

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

7 juillet 2025

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Les stablecoins au cœur d'une nouvelle internationalisation du dollar ?

Le Congrès américain finalise les termes d'une loi susceptible de généraliser l'utilisation des stablecoins dans un cadre réglementaire strict et sécurisé. Ce projet, déjà adopté par la Sénat, pose les bases d'une avancée significative pour faciliter le développement et l'utilisation de ces cryptomonnaies. Pour rappel, les stablecoins sont des cryptomonnaies conçues avec pour objectif de garantir une parité fixe avec un actif sous-jacent, cet actif pouvant être de l'or, une devise, le bitcoin...

Dans le cas présent, l'administration américaine prépare précisément deux lois. La première, le *Genius Act*, permettra de créer un cadre réglementaire facilitant le développement d'une infrastructure sécurisée de paiement numérique. La seconde, le *Stable Act* vise spécifiquement à sécuriser les stablecoins adossés au dollar (par exemple à travers la publication d'un audit comptable), notamment en s'assurant que l'arrimage au dollar est garanti. Pour assurer cet arrimage, l'administration américaine prévoit que les réserves de ces stablecoins soient quasiment exclusivement investies en dollars, en T-Bills ou à travers des opérations de repo.

Au final, la définition d'un cadre juridique et réglementaire sécurisé devrait favoriser l'adoption des stablecoins dans les transactions financières. Cette volumétrie constituera donc le socle d'une demande de T-Bills de la part des gestionnaires de stablecoins, contraints de gérer leurs réserves par des investissements en dollars servant de garantie au maintien d'une parité fixe avec le dollar. Cela constituera donc une source importante de demande de T-Bills pouvant se chiffrer en plusieurs centaines de milliards de dollars... et donc un acheteur quasi naturel de T-Bills à l'heure où la demande internationale faiblit. Pour référence, la capitalisation boursière des principales stablecoins serait susceptible de représenter, dès aujourd'hui, l'équivalent du 9ème détenteur de dettes américaines (ce qui n'est pas le cas, compte tenu de la diversité actuelle des réserves de ces dernières).

A l'heure où un grand nombre d'entreprises envisagent de créer leur propre stablecoin pour réduire les coûts financiers associés aux transactions (WalMart et Amazon), la mise en place de ce cadre réglementaire offre donc l'opportunité d'augmenter les montants transigeant sur ces cryptoactifs et par voie de conséquence, de maintenir le dollar comme une référence sur le plan international.

Toutefois, cette stratégie n'est pas sans risques, notamment une fuite des dépôts du système bancaire, (contraignant le financement des banques) et une baisse de l'encours des fonds monétaires. Pour le Trésor américain, le risque d'un financement de plus en plus orienté sur la partie très courte de la courbe n'est pas non plus à écarter.

Le dollar est au cœur de l'élaboration de nos Perspectives Economiques et Financières, une clé de lecture permettant le décryptage de l'environnement et l'ancrage de notre allocation d'actifs.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



### Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

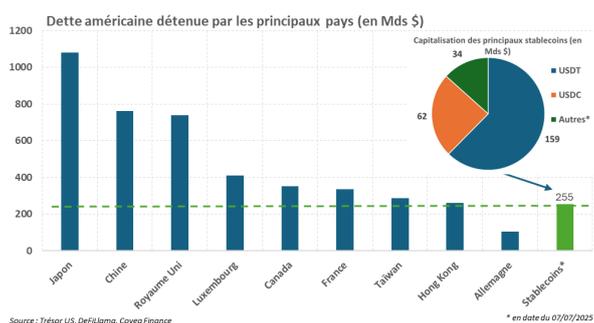
Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

### Focus de la semaine

« Les Stablecoins : une présence déjà significative sur le marché de la dette américaine »



Nos defs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	04/07/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,178	1,170	1,081	0,7	8,9
€ / £	0,863	0,852	0,847	1,3	1,9
€ / Yen	170,17	168,98	174,37	0,7	-2,4
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	68	68	87	0,8	-21,9
Indice CRB*	565	566	541	-0,1	4,5
Prix de l'once d'Or	3 343	3 334	2 369	0,3	41,1
Prix de la tonne de cuivre	9 865	9 900	9 883	-0,4	-0,2
Indice Baltic Dry**	1 436	1 553	2 021	-7,5	-28,9
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1763	2332	3734	-24,4	-52,8

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 :

Sur la semaine, les rendements des pays cœurs sont en hausse, portés par l'adoption du budget par l'administration américaine et des tensions politiques au Royaume Uni. Les taux à 10 ans américain et français sont en hausse de 7 points de base (pbs) et 1 pbs, respectivement à 4.35% et 3.28%. Les données d'emploi aux Etats-Unis contribuent à l'aplatissement de la courbe de taux américaine, par la remontée du taux à 2 ans. En Europe, les courbes se pentifient par la baisse des taux à 2 ans dans l'attente d'informations dans le cadre des négociations commerciales.

Sur le marché du crédit, les primes de risque se resserrent de 6 pbs pour la catégorie Investissements (IG) à 88 pbs (soit un taux de 3.24%) et de 2 pbs sur le Haut rendement (HR) à 319 pbs (soit un taux de 5.49%). Les volumes d'émissions sur le marché primaire s'élèvent 7 Mds€ sur l'IG (dont 600 M€ d'Abertis à 5 ans à 3.16%) et 9.6 Mds€ sur le Haut rendement (dont 1 Md€ de Carnival à 6 ans à 4.125%).

### Le Focus de la semaine : Bilan mi-année du marché du crédit Euro catégorie Haut rendement (HR)

Au cours du premier semestre 2025, le marché des obligations d'entreprises de catégorie Haut rendement réalise une performance de 2.46%. Représenté par l'iboxx Euro High Yield, ce marché offre, à fin juin, un taux de rendement de 5.65% pour une maturité moyenne de 2.7 ans. Cette bonne orientation du marché s'explique par l'absence de dégradation du profil crédit des émetteurs et par une demande soutenue des investisseurs pour cette classe d'actifs.

