

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

26 mai 2025

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Les entreprises américaines empruntent de plus en plus en euro

Les Perspectives Economiques et Financières du mois de mars ont mis en lumière que l'épargne abondante de la Zone euro finance en grande partie des entreprises étrangères. Cette tendance semble se confirmer sur le marché du crédit depuis le début de l'année avec plus de 40Mds€ de dette obligataire émise par des entreprises non financières américaines en euro.

Ces entreprises représentent quasiment 30% des émissions primaires en euro depuis le début de l'année, ce qui fait des Etats-Unis le premier pays émetteur, avec deux fois plus d'émissions que les émetteurs français ou allemands. Sur l'année 2024, les entreprises américaines étaient déjà présentes, avec 58Mds€ émis sur l'ensemble de l'année pour un peu plus de 15% des émissions. La tendance s'est fortement accélérée.

Le coût d'emprunt pour les entreprises est beaucoup plus faible en euro qu'en dollar, ce qui s'explique à la fois par des baisses de taux directeurs plus nombreuses de la part de la Banque Centrale Européenne que de la Réserve Fédérale et par un écartement des primes de risques plus marqué aux Etats-Unis qu'en Europe depuis le début de l'année.

Ainsi, Alphabet est venu pour la première fois sur le marché européen pour émettre 6,75Mds€ en 5 tranches entre 4 et 25 ans fin avril, soit plus que ses 5Mds\$ d'émissions. L'obligation 2037 en euro a été émise avec un coupon de 3,375%, alors que celui de la 2035 en dollar est de 4,5%.

Les entreprises américaines vont utiliser ces financements obligataires pour leurs investissements en Europe, mais également aux Etats-Unis. En effet, le coût de couverture contre la hausse du dollar est faible sur l'ensemble des maturités comparé aux dernières années. Et avec la baisse récente du dollar, certaines entreprises pourraient décider de ne pas couvrir.

Si cette tendance d'émissions d'entreprises américaines en euro se confirme, elle accroîtra davantage l'offre déjà abondante de dettes, notamment d'entreprise, sur le marché obligataire de la Zone euro que les investisseurs devront absorber, ainsi que nous le décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

### Sommaire

#### Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

#### Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

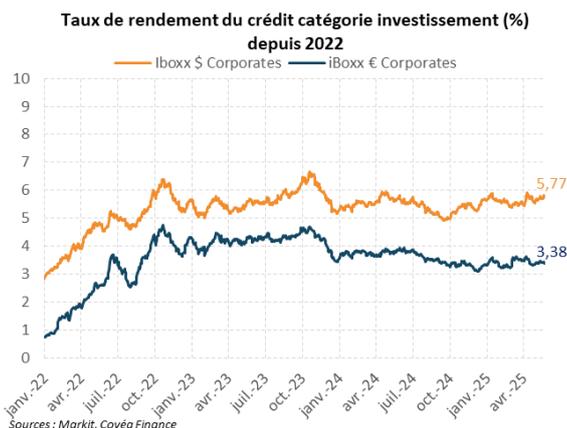
Marie-Edmée de Monts de Savasse

Responsable d'équipe Gestion OPC Tax



### Focus de la semaine

« des coûts de financement plus attractifs en Zone euro ... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	23/05/25	27/03/25	T-12 mois	27/03/25	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,136	1,080	1,082	5,2	5,1
€ / £	0,840	0,834	0,852	0,7	-1,4
€ / Yen	161,91	163,15	169,73	-0,8	-4,6
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	65	74	81	-12,5	-20,4
Indice CRB*	559	544	549	2,8	1,9
Prix de l'once d'Or	3 366	3 061	2 337	10,0	44,0
Prix de la tonne de cuivre	9 610	9 847	10 418	-2,4	-7,8
Indice Baltic Dry**	1 340	1 621	1 796	-17,3	-25,4
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1586	2332	2703	-32,0	-41,3

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

# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine a de nouveau été dominée par le marché américain avec une pentification des courbes. Après la dégradation de la note des Etats-Unis par Moody's, les inquiétudes autour de la dette américaine et sa soutenabilité ont été exacerbées par le projet de loi fiscale voté en fin de semaine. Des préoccupations sur la capacité du marché à absorber l'offre croissante des dettes souveraines et la confirmation de la mise en œuvre de la réforme des fonds de pension hollandais d'ici 2028 (voir ci-dessous), participent au mouvement de pentification : les taux à 30 ans progressent sur toutes les zones et les écarts avec les taux à 2 ans augmentent. En fin de semaine, la menace de Donald Trump d'imposer des taxes douanières de 50% à l'Union européenne dès le 1er juin permet aux taux européens à 10 ans d'afficher une stabilité sur la semaine malgré la volatilité observée. Au global, les taux à 10 ans en Europe sont stables pour la France et l'Italie à 3,27% et 3,60% respectivement, en baisse de 2 points de base (pbs) en Allemagne à 2,57%, et en légère baisse de 1 pb pour l'Espagne à 3,20%. Le taux à 10 ans américain affiche lui une progression globale sur la semaine de 3 pbs à 4,51%.

Sur le crédit, les primes de risque s'élargissent de 3 pbs pour l'indice de catégorie investissement et de 11 pbs pour l'indice haut rendement soit des taux de respectivement 3,04% et 3,5%. Le marché du primaire a été animé la semaine dernière avec 21 Mds€ d'émissions, telle que Kering 4 ans à un taux de rendement de 3,16%.

