

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

27 octobre 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Coup double pour la Fed ?

Lors de sa réunion cette semaine, le FOMC devrait annoncer une nouvelle baisse de ses taux directeurs, la deuxième de l'année après celle intervenue en septembre dernier. Cette décision, anticipée par les marchés, sera peut-être accompagnée d'une autre annonce : celle concernant l'évolution de son bilan.

En effet, les spéculations autour d'une fin prochaine du resserrement quantitatif (QT) se sont intensifiées après une intervention de Jerome Powell le 14 octobre dernier, au cours de laquelle il a laissé entendre que la phase de réduction du bilan pourrait s'achever « dans les mois à venir ». Ces déclarations faites en dehors du cadre habituel des réunions du comité de politique monétaire, ont d'ailleurs surpris les observateurs.

La Fed estime qu'elle se rapproche désormais du niveau de réserves jugé "ample", ce qui pourrait justifier un arrêt du QT. Jerome Powell a également reconnu que des signes de tension sur les marchés monétaires apparaissent et que nous constatons également dans le cadre de notre suivi du marché monétaire.

La question du niveau de liquidités devient d'autant plus pressante que dorénavant toute nouvelle baisse du bilan qui s'effectue par le non-réinvestissement de titres — actuellement de 5 Mds\$ d'obligations d'État et jusqu'à 35 Mds\$ de titres hypothécaires d'agences par mois — affecte directement le niveau des réserves bancaires. Dans cette phase, l'équilibre à trouver par la Fed est délicat : Arrêter le QT trop tôt risquerait de laisser un excès de liquidités, favorisant la survalorisation des actifs et les pressions inflationnistes et l'arrêter trop tard, à l'inverse, pourrait assécher les marchés et créer des tensions financières.

Or, pour gérer cette transition délicate, il ne semble pas exister de consensus au sein du FOMC notamment sur le moment optimal pour mettre fin au QT. Certains membres, à l'image de Michelle Bowman, responsable de la supervision bancaire, sont en faveur d'une approche plus stricte que le cadre général défini par la Fed, plaidant pour un niveau de réserves plus bas afin d'inciter les banques à gérer de manière proactive leur liquidité.

Nous suivons attentivement ces développements conscients des risques inhérents à cette phase de décélération et d'arrêt de la croissance du bilan de la Fed avec le souvenir du précédent de septembre 2019 qui avait conduit à une crise de liquidité majeure.

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

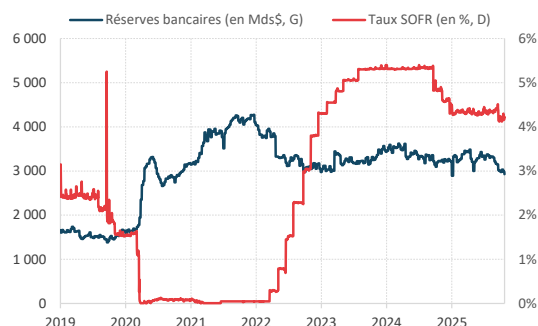
Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Des réserves bancaires sous le seuil des 3 000Mds\$ »

Evolution du taux SOFR* et des réserves bancaires depuis 2019



Sources: Covéa Finance, Bloomberg

* Taux garanti au jour le jour

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	24/10/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,163	1,170	1,083	-0,6	7,4
€ / £	0,874	0,852	0,834	2,5	4,7
€ / Yen	177,77	168,98	164,40	5,2	8,1
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	66	68	74	-2,6	-11,3
Indice CRB*	536	566	530	-5,3	1,3
Prix de l'once d'Or	4 118	3 334	2 735	23,5	50,6
Prix de la tonne de cuivre	10 963	9 900	9 507	10,7	15,3
Indice Baltic Dry**	1 991	1 553	1 417	28,2	40,5
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1403	2332	2185	-39,8	-35,8

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 :

Cette semaine a été marquée par le chiffre d'inflation britannique, qui ralenti en septembre. Les marchés ont donc révisé à la hausse leurs anticipations de baisse de taux de la BoE d'ici décembre, avec dorénavant une baisse de 25 pbs pratiquement acquise. Cette révision a contribué à la baisse des taux souverains de 10 pbs sur l'ensemble de la courbe, plaçant le taux à 10 ans à 4.43%. Au Japon, l'élection de Mme Takaichi et la coalition formée ont orienté les anticipations de marchés vers une expansion budgétaire plus mesurée du nouveau gouvernement. Dès lors, nous assistons à un aplatissement de la courbe de taux, avec une hausse modérée du 2 ans de 3 pbs à 0.93% et une baisse du taux à 30 ans de 6 pbs à 3.06%. En zone Euro, les taux ont été pénalisés par la hausse des prix du pétrole à la suite des sanctions américaines contre la Russie. Cette tendance a été accentuée par la publication des PMI allemand et européen. La courbe de taux des pays de la zone Euro se translatent à la hausse, de 5 pbs, plaçant le taux à 10 ans allemand à 3.63%. La France sous-performe ses homologues européens, avec un écart OAT-Bund en hausse de 3 pbs à 81 pbs, reflétant une déception sur les PMI français et une menace de censure du gouvernement par les socialistes. Aux Etats-Unis, l'impact de la hausse des cours du pétrole est compensé par la poursuite du shutdown et de la fin des négociations commerciales avec le Canada. Dans ce contexte, la courbe de taux s'aplatit par la hausse des taux court de 3 pbs et la baisse du taux à 30 ans de 1 pbs.