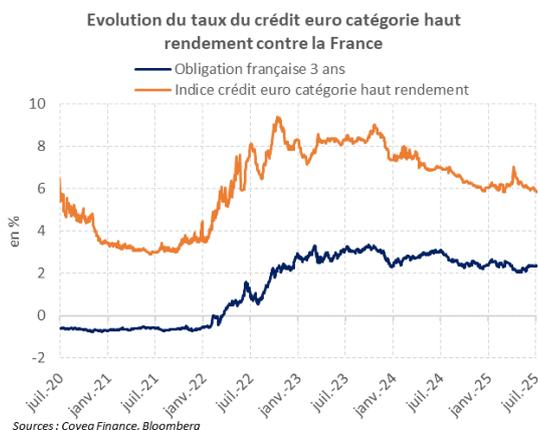
Sur la période, le taux souverain allemand de maturité équivalente s'est contracté de 11 points de base (pbs), à 1.90%. Ce mouvement s'explique par une réduction du rythme de l'inflation qui a permis la poursuite du cycle de baisse de taux par la Banque Centrale Européenne.

Les primes de risque sont, elles, en légère augmentation (+3 pbs) à 361 pbs. Cette modeste évolution sur la période masque un écartement soudain des primes de risque intervenu suite à l'annonce début avril de la mise en place de droits de douane par l'administration américaine, avec un point haut le 9 avril à 488 pbs (soit un taux de 6.82%). Par la suite, l'ouverture d'une période de négociations, conjuguée à de bons résultats trimestriels et des flux investisseurs en faveur de la classe d'actifs viennent effacer, pour l'heure, ce mouvement.

Par notation, seul le segment « B » enregistre une compression de sa prime de risque (-8 pbs), à 376 pbs (soit un taux de 4.52%). Sur les segments « BB » et « CCC et inférieurs », les primes s'écartent de 11 pbs et 129 pbs, respectivement à 250 pbs (soit un taux de 5.80%) et 1408 pbs (soit un taux de 16.04%).

D'un point de vue sectoriel, les primes de risque se resserrent dans quatre secteurs : les télécommunications (-71 pbs à 373 pbs, soit un taux de 5.76%), les services financiers (-61 pbs à 295 pbs, soit un taux de 5.05%), le pétrole & gaz (-48 pbs à 368 pbs, soit un taux de 5.65%) et les industriels (-19 pbs à 277 pbs, soit un taux de 4.76%). A l'inverse, deux secteurs se distinguent par une hausse significative de leurs primes de risque : les services aux collectivités (+211 pbs à 600 pbs, soit un taux de 7.68%) et les matériaux de base (+96 pbs à 435 pbs, soit un taux de 6.36%). Les secteurs pétrole & gaz et les services aux collectivités sont directement impactés, positivement pour le premier et négativement pour le second, par la remise en cause par l'administration américaine de l'énergie verte au profit du pétrole. Le secteur des matériaux de base est, quant à lui, affecté par l'instauration, et leur maintien pendant la période de trêve, de droits de douane sur l'acier et l'aluminium.

Dans ce contexte, les volumes d'émissions du segment Haut rendement s'élèvent à 69 Mds€. Ce montant est supérieur de 43% à la moyenne des 6 dernières années. Les entreprises profitent de la forte demande des investisseurs et de l'amélioration de leurs coûts d'emprunt pour refinancer leur dette et gérer leurs charges financières. Dans un environnement de politique internationale incertain, il convient de rester attentif sur la qualité de crédit des émetteurs. Un sujet au cœur de nos Perspectives Economiques et Financières.



Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	04/07/25	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
<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	2,15	2,15	2,15	3,15	4,25	0,00	0,00	-1,00	-2,10		
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,75	0,00	0,00	-1,00	-1,75		
Banque d'Angleterre	4,25	4,25	4,25	4,75	5,25	0,00	0,00	-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	4,35	4,28	4,24	4,57	4,36	7	10	-22	-1	46	52
Allemagne	2,61	2,59	2,57	2,37	2,61	2	4	24	0	80	48
France	3,28	3,27	3,25	3,20	3,28	1	3	8	0	118	77
Italie	3,44	3,47	3,45	3,52	4,00	-3	-1	-8	-55	140	88
Royaume-Uni	4,55	4,50	4,47	4,57	4,17	5	8	-1	38	71	79
Japon	1,44	1,44	1,42	1,10	1,08	0	1	34	36	70	144
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	54,8	54,7	56,1	57,7	54,4	0,1	-1,3	-2,8	0,4		
Indice Itraxx Crossover	286,3	284,2	290,5	313,1	295,0	2,1	-4,2	-26,7	-8,7		

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

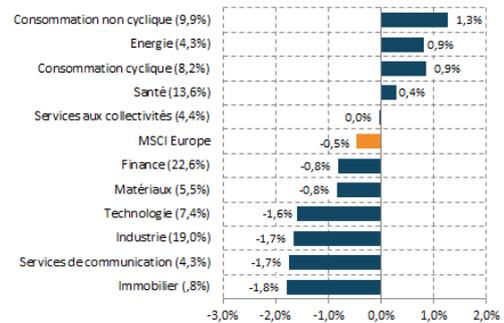
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché européen (MSCI Europe, dividendes non réinvestis) est en baisse de 0,5% dans un contexte d'attentisme avant la date butoir du 9 juillet fixée par Donald Trump pour les éventuels accords commerciaux. L'indice est en hausse de 6,4% depuis le début de l'année. Sur ces niveaux, les marchés européens ont repris plus de 15% sur leurs points bas d'avril dans un contexte de stabilisation de la volatilité. Le meilleur secteur est la consommation non cyclique, aidé par le segment des spiritueux dont les principaux producteurs seront exemptés de droits de douane supplémentaires sur le cognac en Chine. Le secteur de l'énergie progresse de 0,9% sur la semaine, porté par la référence Brent qui monte de +0,8% et par un rebond de près de 10% de sociétés comme Nestlé et Vestas, le plan fiscal aux Etats-Unis étant in fine moins défavorable pour elles. A l'inverse, on peut noter la baisse des services de communication, en particulier des médias, sur fond de crainte de réduction des budgets publicitaires aux Etats-Unis. Sur le plan géographique, le Portugal figure dans les plus fortes hausses, aidé par les énergies renouvelables. Depuis le début de l'année, on peut noter que les petites valeurs surperforment de près de 500 points de base l'indice MSCI EMU (dividendes non réinvestis). Leur caractère plus domestique les rend moins sensibles aux inquiétudes sur les droits de douanes, et de plus, elles seront bénéficiaires des plans d'investissement en Europe.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 27/06/2025 au 04/07/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéo Finance

### Le Focus de la semaine : Les ambitions contrariées de l'Europe en matière de semi-conducteurs

Dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous présentons un monde où le Politique cherche à reprendre la main dans un contexte de plus forte régionalisation. Ce mouvement observé dans de nombreux domaines sera d'autant plus crucial pour un secteur comme les semi-conducteurs qui est au croisement de nombreuses mutations technologiques, par exemple l'intelligence artificielle, l'électrification, l'automatisation.