### Le Focus de la semaine : Qui interviendra sur les maturités longues « 30 ans et plus » ?

En 2023, les Pays-Bas ont adopté une réforme majeure du fonctionnement des fonds de pension néerlandais, avec une période de transition allant jusqu'au 1er janvier 2028. Cette réforme prévoit la suppression du régime historique à prestations définies utilisés à 80% par les fonds de pension, pour adopter un régime à cotisations définies pour tous. Sous le système actuel les fonds de pension sont exposés à la performance des investissements et leur solvabilité en dépend. Depuis 2008, les ratios de couverture du passif par les actifs n'ont cessé de décroître, faisant peser sur les générations les plus jeunes le risque du maintien des pensions définies pour les plus anciennes. Avec la réforme, les pensions dépendront de la performance des investissements issus des cotisations individuelles, et non plus de prestations définies. Cette semaine, le parlement néerlandais a rejeté un amendement qui aurait permis de soumettre l'application de la réforme aux votes individuels des bénéficiaires, confirmant ainsi la date limite pour tous au 1er janvier 2028. L'importance des encours des fonds de pension néerlandais (plus de 1800Mds€), fait de cette réforme un élément majeur pour les marchés de taux. La gestion du risque de taux porté par les fonds de pension engagés sur des prestations définies, les oblige à investir structurellement sur des actifs à très long terme, à plus de 30 ans, en lien avec leurs engagements à durée longue. Outre les investissements sur les dettes souveraines sur ces maturités, ces expositions à long terme sont aussi constituées au travers de swaps receveurs de taux fixe, favorisant une inversion de la courbe au-delà des maturités 20 ans. Le passage à un système de cotisations définies réduit considérablement la durée de leurs engagements et les fonds de pension s'y préparent : les flux receveurs de taux fixe sur le plus de 30 ans diminuent et les débouchements de positions de couverture ont débuté pour se repositionner sur des maturités plus courtes, comme en témoigne le mouvement de normalisation et de pentification de cette partie de la courbe. Le mouvement devrait encore s'accroître. Le rythme est encore incertain même si les périodes de début d'année 2026 et 2027 devraient concentrer les flux. La pression haussière sur les taux de swaps « 30 ans et plus » devrait ainsi se poursuivre et une normalisation de la forme de la courbe se confirmer. Cette réforme impacte aussi les taux souverains sur ces maturités longues bouleversant l'équilibre offre / demande de dettes long terme des gouvernements alors que les fonds de pension sont historiquement les principaux acheteurs de cette partie de la courbe. Face à une offre de dette croissante dans l'environnement budgétaire et fiscal actuel, les taux à 30 ans connaissent déjà des tensions sur toutes les zones : en Europe, le taux de l'OAT à 30 ans retrouve ses niveaux de 2011 au-dessus de 4,13%, les obligations du trésor américain à 30 ans ont dépassé les 5%, les obligations d'état japonaises ont atteint des niveaux inégalés depuis 25 ans à 3,19%, et le taux à 30 ans au Royaume-Uni culmine à 5,65%. Le financement des dettes publiques constitue un enjeu essentiel pour les économies dont les déficits budgétaires augmentent. Cela reste un point d'attention majeur dans nos Perspectives Economiques et Financières.



Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	23/05/25	J-7	27/03/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/03/25	31/12/24	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,50	4,50	5,50	0,00	0,00	0,00	-1,00		
BCE - Taux Repo	2,40	2,40	2,65	3,15	4,50	0,00	-0,25	-0,75	-2,10		
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,25	2,25	2,50	3,00	4,00	0,00	-0,25	-0,75	-1,75		
Banque d'Angleterre	4,25	4,25	4,50	4,75	5,25	0,00	-0,25	-0,50	-1,00		
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,10	0,00	0,00	0,25	0,40		
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	4,51	4,48	4,36	4,57	4,48	3	15	-6	3	52	53
Allemagne	2,57	2,59	2,77	2,37	2,60	-2	-21	20	-3	81	52
France	3,26	3,26	3,47	3,20	3,07	0	-21	7	20	136	79
Italie	3,58	3,60	3,88	3,52	3,89	-1	-30	6	-30	156	89
Royaume-Uni	4,68	4,65	4,78	4,57	4,23	3	-10	11	45	70	80
Japon	1,54	1,46	1,59	1,10	1,00	8	-5	44	54	81	152
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	61,0	57,3	61,0	57,7	51,2	3,7	0,0	3,4	9,9		
Indice Itraxx Crossover	316,0	301,3	316,9	313,1	289,0	14,7	-0,9	2,9	26,9		

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

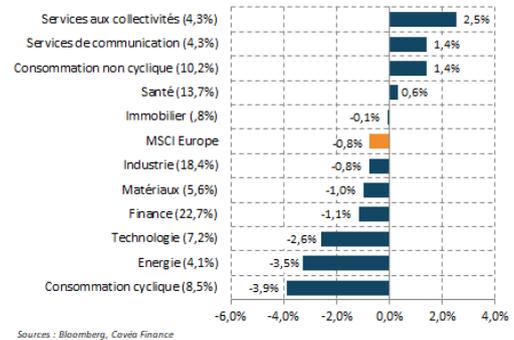
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine dernière, le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) a cédé 0,8 %, reflet d'un marché en proie à l'hésitation. Les tensions persistantes sur les taux d'intérêt américains, ainsi que des statistiques économiques européennes en demi-teinte ont alimenté la baisse. Mais c'est en fin de semaine que la tendance baissière s'est accentuée, à la suite d'une déclaration du président américain. Cela a en effet recommandé l'instauration, dès le 1er juin, de droits de douane de 50 % sur les importations en provenance de l'Union européenne, invoquant l'impasse des négociations commerciales. Cette annonce a entraîné une chute marquée du secteur de la consommation cyclique, qui a perdu 4,1 %. Le secteur de l'énergie n'a pas été épargné non plus, reculant de 3,7 %, pénalisé par la perspective grandissante d'une décision de hausse de la production de l'OPEP+ lors de sa prochaine réunion de juin. Dans ce climat incertain, les valeurs les moins sensibles à l'activité économique ont su tirer leur épingle du jeu. Les services aux collectivités ont progressé de 2,4 %, suivis par la consommation non cyclique (+1,3 %), les services de communication (+1,2 %) et le secteur de la santé (+0,4 %), témoignant de la recherche de stabilité des investisseurs face à la volatilité ambiante.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 16/05/2025 au 23/05/2025 (GICS)



### Le Focus de la semaine : Les États-Unis et la France - une rivalité économique pour attirer les investisseurs étrangers

Dans un contexte international plus conflictuel marqué par des changements géopolitiques, énergétiques et industriels, les États-Unis et la France cherchent à attirer les investissements étrangers. Cette concurrence se manifeste par des décisions politiques visant à rendre chaque pays plus attractif pour les entreprises internationales.

