les produits de luxe aux Etats-Unis et en Chine. Le lunettier Essilorluxottica s'apprécie également de +14,3% grâce à des ventes en forte croissance sur le trimestre, soutenues par le succès des lunettes connectées. Ces deux dernières publications ont ainsi permis à l'indice CAC 40 d'afficher la meilleure performance en Europe (+3,2%) malgré un contexte domestique toujours compliqué.

Le secteur financier affiche la baisse la plus marquée (-2,3%) à cause des alertes provenant des banques régionales américaines et consécutives aux faillites observées aux Etats-Unis, notamment First Brands et Tricolor. Les investisseurs ont aussi pris des profits sur des entreprises du secteur de la défense en lien avec la reprise des négociations pour la paix en Ukraine. Ceci explique la baisse significative des titres Hensoldt (-13,6%) et Saab (-12,3%). En outre, le Danois Novo Nordisk (-9,1%) a pâti de la possibilité de baisse de prix de ses médicaments aux Etats-Unis, d'où la baisse marquée de l'indice local danois (-3.6% en euros). Enfin, l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap affiche une performance en légère baisse sur la semaine (-0,8%). Depuis le début de l'année, ce segment de la cote s'apprécie de +16,2% soit 4,6 points de plus que l'indice MSCI Europe, marquant un retour des investisseurs sur les valeurs domestiques européennes.



Le Focus de la semaine : L'essor du logiciel de gestion de trésorerie

Le suivi de la trésorerie est un élément vital au bon fonctionnement des entreprises. Il permet de faire face aux dépenses courantes. Sans trésorerie suffisante, une entreprise peut avoir à supporter de coûteux découverts bancaires, voire devenir insolvable. En période de réduction de la liquidité disponible ou de crise de crédit, garder une bonne visibilité sur sa situation de trésorerie et donc sa capacité de financement est crucial pour éviter des difficultés pouvant aller jusqu'à un risque de défaut. En outre, ces outils permettent de planifier les investissements, les embauches et les expansions. Ces enjeux expliquent l'essor rapide des logiciels de gestion de trésorerie qui concernent les grands groupes comme les petites et moyennes entreprises. C'est d'ailleurs une activité qui suscite l'intérêt de nombreux fonds d'investissements et acheteurs industriels. Citons en exemple rachat de l'éditeur français Esker par le fonds Bridgepoint ou encore celui du Suédois Pagero par Thomson-Reuters en 2024.

Plus précisément, le logiciel de gestion de trésorerie sert à optimiser la gestion des flux financiers d'une entreprise. Il centralise toutes les données financières en suivant les échéances et encaissements de factures. Il permet de prévoir les entrées et sorties de fonds à court comme à long terme. Ce logiciel vise également à améliorer le besoin en fonds de roulement des sociétés. Il permet en effet de réduire les délais de recouvrement client, tout comme les retards de paiement via des relances automatisées ou personnalisées. Enfin, ce logiciel suit les litiges et les situations à risque telles que les factures contestées ou les clients mauvais payeurs. Il facilite aussi la communication entre le service commercial, le service comptable et les directions financières des sociétés utilisatrices, grâce à une vision unifiée et en temps réel de la situation financière de la société.

Mieux encore, des concepteurs de logiciel comme le Français Sidetrade intègrent dorénavant de l'intelligence artificielle dans leurs solutions. Ainsi, les modules de Sidetrade vont non seulement vérifier la solvabilité des clients, mais aussi prédire le délai de paiement d'un acheteur en croisant les données des clients. Sidetrade revendique ainsi 38 millions d'entreprises dans sa base de données acheteurs. Ceci permet d'adapter les limites de crédit et les garanties d'assurance-crédit selon les clients, d'atténuer les risques de litiges potentiels et de mener des actions de recouvrement ciblées. Les meilleurs acteurs du secteur sauront bénéficier de l'intelligence artificielle, en revanche c'est un risque de rupture pour ceux qui ne sauraient pas s'adapter ou suffisamment se différencier.

Les fabricants de logiciels de gestion de trésorerie font partie des acteurs incontournables de la technologie, secteur stratégique que nous avons identifié dans nos Perspectives Economiques et Financières. Aussi, ils pourraient également devenir des vecteurs indispensables pour diffuser l'intelligence artificielle, notamment au sein des petites et moyennes entreprises. Ils génèrent la grande majorité de leurs revenus à base d'abonnements, leur conférant une bonne capacité de résistance aux aléas de la conjoncture.