L'Europe a vu sa part dans la production mondiale de semi-conducteurs chuter à environ 10% aujourd'hui, contre près de 45% au début des années 1990. Cette baisse est due à des fermetures de capacités en Europe ainsi qu'à la montée de la concurrence asiatique qui domine désormais le marché avec environ 75% des volumes mondiaux. Les pays d'Asie ont été les premiers bénéficiaires de la mondialisation et ont attiré au fil des années une part croissante de la production grâce à leur main-d'œuvre abondante, bien formée et souvent moins coûteuse, par des investissements massifs en équipements et R&D, et par la création de chaînes d'approvisionnement intégrées. La pénurie mondiale de semi-conducteurs constatée entre 2020 et 2023, a mis en exergue la vulnérabilité de l'Europe face à cette dépendance. Pour répondre à la demande croissante et renforcer sa position, l'Union européenne a annoncé en 2022 le « European Chips Act », un plan visant à porter la part de la production européenne de puces à 20% d'ici à 2030. Ce plan prévoit un investissement de 43 milliards d'euros dans la construction d'usines et dans la R&D. A sa suite, plusieurs projets ont été annoncés par les principaux acteurs du secteur (TSMC et Infineon en Allemagne).

En avril 2025, un rapport spécial de la Cour des comptes européenne vient poser un éclairage sans concession sur les fruits du « European Chips Act ». L'instance qualifie l'objectif de l'UE de couvrir 20% de la production mondiale de puces d'ici 2030 d'« improbable ». Elle mentionne que « la capacité de production de l'UE devrait quasiment quadrupler d'ici à 2030, ce qui est pour le moins ambitieux » et que « la mise en œuvre du Chips Act progresse, mais trop lentement ». Ces commentaires font écho aux limites que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières sur le sujet : pénurie de main d'œuvre qualifiée, dépendance aux importations de matières premières, coûts élevés de l'énergie et problèmes environnementaux. Le rapport cite un objectif de 11,7% comme étant plus réaliste. Reflet (entre autres) de ces éléments, plusieurs projets importants ont été suspendus (Intel en Allemagne) ou sont désormais incertains (GlobalFoundries en France). Ces dernières années, l'Europe tente de réduire ses dépendances par l'annonce de plans ayant pour but de stimuler l'investissement. Toutefois, force est de constater que les retards accumulés ont un impact sur le temps long, en particulier dans des secteurs de pointe tels que les semi-conducteurs.

François-Xavier de Gourcy

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)			
	04/07/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois
MSCI EMU	180,2	181,2	178,7	163,2	165,4	-0,5	0,9	10,5	9,0
MSCI EMU Mid Cap	1 250,3	1 256,2	1 242,1	1 056,7	1 036,1	-0,5	0,7	18,3	20,7
MSCI EMU Small Cap	514,6	510,7	504,9	390,5	424,2	0,8	1,9	31,8	21,3
MSCI Europe	180,8	181,7	179,6	169,9	173,7	-0,5	0,7	6,4	4,1
France CAC 40	7 696,3	7 691,6	7 557,3	7 380,7	7 695,8	0,1	1,8	4,3	0,0
Allemagne DAX 30	8 911,8	9 004,1	8 860,3	7 648,6	7 088,2	-1,0	0,6	16,5	25,7
Italie MIB	39 622,1	39 742,2	39 351,3	34 186,2	34 106,0	-0,3	0,7	15,9	16,2
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 822,9	8 798,9	8 735,6	8 173,0	8 241,3	0,3	1,0	8,0	7,1
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 222,5	10 300,8	10 250,2	9 877,2	9 725,3	-0,8	-0,3	3,5	5,1

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

**En Asie**, les performances sont particulièrement disparates sur la semaine. La Thaïlande, Singapour et la Malaisie affichent les meilleures performances, en lien avec l'accord commercial signé entre le Vietnam et les Etats-Unis. A l'inverse, Hong Kong affiche la moins bonne performance alors que l'autorité monétaire hong kongaise est intervenue pour la troisième fois pour défendre le dollar de Hong Kong face à la baisse du dollar américain. Parmi les éléments transverses, notons que le Mexique a rejeté le projet d'usine de BYD sur son sol, mettant un coup d'arrêt à la vente de terrains et aux potentielles incitations fiscales, dans un contexte de tensions commerciales avec les Etats-Unis. Dans les secteurs stratégiques et les blocs régionaux, la Malaisie et Singapour vont créer une zone économique dédiée au développement de l'IA et de centres de données, dont l'objectif sera la souveraineté de la région ASEAN en matière d'intelligence artificielle. Enfin, dans la thématique de l'amélioration de la gouvernance en Asie, la Corée a adopté une réforme majeure visant à renforcer la protection des actionnaires minoritaires et inciter à plus d'indépendance des administrateurs.