Sur le marché du crédit, les primes de risque se resserrent de 3 pbs sur la catégorie Investissement à 79 pbs et de 14 pbs sur le Haut rendement à 300 pbs. Sur la semaine, les émissions ont atteint 12 Mds€ sur l'IG (dont H&M 3.4% 10/2033) et 3.4 Mds€ sur le Haut rendement (dont Verisure 5.63% 10/2031).

Le Focus de la semaine : Vers un nouveau risque de rupture de la chaîne d'approvisionnement dans le secteur automobile ?

Le 14 octobre, les autorités chinoises ont décrété l'arrêt des exportations de l'entreprise chinoise Wingtech Technology Company, spécialisée dans la production de semi-conducteurs. Cette décision est une réponse à la prise de contrôle de Nexperia, une entreprise néerlandaise rachetée par Wingtech en 2018, par le gouvernement néerlandais courant septembre. La justification de cet acte réside dans l'inscription, en décembre 2024, du groupe Wingtech sur la liste, émise par le département du Commerce américain, des entités étrangères engagées dans des activités jugées contraires à la sécurité nationale ou aux intérêts de la politique étrangère des Etats-Unis, avec à la clé de possibles restrictions d'importations.

Cette série de décisions diplomatiques inquiètent fortement l'industrie automobile. En effet, les puces vendues par Nexperia intègrent des composants de Wingtech, sa maison mère. Or le groupe produit plusieurs centaines de millions de semi-conducteurs chaque année, dont environ 60% sont destinés à cette industrie. Et le groupe dispose d'une part de marché non négligeable puisque l'entreprise fournit plus de 40% des composants électriques (diodes, transistors, régulateurs de tension, ...) utilisés par le secteur en Europe. L'Association des constructeurs européens d'automobiles (ACEA) et l'Alliance pour l'innovation automobile, aux Etats-Unis, ont appelé à une résolution rapide du conflit, pointant le risque d'arrêt de la production. Les premiers effets devraient être visibles auprès des équipementiers, suivi dans la chaîne de valeur par les constructeurs automobiles.

Comme le souligne l'ACEA, les équipementiers se sont efforcés de diversifier leurs sources d'approvisionnement depuis quelques années. Mais le temps nécessaire pour basculer vers un autre fournisseur est difficilement mesurable en raison du temps d'homologation des nouveaux composants et de la nécessité de monter ensuite la production en cadence.

Tous les équipementiers ne sont pas concernés, à l'image de Schaeffler qui semble ne pas avoir Nexperia parmi ses fournisseurs. Pour les autres, une première vague de réponses a été très rapidement apportée par certains équipementiers pour répondre aux craintes du marché. Certains émetteurs, comme ZF Friedrichshafen AG, ont indiqué maintenir le rythme de leurs chaînes de production et étudier les différentes alternatives aux puces Nexperia. D'autres, comme Valeo, ont déjà indiqué pouvoir substituer facilement ces composants avec d'autres sources alternatives. Bien que Valeo utilise les puces de Nexperia, le groupe indique avoir déjà validé des sources d'approvisionnements alternatives permettant de combler 95% des besoins. Enfin, Forvia se démarque en ayant déjà fourni une estimation de l'impact sur son chiffre d'affaires, à savoir quelques dizaines de millions d'Euros. Cette somme apparaît relativement modeste au regard d'un chiffre d'affaires de 27 Mds€ en 2024.

Le secteur n'est toutefois pas à l'abri d'interruptions temporaires. En effet, les fabricants de puces électroniques vont devoir supporter cet afflux de volumes supplémentaires.

Nicolas Vienne

Gérant OPC 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)

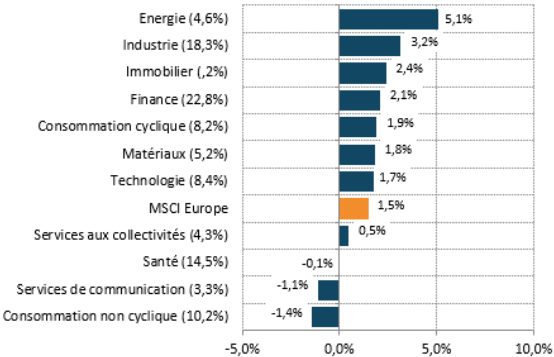
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés actions européens ont progressé au cours de la semaine, avec une hausse graduelle de +1,5 % pour le MSCI Europe (dividendes non réinvestis). La France notamment, voit son indice principal le CAC 40 dépasser ses plus hauts de mai 2024, soit avant la période d'instabilité politique. De même, les petites capitalisations bondissent de +2,9%, soit plus que la quasi-totalité des progressions constatées dans les pays du continent, pour les grandes capitalisations. Enfin, les premières publications du troisième trimestre sont elles aussi bien accueillies grâce à des chiffres d'affaires et résultats surpassant en moyenne les attentes du marché. Dans ce contexte positif, les sociétés du secteur de l'énergie sont en hausse de +5% sur la semaine dans le sillage du baril de pétrole qui progresse de +9% (référence Brent). A l'inverse, la consommation de base est en recul de -1% de même que la santé et les services de communication, marquant un repli des sociétés moins exposées au cycle économique.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 17/10/2025 au 24/10/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Concentration des performances et tailles de capitalisation