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	17/10/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	190,1	188,4	178,7	163,2	165,7	0,9	6,4	16,5	14,8	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 281,8	1 290,5	1 242,1	1 056,7	1 066,1	-0,7	3,2	21,3	20,2	↑
MSCI EMU Small Cap	511,6	513,0	504,9	390,5	417,6	-0,3	1,3	31,0	22,5	↑
MSCI Europe	189,5	188,7	179,6	169,9	175,5	0,4	5,5	11,6	8,0	↑
France CAC 40	8 174,2	7 918,0	7 557,3	7 380,7	7 583,7	3,2	8,2	10,8	7,8	↑
Allemagne DAX 30	8 928,1	9 081,9	8 860,3	7 648,6	7 523,4	-1,7	0,8	16,7	18,7	↑
Italie MIB	41 758,1	42 047,5	39 351,3	34 186,2	35 038,7	-0,7	6,1	22,1	19,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	9 354,6	9 427,5	8 735,6	8 173,0	8 385,1	-0,8	7,1	14,5	11,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 773,8	10 838,0	10 250,2	9 877,2	10 073,7	-0,6	5,1	9,1	7,0	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les pays affichent des performances contrastées. La Corée du Sud bénéficie de la hausse des valeurs technologiques, notamment les valeurs liées à la mémoire DRAM. Le marché indien est soutenu par les commentaires de Donald Trump selon lesquels le Premier ministre Modi aurait assuré que l'Inde cesserait d'acheter du pétrole russe. A l'inverse, les marchés chinois ou très commercialement liés à la Chine, tels que l'Indonésie ou Singapour, affichent des baisses sensibles. Côté sociétés et illustrant l'attractivité de l'Inde, Hyundai Motor prévoit d'investir \$5 Mds sur les cinq prochaines années afin de servir le marché local, avec pour objectif de faire de l'Inde son deuxième marché mondial d'ici 2030. Toujours en Inde, Google prévoit d'investir \$15 Mds sur cinq ans pour construire des infrastructures dédiées à l'intelligence artificielle. Enfin, dans la réorganisation du complexe énergétique mondial, Hitachi prévoit de recruter 15 000 personnes supplémentaires d'ici 2027 pour soutenir la croissance de son activité de transmission d'électricité.

Aux **États-Unis**, le marché termine la semaine en hausse, tiré par l'apaisement des tensions commerciales sino-américaines, un solide début de saison de résultats ainsi que des propos accommodants de la Réserve fédérale. La semaine a toutefois été très volatile, notamment après la publication de résultats mitigés de certaines banques régionales, entraînant des craintes liées à la qualité du crédit. Dans ce contexte, la thématique de l'intelligence artificielle a continué de soutenir la dynamique des marchés, portée par les résultats du géant taïwanais TSMC, l'annonce d'un partenariat stratégique entre OpenAI et Broadcom, ainsi que la signature d'un contrat majeur entre Oracle et AMD. Le secteur de la consommation de base a lui aussi bénéficié de cette dynamique, soutenu par la progression du géant Walmart, qui a officialisé un partenariat avec OpenAI. De son côté, le secteur financier enregistrait la plus faible performance sur la semaine, les inquiétudes liées à la qualité du crédit ayant pesé sur les établissements régionaux. Deux d'entre eux ont notamment révélé des pertes liées à des prêts litigieux, sur fond d'allégations de fraude. Enfin, dans la réorganisation des chaînes d'approvisionnement et la volonté de réduire la dépendance à la Chine, Micron prévoit de cesser la livraison de puces serveurs aux centres de données chinois, tandis que Microsoft ambitionne de fabriquer la majorité de ses nouveaux produits hors de Chine dès l'an prochain.