Aux États-Unis, les administrations successives ont mis en place des politiques de soutien à la production nationale. Celle de Joe Biden a introduit des mesures telles que l'Inflation Reduction Act et l'Infrastructure Investment and Jobs Act, représentant plus de 1 500 milliards de dollars injectés dans l'économie. Celle de Donald Trump agit sur les droits de douane pour encourager, notamment, la relocalisation industrielle. En 2024, les États-Unis ont d'ailleurs reçu 26 % des investissements directs étrangers mondiaux.

Plusieurs entreprises françaises ont accru leur présence aux États-Unis, notamment LVMH, L'Oréal, Saint-Gobain, Airbus, Air Liquide et TotalEnergies. Certaines, comme Saint-Gobain, y réalisent une part importante de leurs bénéfices.

La France, de son côté, organise chaque année le sommet Choose France, destiné à promouvoir l'investissement étranger. L'édition 2025, tenue au château de Versailles, a réuni environ 200 dirigeants internationaux. Elle a abouti à l'annonce de 40 milliards d'euros d'investissements. Parmi les projets annoncés figurent l'implantation de la société américaine Circ (usine de recyclage chimique de textiles), un investissement de 6,4 milliards d'euros par Prologis, l'expansion des bureaux de JPMorgan à Paris, l'installation d'un second siège européen de Revolut, l'extension de l'usine Daimler Buses, ainsi que des investissements de Ferrero et Wind Rose.

Malgré ces initiatives, la France fait face à plusieurs difficultés, notamment des coûts de production élevés, un risque politique exacerbé et un ralentissement des projets industriels. Le baromètre EY 2024 indique une baisse de 14 % des investissements étrangers, en particulier ceux en provenance des États-Unis.

Le géant pharmaceutique Sanofi a dernièrement annoncé vouloir investir 20 milliards de dollars aux États-Unis, ce qui illustre, à l'image des annonces de Roche et de Novartis, la difficulté pour l'Europe de faire face à l'attractivité américaine.

Les États-Unis et la France adoptent des approches différentes pour attirer les investissements mais cela illustre la volonté de chacun d'y parvenir en mettant en place des stratégies nationales. Un élément que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières au travers de l'analyse de l'évolution des rapports de force au niveau mondial et des conséquences de ces nouvelles réalités sur les stratégies des Etats.

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	23/05/25	J-7	27/03/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/03/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	180,6	183,1	179,3	163,2	168,3	-1,3	0,7	10,7	7,3	
MSCI EMU Mid Cap	1 238,3	1 245,0	1 179,9	1 056,7	1 072,3	-0,5	4,9	17,2	15,5	
MSCI EMU Small Cap	483,0	477,6	448,5	390,5	443,4	1,1	7,7	23,7	8,9	
MSCI Europe	182,3	183,7	183,0	169,9	174,8	-0,8	-0,4	7,3	4,3	
France CAC 40	7 734,4	7 886,7	7 990,1	7 380,7	8 102,3	-1,9	-3,2	4,8	-4,5	
Allemagne DAX 30	8 866,4	8 937,2	8 687,3	7 648,6	7 195,7	-0,8	2,1	15,9	23,2	
Italie MIB	39 475,4	40 656,3	39 098,9	34 186,2	34 467,7	-2,9	1,0	15,5	14,5	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 718,0	8 684,6	8 666,1	8 173,0	8 339,2	0,4	0,6	6,7	4,5	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 383,9	10 333,2	10 389,7	9 877,2	9 799,2	0,5	-0,1	5,1	6,0	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

**En Asie**, la semaine a été majoritairement baissière. L'Indonésie affiche la meilleure performance dans un contexte de moindre incertitude politique. Hong Kong profite d'un sentiment positif autour des introductions en bourse en cours. A l'inverse, les pays d'Asie du Sud-Est, notamment la Thaïlande et la Malaisie, affichent les plus fortes baisses, étant parmi les plus vulnérables aux tensions commerciales mondiales. Le marché japonais reculait sous l'effet des anticipations d'un durcissement monétaire de la Banque du Japon après des données d'inflation plus élevées qu'attendues. Finalement, l'Inde a souffert de la hausse des rendements américains ainsi que de certaines publications décevantes dans les secteurs bancaire et pharmaceutique. Parmi les éléments transverses sur la semaine, notons que CATL, champion mondial des batteries, a réalisé la plus grosse introduction en bourse de l'année à Hong Kong, rencontrant une forte demande, malgré le contexte géopolitique tendu. Dans la constitution de blocs régionaux, l'ASEAN organise un sommet inédit avec la Chine et le Conseil de Coopération du Golfe (CCG), visant à renforcer les liens en commerce, énergie et numérique face au protectionnisme américain.

**Aux Etats-Unis**, les marchés actions ont terminé la semaine en nette baisse, entraînant le S&P 500 en territoire négatif depuis le début de l'année. Cette correction a été alimentée par la remontée des rendements obligataires, à la suite d'une adjudication jugée décevante et de l'adoption du projet de réforme fiscale par la Chambre des représentants, deux éléments ravivant les inquiétudes sur la soutenabilité de la dette américaine. Le repli s'est accentué vendredi après l'annonce du président Trump de son intention d'imposer, à compter du 1er juin, des droits de douane de 50% sur les importations en provenance de l'Union européenne. Dans ce contexte d'incertitude, les secteurs les plus exposés au cycle économique et à la sensibilité des taux d'intérêt ont enregistré les moins bonnes performances. L'actualité de la semaine a été largement dominée par les déclarations du président américain. Sur le front de la sécurité énergétique, le secteur du nucléaire a profité de la signature de décrets visant à accélérer la construction de nouveaux réacteurs et à sécuriser l'approvisionnement en matériaux critiques pour l'industrie. A l'inverse, les valeurs liées aux énergies renouvelables ont été pénalisées par les inquiétudes liées à une possible suppression des subventions destinées à soutenir la transition énergétique. Du côté des matériaux stratégiques, US Steel a enregistré une forte progression, dans le sillage de l'annonce du président américain d'un partenariat avec le groupe japonais Nippon Steel. S'agissant des droits de douane, plusieurs entreprises du secteur de la consommation — telles que Walmart, BJs, On Running ou Nike — ont déjà fait part de leur intention d'augmenter leurs prix. D'autres, en revanche, ont choisi de diversifier leur chaîne d'approvisionnement. Home Depot, par exemple, a annoncé vouloir limiter à 10% maximum la part de ses ventes dépendant de chaque pays d'origine (hors US). Apple, de son côté, prévoit d'étendre sa production en Inde via une nouvelle usine Foxconn d'une valeur de 1,5 milliard de dollars. Cette décision a suscité la réaction du président Trump, qui a menacé d'imposer une taxe douanière de 25 % sur les iPhones si la production n'est pas relocalisée sur le sol américain. Enfin, la potentielle reprivatisation de Fannie Mae et Freddie Mac évoquée par Donald Trump représente un enjeu majeur puisqu'elle pose la question de la garantie de l'Etat américain sur la dette des agences, dont le taux sert de référence au financement hypothécaire.