Depuis plusieurs années, nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières la forte concentration des performances au sein des indices de grandes capitalisations comme le S&P 500 ou le MSCI Europe. Cette tendance se confirme aussi en 2025 avec les 10 entreprises les plus performantes parmi les 400 du MSCI Europe concentrant 30% de la performance de l'indice depuis le début de l'année. Ces 10 sociétés sont réparties en 3 blocs. Le premier est constitué des banques avec Santander, BBVA, HSBC et Unicredit qui bénéficient d'un environnement favorable en termes de courbe de taux leur permettant d'améliorer leur produit net bancaire et leurs marges d'intérêt. Le deuxième ensemble est composé des entreprises du secteur de la défense ou qui y sont exposées c'est-à-dire Rheinmetall, Rolls Royce et Safran. Ces acteurs bénéficieront des plans de réarmement européen dictés par le retour de la conflictualité que nous illustrons au sein de nos Perspectives Economiques et Financières. Enfin les 3 dernières sociétés que sont ASML, Novartis et Siemens évoluent dans des secteurs stratégiques et disposent de fortes barrières à l'entrée constituées par leur recherche et développement ou les investissements réalisés dans le passé.

Cependant le phénomène de concentration des performances diminue en même temps que la taille des capitalisations étudiées. Ainsi, depuis le début de l'année, le top 10 du MSCI Europe moyennes capitalisations ne concentre que 27% de sa performance une fois Rheinmetall exclu (contre 42% inclus, la société n'appartient plus à l'indice des moyennes capitalisations) tandis que le top 10 du MSCI Europe petites capitalisations ne concentre que 17% de la performance totale de l'indice. Ces niveaux décroissants de concentration proviennent de la construction différente des indices. En effet, les indices de petites et moyennes capitalisations sont plus diversifiés que ce soit au niveau sectoriel ou géographique. On note par exemple une sur-représentation de la France et de l'Allemagne dans l'indice de grandes capitalisations alors que les pays nordiques ne le sont pas (Norvège, Finlande). De plus, des effets de seuils existent. Rappelons qu'une valeur de petite capitalisation qui concentrerait beaucoup de performance intégrerait rapidement l'indice des moyennes capitalisations, créant ainsi une vision différente des mouvements de concentration décrits ici.

En conclusion l'analyse des phénomènes de concentration des performances est un élément clé pour comprendre la performance des indices qui ne reflètent finalement que le comportement d'une petite partie des sociétés qui le composent. Au-delà d'être un bénéficiaire des dynamiques de régionalisation que nous décrivons, le compartiment des petites et moyennes capitalisations y est moins sujet et représente une brique de diversification qui permet de gérer le risque associé dans la construction des portefeuilles.

Arthur Pomier
Gestion Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	24/10/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	192,8	190,1	178,7	163,2	164,6	1,4	7,9	18,2	17,1	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 314,9	1 281,8	1 242,1	1 056,7	1 051,1	2,6	5,9	24,4	25,1	↑
MSCI EMU Small Cap	524,7	511,6	504,9	390,5	413,1	2,6	3,9	34,4	27,0	↑
MSCI Europe	192,4	189,5	179,6	169,9	173,9	1,5	7,1	13,3	10,6	↑
France CAC 40	8 225,6	8 174,2	7 557,3	7 380,7	7 503,3	0,6	8,8	11,4	9,6	↑
Allemagne DAX 30	9 081,3	8 928,1	8 860,3	7 648,6	7 469,5	1,7	2,5	18,7	21,6	↑
Italie MIB	42 486,7	41 758,1	39 351,3	34 186,2	34 698,8	1,7	8,0	24,3	22,4	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 645,6	9 354,6	8 735,6	8 173,0	8 269,4	3,1	10,4	18,0	16,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	11 041,4	10 773,8	10 250,2	9 877,2	9 909,7	2,5	7,7	11,8	11,4	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

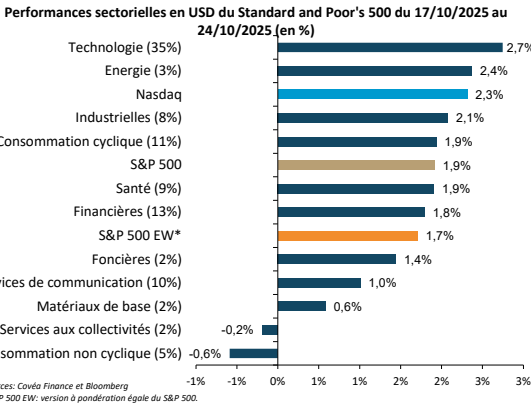
L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés sont en hausse sur la semaine. La Corée du Sud affiche la meilleure performance, aidée par le regain d'intérêt pour les semi-conducteurs et la sphère IA. Les marchés chinois et les économies très liées à la Chine progressent également, en amont d'une rencontre très attendue entre Donald Trump et Xi Jinping. Le marché indonésien bénéficie de l'annonce d'un plan de stimulus de son économie.