Le Focus de la semaine : La course à l'ordinateur quantique

Après l'intelligence artificielle, une nouvelle frontière technologique se dessine : l'informatique quantique. Contrairement aux machines traditionnelles qui manipulent des bits prenant la valeur 0 ou 1, les ordinateurs quantiques se servent de qubits, capables de prendre la valeur 0, 1 mais aussi une combinaison des deux. Cette propriété appelée superposition, combinée à celle de l'intrication (le fait que deux qubits soient liés quelque soit la distance, leur permettant de travailler ensemble), permet des calculs massivement parallèles et ainsi de résoudre en quelques secondes des problèmes que les ordinateurs classiques mettraient des siècles à traiter. Concrètement, un ordinateur quantique explore tous les chemins possibles d'un labyrinthe en une seule fois, quand un ordinateur classique les teste les uns après les autres. Restée longtemps à l'état de recherche fondamentale, la technologie quantique sort peu à peu des laboratoires. Le principal obstacle qui résidait dans l'augmentation du nombre de qubits (en quelque sorte la puissance de calcul) tout en maîtrisant le taux d'erreur commence à être levé. De très grandes entreprises comme Google et Microsoft mais aussi des plus petites comme Quandela, IonQ ou Alice & Bob multiplient les percées avec comme objectif d'atteindre la suprématie quantique, ce moment où un calcul devient impossible à reproduire par un ordinateur classique. La plupart des acteurs ont mis en place une feuille de route technologique laissant entrevoir les premières applications commerciales à l'horizon 2030. L'arrivée du quantique aurait plusieurs implications. D'abord technologique, les modèles d'intelligence artificielle reposent sur les puces de calcul GPU très consommatrice d'énergie et qui pourrait créer à terme des situations de tension sur les réseaux électriques. Les puces de calcul quantique pourraient fournir des puissances de calcul supérieures pour une fraction du coût énergétique. Le quantique est aussi devenu un enjeu de souveraineté : l'infrastructure quantique ne repose pas sur la même chaîne de valeur que celles des semi-conducteurs dont Taiwan et les États-Unis ont la maîtrise. Le quantique remettrait en cause complètement les dominances technologiques de ces pays. Ce qui pousse la plupart des États à mettre en place des grands programmes de financement pour soutenir le secteur. Le programme européen « Quantum Flagship » doté de plus d'un milliard d'euros vise ainsi la mise en place d'un écosystème européen. C'est aussi un enjeu de sécurité : le quantique pourrait résoudre en quelques minutes les algorithmes de sécurité les plus poussés, jusqu'à ceux du bitcoin lui-même ! Ce sont aussi des enjeux dans la recherche : la capacité de simuler des molécules ou des réactions chimiques pourraient bouleverser la recherche pharmaceutique ou celle du secteur chimique. Cela pourrait accélérer la découverte de nouvelles molécules, de nouveaux alliages ou de nouveaux engrais et ouvrir ainsi la voie à une véritable ruée vers l'or des propriétés intellectuelles. Plusieurs incertitudes restent encore pour accélérer la diffusion de la technologie. D'abord des défis technologiques, les acteurs doivent montrer leur capacité à réaliser leur feuille de route et la supériorité de leur architecture : supraconducteurs, photoniques, ions, topologiques ... Ensuite, des défis industriels comme l'interconnexion des modules quantiques entre eux et aux infrastructures de calcul classique. Enfin financier, les entreprises devront être en capacité de démontrer des cas concrets d'application qui puissent justifier la poursuite des financements. Mais si ces verrous sont levés, le quantique pourrait représenter un changement de paradigme comparable à celui du transistor dans les années 1950. En redéfinissant la hiérarchie de la puissance de calcul, il rebattrait les cartes entre géants du numérique et nouveaux entrants.

Stéphane Darrasse

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)										
	17/10/25	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	6 664	6 553	6 141	5 882	5 841	1,7	8,5	13,3	14,1	1,4	8,9	0,7	6,0			
Etats-Unis - Dow Jones	46 191	45 480	43 387	42 544	43 239	1,6	6,5	8,6	6,8	1,2	6,9	-3,5	-0,7			
Etats-Unis - Nasdaq	22 680	22 204	20 168	19 311	18 374	2,1	12,5	17,4	23,4	1,8	12,9	4,3	14,7			
Japon Nikkei 300	678	684	601	604	578	-0,9	12,8	12,2	17,4	-0,7	8,6	4,1	8,8			
Corée du Sud KOSPI	3 749	3 611	3 080	2 399	2 609	3,8	21,7	56,2	43,7	3,6	16,1	44,0	28,6			
Chine - Shanghai	3 840	3 897	3 448	3 352	3 169	-1,5	11,3	14,6	21,2	-1,9	12,3	4,1	12,3			
Hong Kong Hang Seng	25 247	26 290	24 325	20 060	20 079	-4,0	3,8	25,9	25,7	-4,1	5,3	11,8	16,9			
Marchés Emergents - MSCI	1 362	1 366	1 227	1 075	1 135	-0,3	11,0	26,6	20,0	-0,6	11,4	12,5	11,5			

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Quelles stratégies pour déconnecter la performance financière du cycle biologique bovin ?