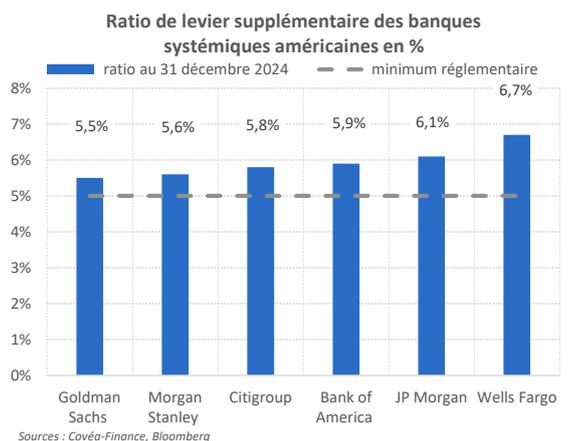
**Aux Etats-Unis**, le S&P 500 clôture la semaine en hausse porté par l'optimisme autour des négociations commerciales après l'annonce d'un accord avec le Vietnam, les bons chiffres de l'emploi et la poursuite de la hausse du secteur technologique. Dans ce contexte, les secteurs les plus sensibles à l'économie affichaient les plus fortes hausses (matériaux, énergie, finance). Le secteur financier bénéficiait aussi du rebond des banques après que les résultats des tests annuels de résistance de la FED aient permis d'annoncer de nouveaux programmes de rachats d'actions et des hausses importantes de dividendes. La décision de l'Iran d'interrompre sa coopération avec l'Agence Internationale de l'Energie Atomique participait à la hausse du secteur énergétique. Dans le secteur technologique, les entreprises de logiciel de conception de puces (Synopsis et Cadence) bénéficiaient de l'assouplissement de certaines restrictions à l'exportation vers la Chine. Oracle rebondissait après l'annonce d'un contrat avec OpenAI pour un centre de données qui devrait générer plus de 30 milliards de dollars de revenus annuels à partir de l'exercice 2028. Le secteur de la santé était pénalisé par le recul des assureurs santé après les difficultés de Centene, confronté à une hausse des coûts médicaux de Medicaid et de ses patients à haut risques inscrits à ses plans dans le cadre d'Obamacare. La consommation cyclique était impactée par le recul de Tesla alors le projet de loi de dépenses pourrait accélérer la suppression des crédits d'impôts pour les véhicules électriques et après les gains de tension entre Elon Musk et Donald Trump. A l'inverse, les valeurs de textile bénéficiaient de l'accord commercial avec le Vietnam.

### Le Focus de la semaine : Vers une réduction des contraintes de fonds propres pour les banques américaines.

Le 25 juin dernier, le conseil d'administration de la Fed a proposé des modifications au calcul du « ratio de levier supplémentaire » renforcé qui concerne les 8 banques systémiques américaines, une initiative soutenue par l'OCC\* et la FDIC\*\*. Cette proposition vise à ramener ce ratio dans une fourchette comprise entre 3,5% et 4,25%, contre 5% actuellement, en divisant par deux la surcharge appliquée à chaque établissement. Selon les responsables de la Fed, la proposition réduirait d'environ \$13 Mds le montant des fonds propres détenus par les holdings bancaires et d'environ \$210 Mds le montant des fonds propres détenus par les filiales opérationnelles. Cette proposition réduirait aussi de 5% les exigences de TLAC (dettes convertibles en actions en cas de crise de solvabilité) et de 16% les exigences de dette à long terme. Tout en permettant une progression du bilan des banques, cet effet indirect permettra également de réduire les besoins de financements des banques, ces besoins se retrouvant eux même en concurrence avec les besoins de financement de l'Etat américain. Une période de consultation publique de 60 jours a été entamée, avec un objectif de mise en œuvre de la réforme en fin d'année. Durant la période de consultation, l'étude d'une exclusion totale du calcul du ratio de levier supplémentaire des bons du Trésor détenus en trading sera également menée. Cette possibilité renforcerait le rôle critique des banques dites « teneur de marché » dans le soutien aux bons du Trésor en période de crise.

Selon Michelle Bowman (vice-présidente chargée de la supervision de la banque centrale), cette réforme contribuera à renforcer la résilience du marché des bons du Trésor américains et réduira les risques de dysfonctionnement et la nécessité d'intervenir en cas de crise future. Cette mesure et ces commentaires illustrent à nouveau la vigilance de la Fed en cas de survenance d'une crise de financement et / ou de liquidité sur le marché des bons du Trésor américains, à un moment où les incertitudes sur la demande des acheteurs internationaux sont vives. A ce titre, rappelons que l'objectif initial prêté à cette réforme était de faciliter le financement plus large du marché des bons du Trésor par des acteurs bancaires domestiques. Cela semble aujourd'hui moins présent dans la communication officielle (puisqu'il s'agirait surtout de gérer le risque de liquidité en période de stress). Dans la pratique, ce changement s'avère tout de même très opportun, dans la mesure où les banques vont pouvoir utiliser le levier obtenu pour augmenter de façon plus structurelle la détention de bons du Trésor dans leur bilan ... une solution simple au besoin de financement de l'Etat américain.

\*OCC: Office of the Comptroller of the currency \*\*FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	04/07/25	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	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	6 279	6 173	6 141	5 882	5 537	1,7	2,3	6,8	13,4	1,2	1,6	-6,1	4,1
Etats-Unis - Dow Jones	44 829	43 819	43 387	42 544	39 308	2,3	3,3	5,4	14,0	1,8	2,6	-7,4	4,7
Etats-Unis - Nasdaq	20 601	20 273	20 168	19 311	18 188	1,6	2,1	6,7	13,3	1,1	1,5	-6,2	4,0
Japon Nikkei 300	606	609	601	604	615	-0,6	0,8	0,3	-1,5	-1,0	0,1	-4,1	0,9
Corée du Sud KOSPI	3 054	3 056	3 080	2 399	2 825	-0,1	-0,8	8,1	-0,6	-0,6	-1,9	21,4	0,6
Chine - Shanghai	3 472	3 424	3 448	3 352	2 958	1,4	0,7	3,6	17,4	0,8	0,2	-7,2	9,3
Hong Kong Hang Seng	23 916	24 284	24 325	20 060	18 028	-1,5	-1,7	19,2	32,7	-2,0	-2,3	3,7	21,1
Marchés Emergents - MSCI	1 232	1 229	1 227	1 075	1 104	0,3	0,4	14,5	11,5	-0,3	-0,3	0,7	2,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Les câbles sous-marins, maillon faible de la filière éolienne européenne

L'Union européenne (UE) prévoit d'accroître sa capacité de production d'énergie éolienne, en la faisant passer de 231 GW fin 2024 à 425 GW d'ici 2030, puis à 1 300 GW à l'horizon 2050. L'énergie éolienne joue un rôle central pour fournir une électricité abordable, participer à la sécurité énergétique et renforcer la compétitivité industrielle du continent.