Sur le sujet de la dynamique de l'Inde, Asics envisage une hausse de ses ventes dans le pays de près de 40% dès l'année prochaine.

Aux États-Unis, les marchés ont poursuivi leur progression cette semaine, inscrivant de nouveaux records historiques, soutenus par la poursuite d'une saison de publications trimestrielles solides, des données d'inflation favorables et des signaux d'apaisement, bien que volatils, sur le front commercial sino-américain. Dans ce contexte, le secteur technologique affichait la meilleure performance, porté par les publications des sociétés de semi-conducteurs notamment Intel et Lam Research, qui bénéficient du rebond de la demande en PC et serveurs liés à l'IA. Le secteur de l'énergie a également progressé, soutenu par la hausse du prix du pétrole après l'annonce par les États-Unis de sanctions contre les deux plus grandes compagnies pétrolières russes.

À l'inverse, les secteurs plus défensifs, tels que la consommation de base et les services aux collectivités, ont terminé la semaine en retrait. Dans le secteur bancaire, quoique les inquiétudes liées à la qualité du crédit soient toujours présentes, elles se sont quelque peu apaisées cette semaine après les publications de résultats de plusieurs banques régionales. Toutefois, l'annonce de la faillite du prêteur PrimaLend Capital Partners rappelle que les consommateurs américains à faibles revenus restent sous pression.



Dans l'IA, Oracle devrait bénéficier d'un financement bancaire de \$38 milliards pour ses centres de données, tandis qu'Anthropic sécurise près d'un million de puces TPU via Google Cloud pour entraîner et exploiter ses modèles, dans le cadre d'un contrat potentiellement évalué à plusieurs dizaines de milliards de dollars. La semaine a également été marquée par plusieurs annonces de réductions d'effectifs, chez Meta, Applied Materials, Target et Molson Coors, illustrant un climat général de rationalisation des coûts à travers plusieurs secteurs.

Enfin, sur le front des investissements publics dans des secteurs stratégiques, l'administration Trump envisagerait de prendre des participations dans plusieurs sociétés d'informatique quantique en échange de financements fédéraux, à l'image des accords déjà conclus avec Intel et plusieurs entreprises minières.

Le Focus de la semaine : Minéraux critiques, face aux risques d'approvisionnement, les investissements stratégiques affluent

La rivalité sino-américaine sur les terres rares est entrée depuis quelques semaines dans une phase d'intensification. Pékin a annoncé début octobre un élargissement de ses contrôles à l'export sur les terres rares, les aimants permanents et certains équipements, avec des licences plus strictes et une portée extraterritoriale lorsque des produits fabriqués hors de Chine incorporent des matériaux d'origine chinoise.

Côté américain, la Maison-Blanche a dévoilé avec l'Australie un cadre commun pour sécuriser l'extraction et le raffinage de minéraux critiques et de terres rares, assorti d'engagements d'investissements publics avec pour objectif l'arrivée de nouvelles capacités dès 2026. Parallèlement, la banque américaine JP Morgan a annoncé jusqu'à \$10 milliards d'investissements dans la chaîne de valeur des terres rares et minéraux critiques, un signal d'engagement du capital privé dans les secteurs considérés comme stratégiques. En effet, ces minéraux, essentiels à la production de semi-conducteurs, de systèmes de défense, d'éoliennes et de véhicules électriques sont désormais considérés comme des actifs participant à la reconquête de souveraineté. La reconstitution d'une chaîne de valeur reste toutefois complexe.

En effet, au-delà des investissements nécessaires à l'extraction de terres rares, les coûts de raffinage et de séparation sont très élevés et les technologies de traitement restent largement concentrées en Chine. L'équation économique repose donc sur la combinaison d'incitations publiques directes ou indirectes (prix plancher sur certaines terres rares comme dans le cadre de l'accord conclu entre le Département de la Défense et MP Materials), de financements privés et d'intégrations verticales entre mineurs, transformateurs et industriels. Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons identifié la reconstitution d'une chaîne de valeurs des terres rares hors de Chine comme un axe stratégique pour le gouvernement américain.

Sophie Pons Dublanc

Adjointe au Responsable d'équipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)									
	24/10/25	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	6 792	6 664	6 141	5 882	5 810	1,9	10,6	15,5	16,9	2,2	11,3	2,8	8,9		
Etats-Unis - Dow Jones	47 207	46 191	43 387	42 544	42 374	2,2	8,8	11,0	11,4	2,4	9,5	-1,2	3,7		
Etats-Unis - Nasdaq	23 205	22 680	20 168	19 311	18 415	2,3	15,1	20,2	26,0	2,6	15,8	7,0	17,3		
Japon Nikkei 300	700	678	601	604	567	3,2	16,5	15,8	23,4	1,9	10,7	6,1	14,1		
Corée du Sud KOSPI	3 942	3 749	3 080	2 399	2 581	5,1	28,0	64,3	52,7	4,3	21,2	50,3	36,3		
Chine - Shanghai	3 950	3 840	3 448	3 352	3 280	2,9	14,6	17,9	20,4	3,3	16,1	7,5	12,1		
Hong Kong Hang Seng	26 160	25 247	24 325	20 060	20 490	3,6	7,5	30,4	27,7	3,9	9,3	16,1	18,9		
Marchés Emergents - MSCI	1 389	1 362	1 227	1 075	1 135	2,0	13,2	29,2	22,5	2,3	14,0	15,0	14,0		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Libéralisation et plans publics stimulent la compétition européenne sur le marché du matériel roulant

Le secteur ferroviaire européen est en pleine transformation. Entre ouverture à la concurrence, transition écologique et numérisation, les dynamiques actuelles redessinent la carte des investissements.