Le bœuf est l'une des protéines les plus consommées au monde, un pilier de l'agroalimentaire et un marqueur de l'évolution du niveau de vie dans les économies émergentes. Or, si la demande mondiale en viande bovine reste relativement stable, sa chaîne de valeur est animée par des cycles de prix d'une amplitude et d'une durée remarquables, s'étalant souvent sur des périodes de 8 à 12 ans. Ce paradoxe, bien connu en économie (théorisé dès les années 1930 par Nicholas Kaldor, « The Cobweb Theorem »), ne tient pourtant pas tant à des facteurs externes qu'à l'inertie de l'outil de production — le cheptel — et son rythme biologique agissant comme un métronome qui dicte et régule les marges de toute l'industrie.

La génisse, arbitre de l'offre future et pivot du cycle

Contrairement à une usine qui peut ajuster sa production en quelques semaines, l'élevage bovin est une usine biologique à très forte inertie, avec pour clé de voûte la génisse, une jeune vache n'ayant pas encore vêlé. Ainsi, chaque nouvelle naissance de génisse confronte l'éleveur à un arbitrage décisif : il peut l'envoyer à l'abattoir pour un revenu à court terme (environ 15 à 18 mois), réduisant ainsi sa capacité de production future, ou bien la conserver comme génisse de renouvellement, une décision d'investissement de long terme. En effet, la génisse sera saillie vers 15-18 mois, donnera naissance à son premier veau vers l'âge de deux ans, et ce dernier n'atteindra lui-même la maturité d'abattage que 15 à 18 mois plus tard ; la décision de conserver une génisse aujourd'hui n'augmente donc l'offre de viande qu'après un minimum de trois ans. Ce décalage temporel, le cœur de la décision d'investissement de l'éleveur, constitue le principal moteur du cycle bovin, il implique également que l'offre de viande est particulièrement inélastique à court terme.

Une Valse en Quatre Temps

Ainsi, contraint de prendre une décisions de long terme sur l'unique base des prix passés et de ses anticipations, l'éleveur navigue le cycle en quatre temps. Durant la **Phase d'Expansion**, les prix élevés l'incite à la rétention de génisses, ce qui réduit paradoxalement l'offre immédiate et propulse les prix encore plus haut, jusqu'à ce que l'arrivée massive de nouveaux animaux pousse progressivement le marché jusqu'à son **Pic**. La rentabilité chute alors, entraînant une **Phase de Liquidation** où la vente, parfois forcée, des vaches de réforme aggrave momentanément la surabondance et prolonge la chute des prix. Finalement, la réduction du troupeau reproducteur mène au **Creux**, où la rareté de l'offre permet aux prix de se stabiliser, encourageant l'éleveur à amorcer la prochaine phase d'expansion.

A noter que si le cycle prix des bovins est dicté par la biologie du cheptel, sa trajectoire n'est jamais linéaire, car constamment modulée par des chocs exogènes qui injectent une volatilité supplémentaire. Les aléas climatiques (comme la sécheresse) et l'envolée du coût des intrants (céréales) peuvent forcer une liquidation prématurée du troupeau et brutalement accélérer la contraction de l'offre. Parallèlement, les crises sanitaires majeures ou les changements abrupts dans le commerce international (ouverture/fermeture de grands marchés d'exportation) produisent des chocs de demande qui peuvent également prolonger/écourter les différentes phases du cycle.

Comprendre la chaîne de valeur pour une meilleure lecture des cycles et de l'évolution des marges

Le cycle couronne ainsi alternativement ses gagnants entre l'amont et l'aval de la chaîne de valeur. La phase d'expansion favorise naturellement l'amont, récompensant les éleveurs ainsi que les industries dont l'activité est directement corrélée à la taille des cheptels, notamment la santé (Zoetis, Ceva) ou la nutrition animale (Cargill, ADM). En revanche, la phase de liquidation favorise les transformateurs et les restaurateurs, qui se voient récupérer quelques points de marge à la faveur de la baisse du coût de leurs intrants.