Dans le cadre de la récente révision de la directive sur les énergies renouvelables, dite RED III, l'UE a engagé d'importantes réformes destinées à accélérer le développement de l'éolien, notamment en simplifiant et en améliorant les procédures d'octroi de permis pour les nouveaux parcs.

Cependant, alors que les obstacles administratifs sont progressivement levés, le principal frein à l'expansion de l'éolien et des autres énergies renouvelables reste la résilience du réseau électrique. Les infrastructures actuelles ne sont pas suffisamment développées ni modernisées pour accueillir la montée en puissance des énergies renouvelables.

L'exemple du « blackout » survenu en Espagne le 28 avril 2025 illustre bien cette vulnérabilité : une série de surtensions mal maîtrisées a provoqué une réaction en chaîne, entraînant la déconnexion de plusieurs centrales et plongeant une grande partie de la péninsule ibérique dans l'obscurité pendant près de vingt heures. Le rapport officiel publié en juin 2025 met en lumière des carences dans le contrôle de la tension, des décisions industrielles inappropriées et une résilience du réseau insuffisante, malgré une infrastructure censée être robuste. Cet incident souligne l'urgence de renforcer la fiabilité et la flexibilité des réseaux électriques européens, en parallèle du déploiement des énergies renouvelables.

Selon les estimations de la Commission européenne, un investissement moyen annuel de 50 milliards d'euros sera nécessaire dans les réseaux de transport et de distribution pour atteindre les objectifs climatiques de l'UE d'ici 2030. Ce montant devra doubler, atteignant environ 100 milliards d'euros par an, afin de répondre aux ambitions fixées pour 2050. Dans ce contexte, le 28 novembre 2024, la Commission européenne a présenté un plan d'action en quatorze points dédié aux réseaux électriques, visant à moderniser les infrastructures européennes et à accompagner l'électrification du système énergétique fondée sur les énergies renouvelables. Ce plan prévoit des aides financières ciblées en facilitant l'accès aux subventions européennes existantes, notamment pour les réseaux de distribution, les interconnexions transfrontalières et les projets en mer. Il encourage également les investissements anticipés et le partage des coûts entre États membres pour les projets stratégiques.

Le problème d'insuffisance du réseau électrique est particulièrement aigu pour l'éolien en mer, dont le raccordement nécessite des infrastructures spécifiques, longues à planifier et coûteuses à déployer. Les parcs éoliens en mer doivent être reliés au continent via des câbles sous-marins haute tension, puis intégrés au réseau terrestre, souvent déjà saturé.

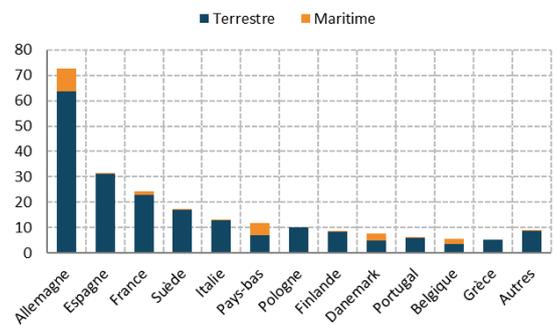
À la fin de l'année 2024, la capacité installée de l'éolien en mer dans l'UE s'établissait à 21 GW, avec un objectif d'au moins 60 GW d'ici 2030 et 300 GW à l'horizon 2050. Ce développement massif des énergies renouvelables marines implique des investissements considérables dans les infrastructures de transport d'électricité.

Malgré la volonté affirmée de l'UE d'investir dans ces infrastructures, deux obstacles majeurs ralentissent leur déploiement. Le premier concerne la chaîne d'approvisionnement en composants critiques, notamment les câbles sous-marins, qui constitue un véritable goulot d'étranglement. L'offre actuelle de câbles haute tension pour l'éolien offshore peine à suivre le rythme des objectifs européens. Les principaux fabricants mondiaux, Prysmian (Italie), Nexans (France), NKT (Danemark) et Hellenic Cables (Grèce), font face à une forte demande, avec des carnets de commandes déjà remplis jusqu'à la fin de la décennie. Le second obstacle touche à la rentabilité des projets. En effet, comme évoqué dans notre éditorial du 24 février 2025 intitulé « Les développeurs de l'éolien en mer n'ont pas le vent en poupe », les développeurs occidentaux font face, depuis 2022, à une conjoncture défavorable qui affecte les délais de construction et les coûts. Plusieurs projets ont récemment été reportés ou annulés en raison de la hausse des coûts, des tensions sur les chaînes logistiques et de l'évolution défavorable des conditions de financement. Certains industriels, comme Nexans ou Hellenic Cables, sont fortement exposés au secteur de l'éolien en mer, ce qui les rend particulièrement vulnérables aux fluctuations économiques de ce marché. Ces derniers sont donc prudents dans l'ajout de nouvelles capacités de production.

En France, un projet d'usine de câbles sous-marins, annoncé en décembre 2024, est à l'étude. Il est porté par RTE, le gestionnaire du réseau de transport d'électricité, et vise à renforcer la souveraineté industrielle du pays dans le domaine stratégique du raccordement des parcs éoliens en mer. Quatre ports, dont Saint-Nazaire et Brest, ont été identifiés comme sites potentiels pour accueillir cette usine, qui pourrait représenter jusqu'à 10 milliards d'euros de commandes de câbles. Cependant, les industriels (par exemple, Nexans) attendent des garanties claires de l'État avant de s'engager. Ils réclament notamment une visibilité à long terme sur les volumes d'appels d'offres à venir, via la Programmation pluriannuelle de l'énergie (PPE). Sans cette visibilité, les investissements nécessaires à la construction de l'usine, prévue entre 2030 et 2035, pourraient être retardés, compromettant la capacité de la France à répondre à ses objectifs de déploiement de l'éolien en mer.

Les défis liés au développement des énergies renouvelables font partie intégrante de nos analyses dans le cadre de nos Perspectives Économiques et Financières.

Capacité installée d'énergie éolienne dans les pays de l'UE-27 en 2024 (GW)



Sources : Wind Europe, Covéa Finance.