Depuis 2001, l'Union européenne a engagé une série de « paquets ferroviaires » visant à libéraliser le marché. Le quatrième paquet ferroviaire, adopté en 2017, a marqué une étape décisive : il impose l'ouverture des services domestiques de voyageurs à la concurrence et harmonise les règles techniques pour faciliter l'interopérabilité.

Les effets sont visibles dans plusieurs pays. En Allemagne, FlixTrain s'impose comme un challenger face à la Deutsche Bahn. L'entreprise a investi 2,4 milliards d'euros dans 65 trains à grande vitesse pour élargir son réseau et vise une croissance du marché allemand de la grande vitesse de +45 % d'ici 2030. En Espagne, la libéralisation du réseau à grande vitesse a transformé le marché. L'arrivée d'ouigo (filiale SNCF) et d'Iryo (détenue conjointement par Trenitalia, Air Nostrum et le fonds d'investissement espagnol Globalvia) a réduit les prix de 33 à 43 % et augmenté la demande de 77 % entre 2019 et 2024. En France, la transformation est plus lente. La SNCF conserve une position dominante, en cause, des péages élevés et un réseau vieillissant. Cependant, les appels d'offres pour les lignes régionales (TER) et Intercités s'ouvrent progressivement, offrant des opportunités pour les constructeurs de matériel roulant.

Pour les équipementiers, cette libéralisation est synonyme de demande accrue en trains modernes, interopérables et économes en énergie. Chaque nouvel entrant doit constituer une flotte compétitive, ce qui stimule la commande de rames innovantes.

La libéralisation ne suffit pas : elle s'accompagne d'un cycle d'investissements publics sans précédent. Le « Connecting Europe Facility » (CEF) est l'instrument phare de l'Union européenne pour financer les infrastructures de transport, d'énergie et numériques. Doté d'un budget global de 20,73 milliards d'euros pour la période 2021-2027, dont près de 60 % pour le transport, il vise à combler les « maillons manquants » du réseau transeuropéen et à accélérer la transition écologique.

En 2024, la Commission européenne a approuvé 2,8 milliards d'euros pour 94 projets, dont 77 % dédiés au ferroviaire. Ces financements ciblent la modernisation des infrastructures et la construction de lignes à grande vitesse, l'interopérabilité européenne via le déploiement de l'ERTMS (« European Rail Traffic Management System »), la numérisation et la sécurité (systèmes de gestion du trafic, signalisation intelligente), enfin les connexions transfrontalières.

Depuis sa création, le CEF a déjà alloué 37,5 milliards d'euros à plus de 1 500 projets, dont des chantiers emblématiques comme Rail Baltica et le tunnel Lyon-Turin. Sans ce mécanisme, ces projets transfrontaliers auraient été difficiles à financer, ce qui souligne son rôle crucial pour la compétitivité et la « durabilité » du rail européen.

La France a annoncé en 2023 un plan massif de 100 milliards d'euros sur 20 ans pour moderniser son réseau ferroviaire et développer la grande vitesse. Ce plan reste officiellement la feuille de route du gouvernement, mais son financement est jugé fragile (voir notre éditorial du 21 octobre 2024 intitulé « L'avenir du ferroviaire en France, un aiguillage encore incertain »). Ce programme, qualifié de « nouvelle donne ferroviaire », répond à deux priorités stratégiques. La première concerne les transports du quotidien, avec la création de RER métropolitains dans une douzaine de grandes agglomérations afin de désengorger les routes et réduire les inégalités territoriales. La deuxième a trait à la décarbonation. En effet, le rail est au cœur de la stratégie visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre de 90 % d'ici 2050, conformément aux objectifs du Green Deal européen.

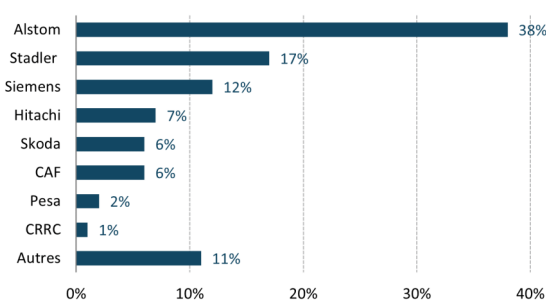
Ce plan, soutenu par l'État, la SNCF, l'UE et les collectivités locales, vise à doubler l'usage du train en France d'ici 2040. Il s'inscrit dans une logique de souveraineté industrielle et de transition écologique, créant des opportunités majeures pour les équipementiers comme Alstom (France), Siemens (Allemagne), CAF (Espagne), Stadler (Suisse), ou Hitachi Rail (Italie/Japon), qui devront fournir du matériel roulant moderne, interopérable et éco-conçu.