### Le Focus de la semaine : Les impacts de la guerre commerciale sur les chaînes de production de l'industrie pharmaceutique

Donald Trump avait fait de la relocalisation des chaînes de production de l'industrie pharmaceutique l'une de ses promesses électorales. En effet, les importations de produits pharmaceutiques aux Etats-Unis ont presque triplé en 10 ans pour atteindre 213 milliards de dollars en 2024 selon les Nations Unies, en provenance essentiellement de Chine, d'Inde et d'Europe. Pour favoriser la production domestique, le président Trump signait début mai un décret visant à accélérer le processus d'approbation des usines aux Etats-Unis. En parallèle, il menaçait d'appliquer 25% de droits de douane sur les médicaments fabriqués à l'étranger, mettant ainsi à mal les accords de 1994 de l'Organisation Mondiale du Commerce qui exonéraient ses signataires de droits de douane sur les médicaments (afin de les rendre plus abordables aux populations).

Face à cette menace, les laboratoires ont multiplié les annonces d'investissements sur le sol américain. Ainsi, l'américain Eli Lilly annonçait investir 27 milliards de dollars sur 4 ans dans quatre nouvelles usines aux Etats-Unis, Johnson & Johnson 55 milliards de dollars sur quatre ans pour trois nouveaux sites de production et des dépenses en recherche et développement, le suisse Novartis 23 milliards de dollars sur cinq ans pour l'extension de trois sites existants ainsi que l'implantation de sept nouveaux sites de production, Merck promettait 8 milliards de dollars sur 3 ans et le directeur de Pfizer indiquait pouvoir déplacer - si nécessaire - une partie de sa production vers ses usines américaines.

De l'autre côté de l'Atlantique, un sondage de l'EFPIA (la fédération européenne des grands laboratoires pharmaceutiques) montrait l'impact de ces tensions : sur les 165 milliards d'euros d'investissement en Europe prévus d'ici 2029 par un échantillon de 18 laboratoires, plus de 100 milliards pourraient être redirigés vers les Etats-Unis (dont 16,5 milliards d'euros rien que sur les 3 prochains mois). Trente-deux laboratoires pharmaceutiques appelaient alors la présidente de la Commission européenne à mettre en place un cadre réglementaire européen plus favorable à la production, à la recherche et au développement de médicaments afin d'éviter une désindustrialisation de l'Europe.

La crise sanitaire de 2020 avait déjà remis en question les modèles industriels fondés sur des chaînes de production éclatées et spécialisées dans le secteur de la santé. Aujourd'hui, les tensions commerciales ravivent ces enjeux face aux velléités américaines de sécuriser leurs approvisionnements stratégiques. Le rééquilibrage des dépendances américaines envers l'Inde, la Chine et l'Europe dans la production pharmaceutique devrait être l'un des points critiques des négociations en cours. La volonté des Etats de réduire leurs dépendances sur les filières stratégiques et les besoins d'adaptation en conséquence des chaînes de production mondiale sont au cœur de nos réflexions dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

Stéphane Darrasse

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	23/05/25	J-7	27/03/2025	31/12/24	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	27/03/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/03/2025	31/12/24	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 803	5 958	5 693	5 882	5 268	-2,6	1,9	-1,3	10,2	-4,3	-3,1	-10,1	4,9
Etats-Unis - Dow Jones	41 603	42 655	42 300	42 544	39 065	-2,5	-1,6	-2,2	6,5	-4,2	-6,5	-10,9	1,4
Etats-Unis - Nasdaq	18 737	19 211	17 804	19 311	16 736	-2,5	5,2	-3,0	12,0	-4,2	0,0	-11,6	6,6
Japon Nikkei 300	590	592	603	604	586	-0,3	-2,1	-2,3	0,8	0,2	-1,4	-1,8	5,7
Corée du Sud KOSPI	2 592	2 627	2 607	2 399	2 722	-1,3	-0,6	8,0	-4,8	-0,7	1,4	6,6	-9,4
Chine - Shanghai	3 348	3 367	3 374	3 352	3 116	-0,6	-0,8	-0,1	7,4	-2,0	-4,7	-7,5	3,1
Hong Kong Hang Seng	23 601	23 345	23 579	20 060	18 869	1,1	0,1	17,7	25,1	-0,9	-5,5	6,3	18,7
Marchés Emergents - MSCI	1 171	1 172	1 131	1 075	1 091	-0,1	3,6	8,9	7,3	-1,9	-1,5	-0,8	2,1

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Télécoms européens : cap sur la rentabilité

La performance financière du secteur des services de télécommunications en Europe a continué de s'améliorer en 2024. Les opérateurs télécoms cotés en bourse, dont la capitalisation dépasse un milliard d'euros, ont en moyenne poursuivi l'expansion de leur flux de trésorerie disponible, en renforçant leur profitabilité et en conservant une discipline rigoureuse en matière d'investissements. Leurs marges opérationnelles ont progressé de près de 90 points de base en moyenne cette année, tandis que les investissements ont reculé d'environ 5 %.