**Victor Labate**

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Le suspens sur les droits de douane bientôt levé ? »

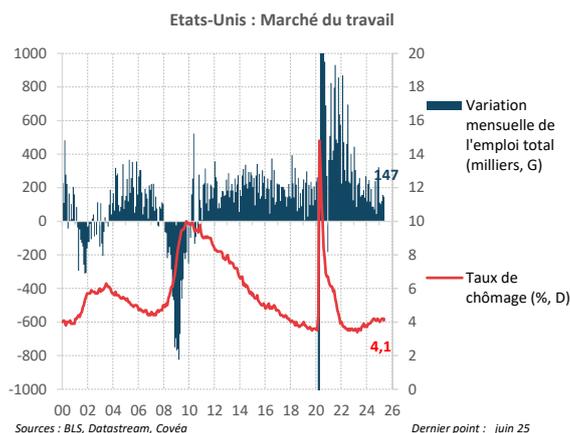
**Les signaux venus du marché du travail américain restent mitigés.** D'une part, la hausse du nombre de chômeurs indemnisés se poursuit, sans que le flux mensuel de nouveaux entrants n'augmente significativement, laissant soupçonner une diminution des embauches, et ADP (qui fondent ses estimations sur le nombre de feuilles de paye éditées pour ses clients) a annoncé des destructions nettes d'emplois dans le secteur privé en juin. D'autre part, le rapport JOLTS du Bureau des statistiques du travail (BLS), indiquait un rebond du nombre de postes vacants au mois de mai, accompagné d'une légère hausse du nombre d'emplois disponibles par chômeur. Le BLS a par ailleurs annoncé 147 000 créations nettes d'emplois en juin. Cette hausse s'accompagne d'un recul (de 0,1point) du taux de chômage à 4,1%. Ce dernier mouvement ne peut toutefois pas être interprété comme un signe de regain de tension sur le marché du

travail : la baisse du nombre de chômeurs semble attribuable à celle du taux de participation. De plus, sous l'effet d'une diminution du temps de travail hebdomadaire moyen, le salaire hebdomadaire a reculé sur le mois et enregistré sa plus faible progression sur un an (+3,3%) depuis un an et demi.

**Les résultats des enquêtes de l'ISM se sont un peu améliorés en juin.** Tant l'indice manufacturier que celui des services ont progressé. Ils décrivent toutefois une activité peu dynamique : stabilisation de la production manufacturière et légère croissance dans les services. La contraction de la demande s'est accentuée dans l'industrie, alors qu'elle se redresse dans le reste de l'économie. **L'indicateur des prix payés a encore progressé dans le secteur manufacturier. Il a légèrement reculé dans les services. Dans les deux cas il est à un niveau très élevé** (respectivement 69,7 et 67,5). Les commentaires confirment que la hausse rapide des coûts de production provient, au moins en partie, de l'augmentation des droits de douane et de leur répercussion.

**Donald Trump a annoncé la conclusion d'un accord commercial avec le Vietnam**, dont les exportations vers les Etats-Unis seraient soumises à 20% de droits de douane supplémentaires. Les biens en provenance de pays tiers et transitant par le Vietnam seraient taxés à hauteur de 40%. En contrepartie de la baisse par rapport au niveau de 46% fixé lors de l'annonce des droits de douane « réciproques » début avril, l'accès des produits américains au marché vietnamien sera facilité, une partie de ces importations étant exonérées de droits. En revanche, **Donald Trump a entretenu le doute sur la possibilité de parvenir à un accord avec le Japon**, déclarant notamment qu'il pourrait décider de relever de 30% ou 35% des droits de douane sur les produits qui en proviennent. Dans la négociation, le premier ministre japonais cherche des exemptions totales de taxes sur certains produits, et plus particulièrement sur l'automobile. Il met en avant que les entreprises japonaises sont d'importants investisseurs aux Etats-Unis, où elles créent de nombreux emplois.

Par ailleurs, **les premières lettres informant leurs destinataires du niveau de droits de douane qui frapperont leurs exportations vers les Etats-Unis doivent être envoyées lundi 7 juillet selon Scott Bessent.** Le Secrétaire au trésor a indiqué que, pour les pays, ou zone, avec lesquelles les négociations n'ont pas abouti, les droits seront ceux annoncés le 2 avril dernier. Donald Trump, de son côté, a évoqué des fourchettes de 10-20% à 60-70%.



Sources : BLS, Datastream, Covéa. Dernier point : juin 25

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ISM Manuf.	Indice juin-25	49,0	48,5	47,1	48,2
ISM Services	Indice juin-25	50,8	49,9	52,7	52,4
ISM Manuf. - Prix payés	Indice juin-25	69,7	69,4	46,6	53,7
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice juin-25	46,4	47,6	46,0	48,7
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice juin-25	54,2	56,1	46,0	50,2
Commandes à l'industrie	Val. CVS, GA% mai-25	9,6	0,7	0,3	-0,6
Dépenses de construction	Val. CVS, GA% mai-25	-1,1	-1,6	23,2	5,1
Taux de chômage	% de la pop. active juin-25	4,1	4,2	3,6	4,0
Créations nettes d'emplois	Milliers juin-25	147	144	216	168
Salaires horaires nominaux	Val. NCVS, GA% juin-25	3,7	3,8	4,4	4,0
Importations	Val. NCVS, GA% mai-25	0,6	1,9	-5,0	6,2
Exportations	Val. NCVS, GA% mai-25	5,8	10,8	-2,5	2,0

\*Du 30/06/2025 au 06/07/2025 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

L'Union européenne est clairement désignée comme l'un des partenaires qui n'ont pas conclu d'accord, même si Scott Bessent indique que les discussions ont avancé depuis que Donald Trump a menacé d'instaurer des droits de douane de 50% sur les importations en provenance du vieux continent. Dans tous les cas, **l'idée serait de commencer à prélever ces droits de douane à partir du 1er août.** Le Président américain a également menacé de droits de douane supplémentaires de 10% « tout pays s'alignant sur les politiques anti-américaines des BRICS ». Cette déclaration est intervenue alors que les dirigeants des pays BRICS se réunissaient à Rio de Janeiro. Au cours du week-end, le groupe a publié une déclaration exprimant « de sérieuses inquiétudes quant à l'augmentation des mesures unilatérales tarifaires et non tarifaires ».