Les leviers de croissance pour les équipementiers se répartissent dans les domaines suivants : le renouvellement des flottes régionales et grande vitesse, la numérisation embarquée (Wi-Fi, comptage passagers, maintenance prédictive), l'électrification et la propulsion verte, la signalisation intelligente et la cybersécurité, et l'interopérabilité transfrontalière. À noter qu'Eurostar a récemment commandé 30 trains Avelia Horizon à Alstom, une décision qui vient renforcer le carnet de commandes du constructeur français et améliorer sa visibilité à moyen terme. Par ailleurs, les quotas « Made in Europe » récemment introduits favorisent les acteurs locaux, renforçant la compétitivité des équipementiers européens face aux géants asiatiques comme CRRC (Chine).

Les équipementiers font néanmoins face à plusieurs risques qui pourraient peser sur leur rentabilité. La pression sur les marges reste forte, car les appels d'offres publics privilégient souvent le prix le plus bas, alors que les coûts des matières premières et les exigences environnementales augmentent. Par ailleurs, la montée des exigences technologiques, telles que l'interopérabilité, la numérisation embarquée et la performance énergétique, impose des investissements lourds en R&D, ce qui peut réduire la rentabilité à court terme. Enfin, la concurrence asiatique, notamment celle de CRRC, accentue la guerre des prix et menace la position des acteurs européens, malgré les barrières réglementaires.

Dans nos Perspectives Économiques et Financières, nous nous intéressons aux entreprises impliquées dans les infrastructures de transport bénéficiaires des plans d'investissement des États.

Marché européen du matériel roulant : parts de marché des principaux équipementiers



Sources : SCI Verkehr, Stadler, Covèa Finance.

Note : Les données de SCI sur les parts de marché des industries ferroviaires sont basées sur les unités livrées entre 2022 et 2024.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

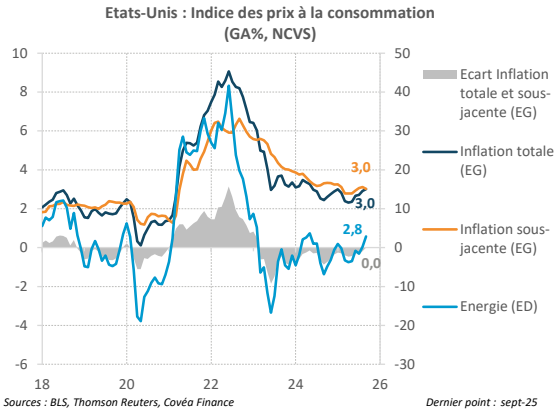
« L'inflation américaine ne fléchit pas »

Les chiffres d'inflation du mois de septembre (publiés avec du retard en raison de la fermeture partielle du gouvernement fédéral) confirment le maintien de pressions haussières sur les prix. L'indice des prix à la consommation a progressé de 0,3% en glissement mensuel (après 0,4% en août) et le taux d'inflation annuel accélère à 3,0%, après 2,9%. Hors alimentation et énergie, la croissance annuelle des prix se modère à 3,0% (après 3,1% en août). Dans le détail, l'inflation dans les services ralentit mais demeure à des niveaux élevés à 3,6%, tout comme la dynamique des prix des biens durables à 1,8%. En revanche, la croissance annuelle des prix des biens non-durables accélère à 2,0%, tirée par le rebond des prix de l'énergie (+1,5% en glissement mensuel). Cette publication confirme le maintien d'une inflation élevée, une dynamique en ligne avec nos perspectives économiques et financières, sans toutefois que l'on ne

relève à ce stade un emballement des prix à la suite de l'augmentation des droits de douane.

Concernant les relations sino-américaines, Scott Bessent a déclaré que les États-Unis et la Chine s'étaient mis d'accord sur un « cadre positif » pour les négociations commerciales entre Donald Trump et Xi Jinping du 30 octobre. Le secrétaire américain au Trésor a laissé entendre que la Chine retarderait la mise en place de nouvelles restrictions sur les exportations de terres rares et reprendrait les achats de soja américain, afin d'éviter la menace de droits de douane américains supplémentaires de 100% sur les produits chinois.

En outre, l'administration américaine a indiqué avoir conclu des accords commerciaux avec plusieurs pays d'Asie du Sud-Est. La Malaisie et le Cambodge auraient notamment accepté d'importer davantage depuis les États-Unis (notamment des avions Boeing), de baisser les droits de douane sur certains produits américains, de se conformer à des réglementations et certifications américaines relatives aux véhicules et produits agricoles, de renforcer leurs réglementations environnementales et du travail, ou encore de faciliter l'accès des États-Unis aux minéraux critiques. En échange, les États-Unis devraient réduire les droits de douane sur certains produits importés depuis ces pays, tels que des denrées agricoles qui ne sont pas produites aux États-Unis. L'administration américaine a également annoncé avoir signé des accords-cadres avec la Thaïlande et le Vietnam qui pourraient servir de base à des accords commerciaux plus complets à l'avenir, reprenant des éléments très proches de ceux mis en avant dans les accords conclus avec la Malaisie et



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	sept.-25	4060	4000	4103	4067
Inflation	IPC, GA%, NCVS	sept.-25	3,0	2,9	4,1	3,0
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	sept.-25	3,0	3,1	4,8	3,4

* Du 20/10/2025 au 26/10/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

le Cambodge. Selon la presse indienne, l'Inde et les États-Unis seraient également proches d'un accord pour que les droits de douane sur les importations de biens indiens aux États-Unis soient ramenés de 50% (depuis début août), à 15 ou 16%. En revanche, Donald Trump a interrompu les négociations commerciales avec le Canada et annoncé 10% de droits supplémentaires sur les importations en provenance du Canada après que la Province de l'Ontario a fait diffuser une publicité sur les effets néfastes des droits de douanes pour l'économie des États-Unis en utilisant un extrait vidéo d'une intervention de Ronald Reagan.