Dans le cadre de nos Perspectives Économiques et Financières, nous portons une attention particulière aux opérateurs capables de générer des flux de trésorerie importants pour opérer dans un environnement complexe.

Cependant, des disparités de performance subsistent entre les opérateurs, en partie dues à leur exposition géographique et à la structure des marchés dans lesquels ils évoluent.

L'ARPU (« Average Revenue Per User ») ou revenu moyen par utilisateur est un indicateur clé dans les télécommunications, mesurant la rentabilité moyenne générée par client. On distingue principalement deux types d'ARPU selon le service concerné. L'ARPU mobile correspond au revenu mensuel moyen généré par un utilisateur de services mobiles (téléphonie, SMS, données, etc.), tandis que l'ARPU fixe se rapporte aux services fixes (téléphonie, Internet, TV par ADSL/fibre, etc.).

Plusieurs facteurs influencent l'ARPU. L'un des principaux est l'environnement concurrentiel. Les opérateurs présents sur des marchés très ouverts subissent souvent de fortes pressions les conduisant à baisser leurs tarifs, ce qui pèse sur leur ARPU. Par exemple, en France, où une nouvelle guerre des prix sévit, le tarif moyen pour un forfait 4G avec au moins 20 Go de données est passé de 17,18 euros il y a deux ans à 9,84 euros aujourd'hui, soit une baisse de 43 %. Ainsi, l'ARPU mobile y est d'environ 15 euros, contre 20 euros en Allemagne et 25 euros en Norvège.

Le niveau de salaire moyen, le taux d'adoption de la 5G, l'usage des services premium, ou encore la proportion de clients prépayés par rapport à ceux postpayés influencent également l'ARPU mobile. Dans les pays où les revenus sont plus élevés, les utilisateurs ont les moyens de souscrire à des offres plus complètes, intégrant davantage de données et des services haut de gamme, ce qui tire l'ARPU vers le haut. À l'inverse, dans les régions à plus faible pouvoir d'achat, la pression concurrentielle favorise des forfaits plus simples et moins coûteux, limitant ainsi les revenus par utilisateur. S'agissant de la 5G, le taux d'adoption atteint 42 % en Norvège, 41 % au Danemark et 39 % en Allemagne, contre 25 % en Pologne et 21 % en Grèce. Les pays favorables au postpayé, comme l'Allemagne ou les pays nordiques, enregistrent en général un ARPU plus élevé, grâce à des contrats plus longs avec engagement de durée, généralement de 12 à 24 mois, et à des offres groupées. À l'inverse, les marchés dominés par le prépayé, tels que la Pologne, la Roumanie ou la Grèce, présentent des revenus moyens par utilisateur plus faibles.

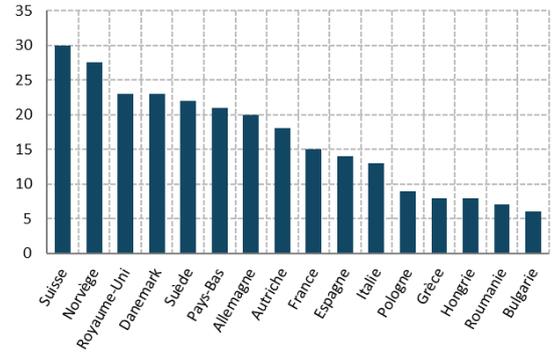
Concernant l'ARPU fixe, il s'élevait à 22,8 euros par mois en moyenne en Europe en 2024. Il est plus élevé dans les pays où la fibre domine (France, Espagne, Suède), et plus faible là où l'ADSL prédomine, où la concurrence est particulièrement intense, comme dans certaines régions d'Europe de l'Est.

L'amélioration de la performance du secteur observée en 2024 devrait se poursuivre en 2025. Les opérateurs continueront probablement à maîtriser, voire à réduire leurs investissements, notamment grâce à la fermeture progressive des réseaux en cuivre. Ces infrastructures, anciennes, coûteuses à entretenir et énergivores, représentent un poste de charges important. Leur démantèlement permettrait de réduire les coûts de maintenance et d'exploitation. Orange, par exemple, prévoit de fermer son réseau cuivre en France progressivement, avec un retrait complet prévu d'ici fin 2030. Cette transition vise à remplacer le cuivre par des technologies plus modernes comme la fibre optique, la 4G/5G fixe ou le satellite, mieux adaptées aux usages numériques actuels.

Le secteur pourrait également profiter de la poursuite de la consolidation, notamment sur les marchés comptant plus de trois acteurs (comme la France, la Suède ou le Danemark). Les régulateurs européens sont désormais plus favorables à ces rapprochements, reconnaissant que la fragmentation nuit à la compétitivité mondiale des opérateurs. Ainsi, la fusion entre Orange Espagne et MásMóvil a été validée en 2024 par la Commission européenne, contribuant à une meilleure concentration du marché et à l'amélioration des marges dans un contexte très concurrentiel. En France, Altice, la maison mère de SFR, cherche activement à vendre une participation majoritaire dans l'opérateur afin de réduire sa dette. Plusieurs acteurs sont intéressés, dont Bouygues Telecom, Free (Iliad) et Orange. La vente pourrait être finalisée d'ici fin 2025, sous réserve de l'accord des autorités de la concurrence.

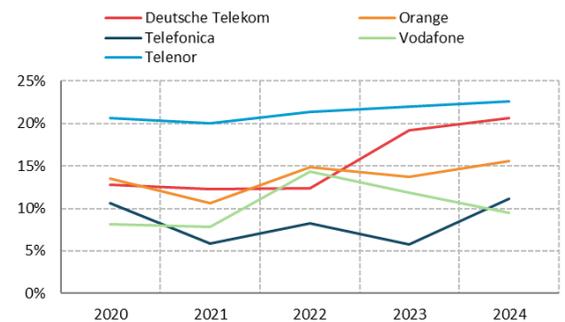
Par ailleurs, plusieurs accords de mutualisation d'infrastructures, notamment de tours et de réseaux fibre, ont été approuvés par les autorités de régulation nationales. Ces initiatives visent à réduire les besoins d'investissement tout en augmentant la rentabilité opérationnelle.