**Après son vote au Sénat, la version modifiée du « One Big Beautiful Bill » a été entérinée par la Chambre des représentants.** Donald Trump a ainsi pu, comme il l'ambitionnait, signer cette loi le jour de la fête nationale des Etats-Unis. Le texte comprend la pérennisation des baisses d'impôts de 2017 et des réductions temporaires d'autres impôts (qui échoiront à la fin du mandat de Donald Trump). Le *Congressional Budget Office* (CBO) a réévalué le déficit issu de ce projet, dont il estime désormais qu'il augmentera la dette fédérale américaine de 3 400Mds\$ d'ici 2034. Les modifications apportées par le Sénat augmenteraient en effet les dépenses de 20Mds\$ et réduiraient les recettes de 80Mds\$, soit un total de 100 Mds\$ de plus à financer entre 2025 et 2034. **Le texte relève aussi le plafond de la dette fédérale, qui menaçait d'être rapidement atteint, de 5 000Mds\$.**

Jean-Louis Mourier

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Zone euro : l'inflation sur l'objectif de la BCE »

**L'inflation a légèrement augmenté en juin dans la zone euro, l'indice harmonisé des prix à la consommation s'affichant en progression de 2% sur un an.** Hors énergie, alimentation, tabac et alcool, la progression des prix est restée stable, à 2,3% sur un an, malgré un léger regain de dynamisme des prix des services. **Ce rebond n'est pas de nature à inquiéter les banquiers centraux européens.** Réunis à Sintra (Portugal) pour le colloque organisé chaque année par la BCE, ils se sont beaucoup exprimés. Si aucun n'a évoqué une nouvelle baisse des taux directeurs lors de la prochaine réunion du Conseil des gouverneurs (les 23 et 24 juillet), **la plupart semblent favorables à une nouvelle détente en septembre.** Plusieurs d'entre eux ont parlé de l'impact de l'appréciation de l'euro sur les perspectives d'inflation. Ils semblent plus s'inquiéter de la rapidité du mouvement que du niveau atteint, d'autant que son impact

sur l'activité s'ajoute à celui de la hausse des droits de douane américains. Néanmoins, Luis de Guindos, le vice-président de la BCE, a déclaré que les conséquences de cette appréciation de la devise européenne pourraient être plus ennuyeuses si l'euro devait dépasser les 1,20\$.

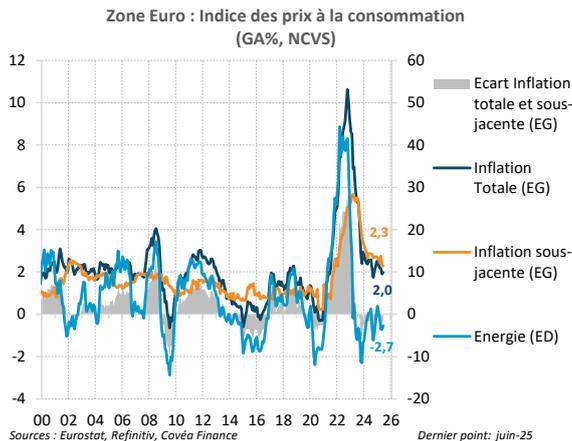
**Olli Rehn, gouverneur de la banque centrale de Finlande,** estime qu'il est urgent que l'Union européenne (UE) s'engage réellement dans l'union de l'épargne et de l'investissement afin de la finaliser d'ici fin 2028. Dans ce cadre, **il indique que le financement commun d'une partie des efforts supplémentaires annoncés serait l'occasion de créer un « actif sûr » attractif pour les investisseurs, qui aiderait aussi à renforcer aussi le rôle international de l'euro.**

Selon des diplomates européens cités par Reuters, l'UE espère obtenir immédiatement des exemptions, ou au moins des réductions sectorielles de droits de douane de la part des Etats-Unis. Mais ils semblent se résigner à un accord asymétrique, qui laisserait des droits de douane plus élevés pour les exportations européennes vers les Etats-Unis que dans l'autre sens.

**Le ministre chinois des affaires étrangères était en Europe pour préparer le prochain sommet UE/Chine, en Chine au mois de juillet.** Il a notamment rencontré Kaja Kallas, la représentante de l'UE pour les affaires étrangères. Cette dernière a appelé la Chine à lever les restrictions sur les exportations de terres rares, qui menacent l'activité de nombre d'industries européennes. Elle a aussi demandé à ce que les entreprises chinoises cessent de fournir à la Russie des composants permettant la fabrication d'armements utilisés en Ukraine. A propos de l'Iran et de ses efforts pour se doter d'une arme nucléaire, le communiqué diffusé indique aussi que Mme Kallas et M. Wang se sont accordés sur l'importance du traité de non-prolifération nucléaire.

**Cédant à la demande de la France, la Commission européenne a repoussé la signature de l'accord commercial avec le Mercosur** négocié depuis de nombreuses années. **En revanche, les quatre membres de l'Alliance européenne de libre-échange (AELE)** non-membres de l'UE (Norvège, Islande, Suisse et Liechtenstein) **ont conclu un accord commercial avec le groupe de pays latino-américains,** accord qui doit être finalisé dans la deuxième moitié de cette année.

Alors que Georgia Meloni a déclaré que l'augmentation des dépenses militaires à laquelle s'est engagée l'Italie lors du sommet de l'OTAN ne serait pas au détriment des autres



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Prêts aux Entreprises Val, CVS, GA%	mai-25	2,5	2,6	0,5	1,7
	Taux de chômage % de la pop. active	mai-25	6,3	6,2	6,6	6,4
	Inflation IPCH, NCVS, GA%	juin-25	2,0	1,9	5,4	2,4
	Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	juin-25	2,3	2,3	4,9	2,9
AL	Taux de chômage % de la pop. active	mai-25	3,7	3,7	3,1	3,4
	Ventes au détail Val, CVS, GA%	mai-25	1,6	2,9	-3,2	0,9
FR	Taux de chômage % de la pop. active	mai-25	7,1	7,1	7,3	7,4
	Prod. industrielle Val, CVS, GA%	mai-25	-0,9	-1,9	0,7	-0,1
IT	Taux de chômage % de la pop. active	mai-25	6,5	6,1	7,7	6,6
	Ventes au détail Val, CVS, GA%	mai-25	-0,9	-0,1	-2,9	-0,8
ES	Taux de chômage % de la pop. active	mai-25	10,8	10,9	12,2	11,4
	Prod. Industrielle Val, CVS, GA%	mai-25	1,7	0,6	-1,6	0,4