Pour lisser les revenus et/ou tirer parti de la volatilité, les grands acteurs, qu'ils soient financiers ou géant de l'industrie (JBS, Tyson), s'appuient principalement sur deux leviers stratégiques. Ils pratiquent l'arbitrage géographique pour optimiser/sécuriser leurs approvisionnements (droit de distribution / contrats à terme) et tendent à renforcer l'intégration verticale de leur chaîne de valeur afin de convertir une partie du risque de prix en coûts internes prévisibles. Cependant, l'industrie voit l'émergence de nouvelles initiatives qui misent sur l'innovation pour aller au-delà des leviers traditionnels. Certains acteurs tablent sur le suivi individualisé des animaux par des dispositifs intelligents (colliers et boudes d'oreilles, comme GEA et/ou Allflex) pour optimiser l'alimentation, la santé, la reproduction, et affiner la réponse aux signaux du marché. D'autres font le pari de la génétique (VikingGenetics, Genus) en utilisant la semence sexée (déterminant le sexe de la progéniture avec environ 90% de précision) ou l'édition génétique, comme le « bovins PRLR-SLICK » modifié pour mieux résister à la chaleur.

L'analyse de la résilience des acteurs, à travers l'étude de leurs cycles ou des stratégies d'adaptation possibles, quelle que soit leur position sur la chaîne de valeur, est un axe utilisé dans notre recherche, en réponse aux défis de régionalisation et de tensions sur les chaînes d'approvisionnement décrits dans nos perspectives économiques et financières.

Félix Laroche

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

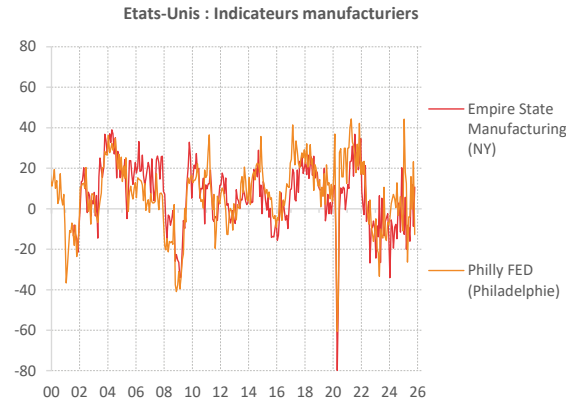
États-Unis

« Le livre beige de la Réserve fédérale décrit une croissance et un marché du travail en ralentissement »

Les premiers indicateurs d'enquêtes dans le secteur manufacturier pour le mois d'octobre ont envoyé des signaux contrastés. L'indice manufacturier de la Réserve fédérale (Fed) de New York s'est nettement redressé par rapport au mois précédent et indique une croissance de l'activité (10,7 après -8,7 en septembre) avec des progrès des sous-composantes nouvelles commandes, livraisons et emploi. Les composantes prix payés et prix reçus s'inscrivent en hausse et sont au plus haut depuis avril, confirmant le maintien de pressions inflationnistes. A contrario, l'indice de la Fed de Philadelphie enregistre une forte baisse à -12,8, après 23, 2 en septembre. Si ce niveau renvoie à une contraction de l'activité, on peut toutefois relever une progression des nouvelles commandes. L'indice NFIB du climat des affaires des petites entreprises a perdu 2 points pour atteindre 98,8 en septembre. Cette baisse annule l'amélioration

récente de l'indice et place le niveau juste au-dessus de la moyenne de la série, qui est de 98. Ce rapport ne tient pas compte des effets de la fermeture du gouvernement à partir du 1er octobre, qui pourrait avoir une incidence sur le rapport d'octobre.