ARPU mobile dans plusieurs pays européens (€)



Sources: GSMA, ITU DataHub, Covéa Finance.

Marges opérationnelles d'opérateurs télécoms européens



Sources: S&P Capital IQ, Covéa Finance.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

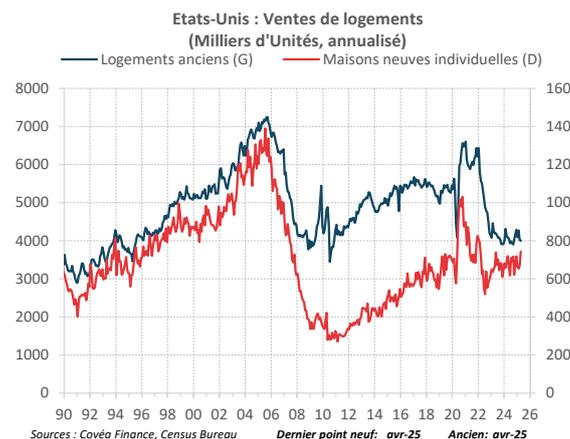
## États-Unis

« Les républicains franchissent une première étape pour mettre en œuvre le programme budgétaire de D. Trump »

**La Chambre des représentants a adopté par la plus faible des marges (215 contre 214) le projet de loi sur les impôts et les dépenses défendu par le président Trump.** Les modifications de dernière minute ont finalement permis d'aplanir les divergences au sein du parti républicain. Le texte doit maintenant être examiné par le Sénat, où les débats devraient également être tendus malgré la majorité républicaine. Le projet de loi prévoit de prolonger les réductions d'impôts arrivant à échéance fin 2025 et d'en créer de nouvelles, telles que l'élimination des impôts sur les pourboires, les rémunérations des heures supplémentaires et les prestations de sécurité sociale pour les ménages en deçà d'un plafond de revenu. Du côté des dépenses, des hausses sont prévues pour la sécurité des frontières et la défense, tandis que de nombreux crédits d'impôt sur les énergies propres introduits sous la présidence Biden prendront fin

dès 2028. Par ailleurs, des coupes toucheront Medicaid et l'assistance alimentaire, avec des exigences de travail pour les bénéficiaires dès 2026, et le plafond de déductibilité des impôts locaux sera augmenté à 40 000\$ (contre 30 000\$ dans le projet initial et 10 000\$ dans la loi actuelle). Avant les dernières modifications, **le projet de loi devait creuser les déficits budgétaires d'environ 3000 Mds\$ sur une décennie**, par rapport à un scénario dans lequel le Congrès ne ferait rien. Malgré les appels à la responsabilité budgétaire d'une partie du parti républicain, la dégradation tendancielle des finances publiques américaines devrait ainsi se poursuivre en cas d'adoption du texte par le Sénat.

Après quelques semaines d'apaisement, Donald Trump a de nouveau brandi les menaces tarifaires la semaine dernière. Le président américain a annoncé l'imposition **de droits de douane de 50 % sur les produits importés de l'Union européenne dès le 1er juin**, dénonçant des négociations commerciales dans l'impasse. L'UE avait été visée par des droits de douane « réciproques » de 20% début avril, avant qu'un répit de 90 jours ne soit décidé le 9 avril par l'administration Trump pour mener des négociations, avec un taux ramené à 10%. Dimanche, à la suite d'un appel avec Ursula von der Leyen, le président américain a fait volte-face et est finalement revenu à la date du 9 juillet pour mener à bien les négociations. Avec cette séquence, Donald Trump remet la pression sur les partenaires commerciaux des États-Unis. Une séquence qui rappelle le haut degré d'incertitude commerciale dans lequel l'économie mondiale évolue. Par ailleurs, le président américain a visé directement l'entreprise Apple en déclarant que les iPhones fabriqués à l'étranger pourraient prochainement être taxés à hauteur de 25% à leur entrée aux États-Unis. Il a précisé par la suite que cette mesure, qui vise à rapatrier la production de téléphones sur le sol américain, s'appliquerait aux importations de toutes marques.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	avr.-25	<b>743</b>	670	665	685
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	avr.-25	<b>4000</b>	4020	4103	4067

\*Du 19/05/2025 au 25/05/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Dans l'immobilier, le rythme des ventes de logement dans l'ancien reste faible**, alors que les taux immobiliers se maintiennent sur des niveaux élevés en mai (6,81% pour les emprunts à 30 ans). Les ventes ont reculé en avril pour le deuxième mois consécutif et sont au plus bas depuis septembre dernier. Sur le marché du neuf, un segment où les prix se sont davantage ajustés à la baisse, on relève toutefois une accélération des ventes en avril.

La Cour suprême a accédé la semaine dernière à une demande d'urgence permettant à l'administration Trump de révoquer deux fonctionnaires fédéraux, mais a rejeté les arguments selon lesquels sa décision dans cette affaire aurait des implications pour les protections de révocation des membres de la Réserve fédérale. La décision de la Cour de signaler de manière préventive qu'elle considère la Réserve fédérale différemment des autres agences gouvernementales suggère fortement qu'il est peu probable qu'elle accorde au président la permission de remplacer les gouverneurs « sans motif », réduisant ainsi les risques de modifications statutaires de l'indépendance de la politique monétaire.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

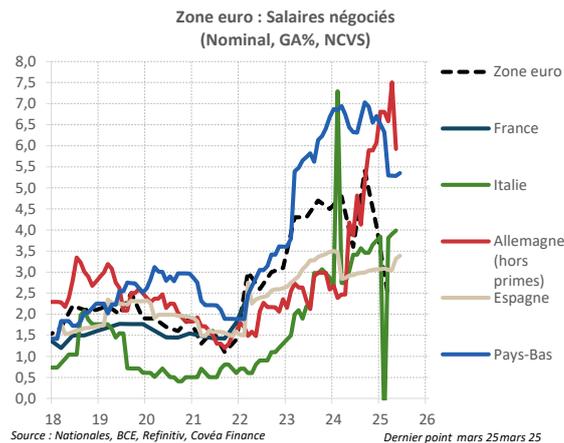


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Fort ralentissement des salaires en zone euro au premier trimestre »