\*Du 30/06/2025 au 06/07/2025 Sources : Refinitiv, Covéo Finance

composantes du budget, **des officiels italiens,** cités par Reuters, **indiquent que la hausse pourrait intervenir en grande partie à budget constant, via des reclassifications de dépenses** déjà programmées, **notamment d'investissements en infrastructures.** L'Italie, qui a déjà usé de ce type de subterfuge en 2025 pour atteindre le seuil de 2% du budget, espère que l'Otan acceptera cette modification. **Comme mis en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières, d'autres pays européens aux finances publiques fragiles pourraient éprouver des difficultés à financer leur engagement pris au sommet de l'Otan. Ils pourraient se montrer intéressés par ces possibilités de reclassification de dépenses.**

**Alors que la motion de censure déposée en France par le Parti Socialiste a été rejetée par l'Assemblée nationale, les risques politiques, que nous évoquons dans nos Perspectives Economiques et Financières, se manifestent aussi en Espagne.** Le Premier ministre, Pedro Sanchez, qui n'est déjà pas parvenu à faire voter un budget depuis 2023 faute de majorité aux Cortes Generales, paraît fragilisé par les affaires qui touchent plusieurs responsables de son parti, le Parti socialiste ouvrier espagnol. **En Allemagne aussi la coalition arrivée au pouvoir au printemps est fragile.** Alors que la majorité dont elle dispose est étroite (18 sièges), le choix du ministre des Finances est loin de faire l'unanimité au sein du SPD, dont il est issu, et des responsables de l'alliance CDU-CSU se sont publiquement déclarés déçus de la non-réalisation immédiate de certaines de leurs promesses électorales.

**En Allemagne, la confédération des associations patronales allemandes (BDA) met en garde contre le risque que la volonté d'accroître les effectifs des forces armées augmente les difficultés de recrutement** auxquelles sont exposées les entreprises malgré le faible dynamisme de l'activité économique. Face à ce risque, le directeur de la BDA soutient la volonté de Friedrich Merz de faire travailler plus les Allemands, qui bénéficient aujourd'hui du temps de travail hebdomadaire moyen le plus bas des économies avancées d'après l'OCDE. **Il s'agit de ne pas exacerber les tensions sur le marché du travail, que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières comme un facteur de maintien d'une inflation plus élevée.** Par ailleurs, l'Allemagne et le Royaume-Uni doivent signer le 17 juillet un traité de défense qui comprendrait une clause d'assistance mutuelle.

Jean-Louis Mourier

Economiste



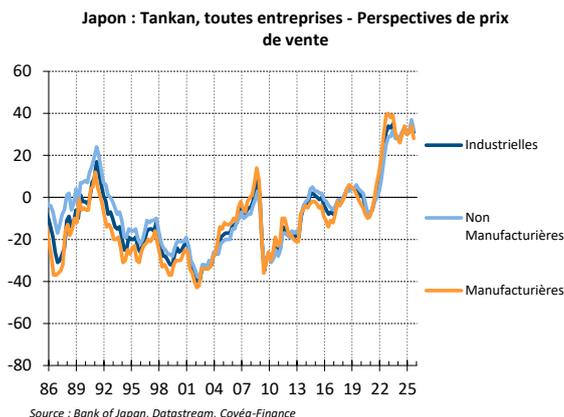
# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Les tensions inflationnistes perdurent au Japon »

**L'enquête Tankan de la Banque du Japon (Boj) contient des éléments qui soutiennent les attentes d'une inflation toujours élevée ces prochains mois.** Alors que l'activité reste globalement bien orientée, les coûts de production sont signalés en forte hausse dans tous les secteurs et les entreprises répercutent, au moins en partie, cette augmentation dans leurs prix de vente. **Toutefois, elles semblent percevoir des limites à ce mouvement : les indicateurs d'emplois restent très négatifs et les perspectives de profits sont orientés à la baisse pour l'année fiscale en cours.**

**Hajime Takata** (membre du directoire de la banque centrale) a déclaré que la Boj devrait, selon lui, recommencer prochainement à relever ses taux directeurs. Il constate que l'atteinte de son objectif d'inflation est proche, dans un contexte où les pressions sont entretenues par les tensions sur le marché du travail qui génèrent de fortes hausses de salaires rendues possibles par la profitabilité élevée des entreprises. Il cite aussi la tendance haussière du coût de la construction.



**En Chine, le PMI manufacturier Caixin est revenu en juin juste au-dessus de 50**, à 50,4, notamment sous l'effet d'une demande moins déprimée après les avancées dans les négociations commerciales sino-américaines. L'emploi reste mal orienté, à la fois sous l'effet de démissions et de licenciements. **Dans les services, le PMI a reculé en juin**, tout en restant légèrement en zone de croissance, à 50,6. **Toujours orientés à la hausse, avec les prix des carburants et des matières premières, les coûts de production ont ralenti. Les entreprises déclarent privilégier l'absorption de ces augmentations plutôt que les répercuter dans leurs prix de ventes, dans un contexte où la demande reste mal orientée.**

**La Chine a annoncé les résultats de son enquête anti-dumping sur les eaux-de-vie de vin européennes.** Sur le principe, des droits de douane de 27,3% à 34,9% sont instaurés à partir du 5 juillet (samedi dernier). Mais les producteurs ayant signé un accord avec les autorités chinoises et acceptant de relever leur prix de vente en Chine en sont exemptés. Cela concerne les plus grands exportateurs et d'autres producteurs du Bureau national interprofessionnel du cognac. La hausse des prix à l'importation pourra être en partie absorbée par les marges des distributeurs chinois. Par ailleurs, **la Chine a aussi répondu à la décision de l'UE d'exclure les entreprises chinoises de certains appels d'offres de matériels médicaux, en prenant une mesure équivalente de limitation des achats de matériels européens de mêmes catégories.**

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
JP - Salaires	CVS, GA%	mai-25	0,8	2,5	1,2

\* Du 30/06/2025 au 06/07/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Jean-Louis Mourier

Economiste



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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