Le livre beige de la Réserve fédérale, basé sur des enquêtes réalisées jusqu'au 6 octobre, indique un léger ralentissement de l'activité économique par rapport au précédent. Seulement trois districts font état d'une progression de l'activité contre six dans le rapport d'août. En ce qui concerne le marché du travail, le rapport relève que « les niveaux d'emploi sont restés largement stables au cours des dernières semaines et que la demande de main-d'œuvre a été généralement modérée dans les différents districts et secteurs ». Un plus grand nombre d'employeurs « font part d'un moindre besoin de main-d'œuvre, les contacts citant une demande plus faible, une incertitude économique élevée et, dans certains cas, des investissements accrus dans les technologies d'intelligence artificielle. » Les entreprises ont également « noté une amélioration de la disponibilité de la main-d'œuvre », ce qui pourrait indiquer une hausse du taux de chômage. L'offre de main-d'œuvre s'est toutefois réduite dans les secteurs de l'hôtellerie, de l'agriculture, de la construction et de l'industrie manufacturière en raison des changements intervenus en matière d'immigration. Dans l'ensemble, ces éléments suggèrent que le ralentissement du marché du travail s'est poursuivi. Les prix ont encore augmenté au cours de la période considérée. Plusieurs rapports de districts indiquent que les coûts des intrants ont augmenté plus rapidement en



Source: Réserve fédérale, Fed régionales, Covéa Finance.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Indice de confiance NFIB	Indice	sept.-25	98,8	100,8	90,7
					93,0

* Du 13/10/2025 au 19/10/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

raison de la hausse des coûts d'importation et des coûts des services.

Le secrétaire au Trésor américain, Scott Bessent, a déclaré cette semaine que la Réserve fédérale devrait utiliser les achats d'actifs à grande échelle « avec parcimonie ». Se référant à un récent article d'opinion qu'il a rédigé sur la manière dont la banque centrale américaine devrait fonctionner, M. Bessent a précisé qu'il ne préconisait pas de « réduire le bilan ou de s'éloigner du système de réserves abondantes, mais simplement que, tout comme les antibiotiques, chaque intervention successive est moins efficace ». Il a par ailleurs fait savoir qu'il présenterait fin novembre au président Trump les dossiers de trois ou quatre candidats pour le poste de Président de la Réserve fédérale, afin que celui-ci les auditionne début décembre. Le mandat de l'actuel président de la Fed Jerome Powell s'achèvera en mai 2026. Parmi les candidats déclarés, le gouverneur Waller a indiqué cette semaine qu'il était en faveur d'une baisse de taux de 25 points de base lors de la prochaine réunion de politique monétaire fin octobre, en raison de la dégradation du marché du travail. Il s'est toutefois montré plus prudent pour la suite, estimant qu'un éventuel mouvement supplémentaire dépendra de l'évolution des données. Son nouveau collègue Stephen Miran réfute lui cette position prudente et a une nouvelle fois défendu une baisse agressive des taux directeurs.

Concernant la politique quantitative, le Président Jerome Powell a indiqué cette semaine que la diminution du bilan de la Fed pourrait se terminer « dans les prochains mois ». Dans les minutes de la dernière réunion de politique monétaire, les équipes de la Réserve fédérale estimaient que les réserves des banques atteindraient 2800 Mds\$ à la fin du premier trimestre 2026, contre 3000 Mds\$ actuellement.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



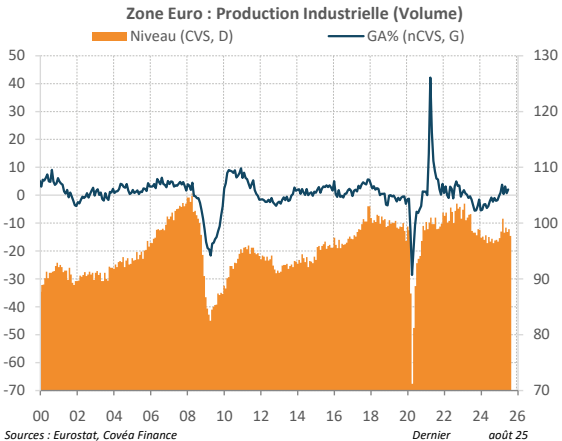
Suivi Macroéconomique

Europe

« Le gouvernement Lecornu échappe à la censure »

Baisse de 1,2% de la production industrielle dans la zone euro en août. Elle reste en hausse de 1,1% sur un an, mais cette progression n'est tirée que par les biens de consommation non-durable (+8,2% GA), l'activité étant en contraction dans tous les autres secteurs. L'Allemagne accuse l'une des plus fortes baisses parmi les pays de la zone euro (-4,6%) et l'industrie italienne souffre aussi (-2,7%). En revanche, l'activité industrielle reste en légère hausse sur un an en France (+0,7%) et elle accélère en Espagne (+3,2%).