**L'Union européenne et le Royaume-Uni ont conclu un nouveau partenariat stratégique pour resserrer les liens, notamment en matière de sécurité et de défense.** Ce nouveau partenariat permettra au Royaume-Uni de participer aux réunions interministérielles de l'UE sur la défense et de rejoindre certaines missions militaires européennes. Par ailleurs, l'accord ouvre la voie à la participation du Royaume-Uni au programme d'achats communs d'armement européen (SAFE). Toutefois, d'autres négociations seront nécessaires pour que le Royaume-Uni ait effectivement accès au programme de réarmement SAFE de l'UE, d'un montant de 150 milliards d'euros. Selon Keir Starmer, cet accord est un premier pas vers la « réinitialisation » des relations post Brexit, et d'autres accords pourraient suivre notamment concernant les échanges commerciaux.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
ZE	PMI Services	Indice	mai-25	48,9	50,1	51,2	51,5
	PMI Manuf.	Indice	mai-25	49,4	49,0	45,0	45,9
AL	PMI Services	Indice	mai-25	47,2	49,0	51,6	51,1
	PMI Manuf.	Indice	mai-25	48,8	48,4	42,6	43,0
FR	IFO - Climat des affaires	Indice	mai-25	87,5	86,9	88,9	86,8
	PMI Services	Indice	mai-25	47,4	47,3	48,8	49,4
RU	PMI Manuf.	Indice	mai-25	49,5	48,7	45,5	44,6
	PMI Services	Indice	mai-25	50,2	49,0	52,0	52,8
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	avr.-25	3,5	2,6	7,3	2,5
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	avr.-25	3,8	3,4	6,2	3,7

\*Du 19/05/2025 au 25/05/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Le Royaume-Uni et l'Union européenne ont aussi annoncé un nouveau train de sanctions envers la Russie.** Ces mesures visent notamment à éradiquer le trafic (ou au moins à le réduire considérablement) de la flotte fantôme de tankers qui exporte le pétrole russe. Elles comprennent aussi de nouvelles restrictions d'exportations vers la Russie de produits d'application militaire possible (précurseurs chimiques de matériels énergétiques ou parts et composants de machines-outils de haute précision à commande numérique).

Face à la « menace russe », **l'Allemagne installe de manière permanente une brigade militaire en Lituanie.** Composée de deux bataillons de chars de combat et d'un bataillon de l'Otan sous commandement allemand, cette brigade devrait comporter jusqu'à 5 000 personnes, dont 200 civils, fin 2027. **C'est la première fois depuis la fin de la Seconde Guerre Mondiale que des troupes allemandes seront stationnées dans un pays tiers.**

**La Commission européenne a révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour la zone euro**, à 0,9% cette année (contre 1,3% précédemment) et 1,4% en 2026 (1,6% l'automne dernier). Le scénario de poursuite de la diminution de l'inflation est conservé, mais à un rythme un peu moins rapide que précédemment escompté. Cette forte révision est justifiée par des conséquences plus importantes de la politique commerciale américaine que du plan allemand d'investissements en infrastructures, au moins à court terme.

**Alors que l'indice des salaires négociés calculé par la BCE a nettement ralenti au premier trimestre (+2,4% GA contre +4,1% au T4 2025), Philip Lane a insisté, vendredi, sur sa confiance en un retour très prochain de l'inflation à un niveau compatible avec l'objectif de la BCE grâce à des prix des services moins dynamiques. De son côté, Isabel Schnabel a répété que les droits de douane américains pouvaient avoir des conséquences désinflationnistes en Europe à court terme, mais qu'ils généraient des risques haussiers sur l'inflation à terme.** Ce point de vue a fait partie des débats lors de la réunion du Conseil des gouverneurs d'avril. Avec le constat que la dynamique de court terme de quelques mesures d'inflation sous-jacente se redressait, il a contribué à alimenter la prudence de la banque centrale, alors que les membres du Conseil des gouverneurs se

montrent plus confiants dans l'atteinte de leur objectif d'inflation cette année. Quelques-uns ont même exposé des arguments en faveur d'une baisse de 50 points de base des taux directeurs le 17 avril, notamment pour éviter qu'une baisse plus importante de l'inflation ne vienne ancrer les anticipations à un niveau trop faible. **Par ailleurs, au cours de cette réunion a été évoquée l'idée que le rôle international de l'euro pourrait sortir renforcé des bouleversements en cours, qui se caractérise par un risque de défiance envers la capacité du dollar à rester la référence unique du système monétaire international.**

Le PMI composite d'activité de la zone euro a reculé de près d'un point en mai, pour revenir à un plus bas de 6 mois (à 49,5). Alors que l'indicateur de production manufacturière est resté stable par rapport au mois précédent, à 51,5 soit en zone de croissance, l'indicateur d'activité dans les services a chuté en zone de contraction (48,9, -1,2 point par rapport à avril), notamment sous l'effet de la baisse de la demande. La France et l'Allemagne continuent à peser sur les résultats de l'ensemble de la zone euro. Les prix payés et facturés restent globalement orientés à la hausse.

Alors que la croissance au premier trimestre était bien orientée (+0,7% en glissement trimestriel), **les indicateurs d'enquête demeurent moroses au deuxième trimestre au Royaume-Uni.** Bien qu'en légère hausse par rapport au mois précédent, le PMI composite continue de décrire une contraction de l'activité en mai à 49,4. Le secteur manufacturier est resté le principal frein à l'économie, la production ayant chuté en mai à un rythme jamais vu depuis octobre 2023. Le secteur des services a quasi-stagné en mai, le PMI s'établissant à 50,2.