Les États-Unis renforcent les sanctions contre la Russie. Alors que le président américain devait rencontrer son homologue russe en Hongrie, il a finalement fait le choix d'annuler cette rencontre, en raison de l'absence d'avancées concernant un cessez-le-feu en Ukraine. Par la suite, l'administration américaine a sanctionné deux entités pétrolières russes jusqu'alors épargnées : Rosneft et Lukoil, qui représentent 50% des exportations de pétrole russe. Par ailleurs, le communiqué de la Maison Blanche précise que les institutions financières étrangères qui continueraient de faire affaire avec les deux compagnies russes pourraient elles aussi être soumises à des sanctions.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Louis Martin
Economiste

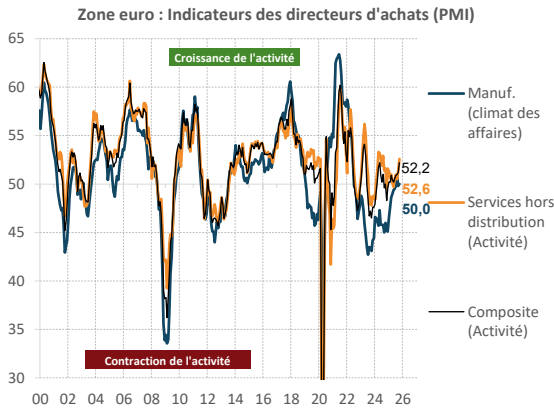


Suivi Macroéconomique

Europe

« Moody's maintient la note de la France, mais l'assortit d'une perspective négative »

Le PMI composite d'activité de la zone euro a progressé d'un point en octobre. A 52,2, il s'établit à un plus haut de près d'un an et demi (17 mois). Selon ces enquêtes, l'activité se redresse tant dans les services que dans l'industrie manufacturière, notamment sous l'effet d'une demande mieux orientée : elle est annoncée en croissance dans les services quand elle aurait cessé de se contracter dans le secteur manufacturier, malgré la poursuite de la contraction de la demande étrangère. L'amélioration de ces résultats est particulièrement importante en Allemagne, alors que la contraction de l'activité s'est amplifiée en France. Pourtant, les enquêtes de l'INSEE indiquent une amélioration du climat des affaires en octobre, notamment tirée par l'industrie et le commerce de détail. Si les indicateurs de coûts indiquent une modération des tensions en amont, les entreprises sont plus nombreuses à annoncer une augmentation de leurs prix de ventes, dans l'industrie manufacturière comme dans les services.



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

*Du 20/10/2025 au 26/10/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

maintenu son Aa3. Néanmoins, la perspective a été abaissée (de stable à négative) en raison des risques liés à l'instabilité politique, qui pourrait limiter la capacité du gouvernement à réduire son déficit.

Au Royaume-Uni, l'inflation du mois de septembre s'est établie sous les attentes. En effet, la Banque d'Angleterre (BoE) s'attendait à une accélération des prix à 4,0%, finalement l'inflation est restée stable en septembre à 3,8%, le même niveau qu'en août. Même si l'inflation n'a pas accéléré elle demeure tout de même à des niveaux élevés, sans signes de modération. Du côté des services, la dynamique des prix reste tenace, à 4,7%, malgré des signaux défavorables en provenance du marché du travail. Hors alimentation et énergie, l'inflation sous-jacente a légèrement reculé à 3,5%. Même si cette publication est mieux orientée que prévu, la BoE devrait tout de même maintenir une approche prudente dans son assouplissement monétaire. Des signaux favorables semblent néanmoins émerger de l'enquête PMI du mois d'octobre, qui signale une atténuation des pressions inflationnistes. Par ailleurs, l'enquête indique une légère accélération de l'activité britannique en octobre, portée par la reprise de la production manufacturière.

La commission européenne a publié son programme de travail pour 2026. Celui-ci comprend 38 nouvelles initiatives dans de nombreux domaines, dont la compétitivité, l'innovation, le marché unique -avec l'ambition d'améliorer le fonctionnement de ce dernier-, la défense, l'énergie ou encore l'éducation. Le projet reprend les directives qui doivent être adoptées pour concrétiser les décisions prises ces derniers mois. De nombreuses propositions visent à simplifier la législation européenne.