En France, le gouvernement Lecornu II échappe à la censure. Après sa (nouvelle) nomination, S. Lecornu a prononcé, la semaine dernière, son discours de politique générale à l'Assemblée nationale durant lequel **il a réitéré son souhait de ne pas recourir à l'article 49.3 de la Constitution** pour faire passer le budget 2026. Ainsi, le Projet de loi de finances (PLF) et le Projet de loi de financement de la Sécurité Sociale (PLFSS) seront débattus puis votés au Parlement. Néanmoins, le Parlement est contraint par les délais d'examen du budget (70 jours pour le PLF et 50 jours pour le PLFSS). Selon l'article 47 de la Constitution, si « le Parlement ne s'est pas prononcé » dans un délai de 70 jours (50 pour le PLFSS), les dispositions du PLF (ou PLFSS) peuvent être mises en vigueur par ordonnance. Cet article n'a jamais été utilisé sous la Vème République, et des flous juridiques l'entourent. Si l'Assemblée Nationale rejette un texte par un vote, il n'est pas certain que le gouvernement puisse utiliser cet article. De plus, bien **qu'annoncé** par S. Lecornu, **la suspension de la réforme des retraites n'est pas encore inscrite dans le PLFSS.** Ainsi, le gouvernement devra déposer un amendement, qui sera ensuite voté au Parlement. Puis, le PLFSS amendé devra ensuite être adopté. Il n'est donc pas certain que les députés du Parti socialiste votent un PLFSS qui contient des mesures d'économies auxquelles ils sont opposés, même si celle-ci contient un amendement sur la réforme des retraites.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA%	août-25	1,1	2,0	-1,7
AL	ZEW	Indice	oct.-25	39,3	37,3	2,2
RU	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	août-25	-0,7	-0,1	-2,6

* Du 13/10/2025 au 19/10/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Par ailleurs, les députés ont la possibilité de déposer une motion de censure spontanée à l'encontre du gouvernement grâce à l'article 49.2 de la Constitution. La France insoumise a ainsi utilisé cet article pour déposer une motion de censure qui a recueilli 271 voix, échouant de 18 voix à atteindre la majorité requise.

Dans ce contexte, **l'agence S&P a dégradé la note de la France à A+, avec perspectives stables.** Si ce mouvement n'était pas totalement inattendu, le calendrier de cette décision est plus surprenant. En effet, S&P devait rendre sa décision fin novembre, mais l'a finalement rendue plus tôt que prévu. Parmi les raisons pour expliquer cette dégradation S&P cite notamment l'incertitude élevée à la fois sur les finances publiques et sur la situation politique globale du pays.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



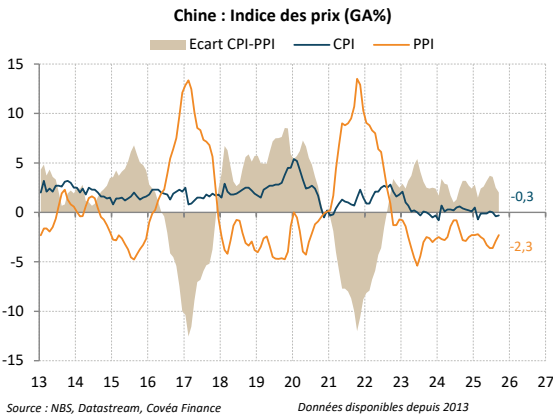
Suivi Macroéconomique

Asie

« L'économie chinoise ralentit »

En Chine, la croissance est en ralentissement au troisième trimestre, à 4,8% en glissement annuel après 5,2% et 5,4% respectivement aux deuxième et premier trimestres. Les données d'activités du mois de septembre confirment par ailleurs que le déséquilibre entre offre et demande se poursuit. En effet, la consommation continue de ralentir, comme l'illustrent les ventes au détail, tandis que la production industrielle accélère. En revanche, l'investissement poursuit son déclin alors que le secteur immobilier continue de représenter un frein majeur à la croissance.

Par ailleurs, les pressions déflationnistes perdurent. En août, les prix à la production étaient en baisse de 2,3% sur un an. Les prix à la consommation ont légèrement progressé par rapport au mois précédent, malgré la poursuite du recul des prix des produits alimentaires. Mais leur progression s'expliquerait essentiellement par l'important renchérissement des bijoux en or et en platine. Ils restent aussi en recul de 0,3% sur un an.



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

*Du 13/10/2025 au 20/10/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
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.