Par ailleurs, **l'inflation britannique a nettement accéléré en avril, passant de 2,6% en mars à 3,5%.** Même si une hausse de la croissance des prix était attendue en raison d'effet de base sur l'énergie, le mouvement a toutefois été plus important que prévu. L'inflation sous-jacente accélère également mais le rebond est moins marqué, puisqu'elle est passée de 3,4% à 3,8% en avril. Une partie de l'inflation a été alimentée par la moindre contraction des prix de l'énergie : ceux-ci étaient en baisse de 8,0% en mars (en glissement annuel) contre une baisse de seulement 0,9% en avril. Dans les services, l'accélération des prix est marquée avec une hausse de 5,4% sur un an, le plus haut niveau depuis l'été 2024, dans un contexte de dynamique des salaires toujours élevé et d'une augmentation du coût du travail pour les entreprises depuis le 1<sup>er</sup> avril. Dans les prochains mois, l'inflation devrait continuer de progresser puisque la Banque d'Angleterre s'attend à un pic d'inflation à 3,7% cet été et estime que le retour à la cible des 2% ne se fera pas avant 2027. Cette dynamique illustre le risque de persistance de l'inflation que nous décrivons dans nos *Perspectives économiques et financières*.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

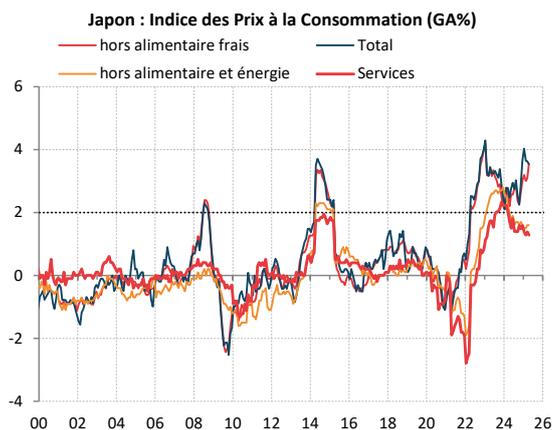


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« L'inflation japonaise se maintient à des niveaux historiquement élevée »

**Au Japon, l'inflation reste vigoureuse en avril.** La croissance de l'indice des prix à la consommation a atteint 3,5% en glissement annuel (GA), après 3,6% en mars. Ce dynamisme est particulièrement visible au niveau des prix de l'énergie, qui progressent de 9,3% sur un an (6,6% en mars) en lien avec la réduction des soutiens des autorités sur les prix du gaz et de l'électricité. L'inflation est également restée vigoureuse dans l'alimentation, à 9,3% après 6,2% en mars (hors alimentaire frais). Hors alimentation et énergie, l'inflation reste stable à 1,6%. Les prix des services (hors restauration) continuent de se reprendre timidement (1,1% après 1,0% en mars) mais demeurent relativement peu dynamiques.



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéo

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
JP	PMI Services	Indice	mai-25	50,8	52,4	53,5	52,4
	PMI Manuf.	Indice	mai-25	49,0	48,7	49,0	49,2
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	avr.-25	3,5	3,6	3,3	2,7
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	avr.-25	1,6	1,6	2,5	1,9
	Exportations	Val, CVS, GA%	avr.-25	1,5	5,4	2,9	6,0
	Importations	Val, CVS, GA%	avr.-25	-0,7	1,1	-7,0	1,6

\* Du 19/05/2025 au 25/05/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

**En outre, l'activité économique japonaise est mal orientée en mai, selon l'enquête PMI.** L'indice PMI manufacturier demeure en zone de contraction pour un dixième mois consécutif, bien que le rythme du repli s'atténue légèrement, l'indice progressant à 49,0 contre 48,7 en avril. En revanche, l'activité des services, qui affichait une croissance soutenue le mois précédent, connaît un net ralentissement, l'indice passant de 52,4 à 50,8, principalement en raison d'un affaiblissement marqué de la demande domestique, à son plus bas niveau depuis près d'un an dans un contexte de fortes incertitudes associées aux tensions commerciales.

**Le premier ministre japonais, M. Ishiba, « espère » voir les négociations commerciales avec les Etats-Unis aboutir d'ici le sommet du G7 prévu du 11 au 17 juin 2025 au Canada.** Il n'a pas donné d'indication sur l'avancement des discussions.

**En Chine, la Banque centrale (PBoC) poursuit son assouplissement monétaire, dans la continuité des annonces de début mai.** La PBoC a annoncé une réduction de 10 points de base du Loan Prime Rate (LPR) à un an, désormais fixé à 3,0%, et du LPR à cinq ans (la référence pour les prêts immobiliers) abaissé à 3,5 %. Les LPR sont les taux les plus avantageux que les banques chinoises peuvent proposer à leurs clients. Peu de temps avant ces baisses de taux, les cinq principales banques d'État chinoises ont annoncé réduire leurs taux de rémunération des dépôts, de 5 à 25 points de base selon la durée des dépôts. Notons toutefois que les nombreuses baisses de taux de la PBoC des dernières années n'ont, pour l'heure, pas permis d'enrayer l'affaiblissement du crédit, la dégradation prononcée du secteur immobilier, l'atonie de la demande domestique et les pressions déflationnistes qui en résultent. Les récentes annonces d'assouplissement monétaire ne semblent pas de nature à inverser drastiquement cette tendance.

**La Banque de réserve d'Australie (RBA) a également assoupli sa politique monétaire avec une baisse de 25 points de base de son taux directeur à 3,85%.** Les banquiers

centraux annoncent ainsi la deuxième baisse de taux depuis le début du cycle d'assouplissement en février dernier, dans un contexte de ralentissement de l'inflation qui se situe désormais à 2,4%, soit à l'intérieur de la cible de 2-3% fixée par la RBA. Le conseil souligne que les risques pesant sur l'inflation sont désormais plus équilibrés, tout en insistant sur la persistance d'incertitudes sur l'environnement international. Si les effets des récentes tensions commerciales sont jugés déflationnistes par la RBA, les banquiers centraux soulignent toutefois que des risques inflationnistes ne sont pas exclus, en particulier si ces tensions venaient à perturber les chaînes d'approvisionnement.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



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.