Le Conseil européen a réitéré son engagement à soutenir l'Ukraine, notamment financièrement. Il a toutefois échoué à avancer dans la mise en œuvre d'un prêt important gagé sur les revenus des avoirs russes gelés. La Belgique, sur le territoire de laquelle se trouve la plus grande partie de ces avoirs russe (siège d'Euroclear), estime n'avoir pas obtenu de garantie suffisante de partage des risques liés à l'opération. **Les chefs d'Etat et de gouvernement ont adopté le 19e paquet de sanctions envers la Russie** qu'avait proposé la Commission il y a quelques semaines. **Il a aussi été question de renforcement de la défense européenne, afin d'améliorer ses capacités opérationnelles d'ici 2030.** A cet effet, les domaines dans lesquels une coopération devrait être mise en place ont été examinés et un calendrier ambitieux a été élaboré (mise en place de coalitions des capacités d'ici la fin de l'année en cours et faire des progrès concrets dans la première partie de l'année prochaine). Il est demandé à la Commission d'établir une feuille de route de transformation de l'industrie européenne de la défense et de faire des propositions pour renforcer la mobilité militaire dans l'Union européenne. **Sur le plan de la lutte contre le changement climatique, les chefs d'Etats et de gouvernements soutiennent l'objectif à 2040 de réduction des émissions de gaz à effet de serre. Mais ils souhaitent des mesures de simplification et la prise en compte de l'impact des contraintes imposées sur la compétitivité de l'économie européenne.**

Alors que les agences Fitch et S&P avaient dégradé la note de la France à A+, Moody's a

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« La qualité de la croissance et l'indépendance technologique restent les priorités des autorités chinoises »

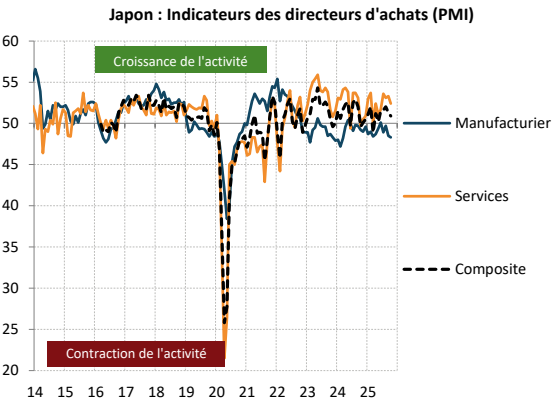
En Chine, la 4ème réunion plénière du Comité Central du Parti a approuvé les grandes lignes du 15ème plan quinquennal (2026-2030). S'il est considéré que les grands objectifs macroéconomiques du 14ème plan seront atteints, le but d'élever le PIB par tête au niveau des économies « modérément développées » - qui se conçoit dans le long terme - est réitéré. Dans l'attente des détails et des objectifs chiffrés (officiellement annoncés en mars prochain), les grandes lignes communiquées restent largement inchangées. Les autorités mettent l'accent sur la qualité de la croissance, la modernisation industrielle, l'indépendance technologique, l'accélération de la transition verte et le soutien à la demande domestique

Au Japon, Sanae Takaichi est officiellement devenue la première femme Premier ministre du pays. Selon Reuters, qui cite des sources proches du

gouvernement, elle préparerait un plan de soutien à l'économie de près de 14 000 Mds JPY (92 Mds\$) concentré sur trois axes : lutte contre l'inflation, investissement dans les secteurs de croissance (dont l'intelligence artificielle et les semiconducteurs) et sécurité nationale. Ce plan implique également la suppression de la taxe provisoire sur l'essence. Il devrait également favoriser un renforcement des dotations des autorités locales pour soutenir les petites et moyennes entreprises. En amont de sa rencontre avec D. Trump, S. Takaichi a aussi dévoilé un plan visant à porter les dépenses de défense du Japon à 2% du produit intérieur brut au cours de l'exercice fiscal actuel, qui se termine en mars 2026, soit deux ans plus tôt que ce qu'envisageait le calendrier initial.

Par ailleurs, l'inflation japonaise a augmenté en septembre, à 2,8%. Hors produits frais, indice sur lequel est basé l'objectif de la banque centrale nippone, les prix ont aussi accéléré, avec une progression sur un an de 3,0%. De quoi nourrir les débats lors de la réunion du comité de politique monétaire de la Banque du Japon qui se tiendra cette semaine. Les banquiers centraux devront toutefois tenir aussi compte de la faiblesse de l'activité économique qu'illustre la baisse du PMI composite d'activité, plombé par une contraction plus forte de la production manufacturière et un ralentissement dans les services. La faiblesse de l'activité n'empêche toutefois pas les entreprises de répercuter dans leurs prix de vente les tensions persistantes sur leurs coûts.

La Banque centrale de Corée du Sud a laissé son taux directeur inchangé, à 2,50%. Le statu quo est justifié par la faiblesse du won et le risque d'emballement du marché immobilier. Néanmoins, la majorité du conseil de politique monétaire envisage une baisse de 25pb dans les trois mois, pour limiter les risques de ralentissement important de l'activité économique.



Sources : S&P Global, Datastream, Covéa Finance

Dernier point : oct 2025

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
PMI Services	Indice	oct.-25	52,4	53,3	53,5	52,4
PMI Manuf.	Indice	oct.-25	48,3	48,5	49,0	49,2
Inflation	IPC, NCVS, GA%	sept.-25	2,9	2,8	3,3	2,7
Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	sept.-25	1,3	1,6	2,5	1,9
Exportations	Val, CVS, GA%	sept.-25	2,8	1,0	2,8	6,0
Importations	Val, CVS, GA%	sept.-25	3,5	-3,0	-7,1	1,6

*Du 20/10/2025 au 26/10/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Jean-Louis Mourier
Economiste



Louis Martin
Economiste



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.