

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs
Gestion — Recherche

18 mai 2026

L'Europe entre ambition et réflexes nationaux

Sur la semaine du 11 mai, deux événements qui se sont télescopés en disent beaucoup de l'Europe d'aujourd'hui. À Aix-la-Chapelle, Mario Draghi a reçu le prix Charlemagne et a alerté sur le risque de déclassement du continent. Dans le même temps, Berlin a bloqué le rapprochement entre UniCredit et Commerzbank, au nom de la défense d'un acteur bancaire national. Tout est là : une Europe consciente de sa fragmentation, mais qui peine à s'unifier.

L'ancien président de la Banque Centrale Européenne s'est vu honoré pour avoir sauvé l'euro, mais surtout pour son diagnostic implacable : marchés de capitaux morcelés, investissement insuffisant, marché unique inachevé. L'Europe, affirme-t-il, doit devenir « plus forte » et engager des « réformes radicales » pour rivaliser avec les États-Unis et la Chine. À ses yeux, la fragmentation financière est devenue une faiblesse stratégique.

Ce constat est désormais largement partagé. Depuis deux ans, rapports et initiatives — Letta, Draghi, « boussole pour la compétitivité » — convergent : l'Union doit enfin bâtir un véritable marché des capitaux pour financer ses investissements et renforcer sa souveraineté.

Mais la réalité politique rattrape aussitôt le discours. Le projet d'UniCredit, loin d'être vu comme une étape vers une consolidation européenne, se heurte à l'opposition du gouvernement allemand, soucieux de préserver un établissement jugé stratégique. Le message est clair : l'intégration a ses limites lorsqu'elle touche aux centres de pouvoir nationaux.

Ce décalage révèle une contradiction profonde. D'un côté, l'Union veut mobiliser son épargne, décloisonner ses marchés et faire émerger des champions paneuropéens. De l'autre, les États continuent de raisonner en termes de souveraineté nationale, protégeant leurs intérêts domestiques. L'union des marchés de capitaux bute ainsi sur un obstacle central : la crainte de perdre le contrôle.

La leçon est simple. L'Europe sait ce qu'elle doit faire et a posé un diagnostic clair. Mais elle n'a pas encore franchi le pas décisif : accepter que sa puissance suppose de dépasser les réflexes nationaux.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

États-Unis
Europe
Asie

Retrouvez notre interview de la semaine dans notre série de podcast "On décrypte l'Hebdo".

Pour l'écouter [cliquez-ici](#)



Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	15/05/26	19/03/26	T-12 mois	19/03/26	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,163	1,159	1,119	0,3	3,9
€ / £	0,872	0,863	0,841	1,1	3,8
€ / Yen	184,54	182,80	162,97	1,0	13,2
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	109	109	65	0,6	69,3
Indice BCOM Excl. l'énergie*	149	144	119	3,5	25,3
Prix de l'onze d'Or	4 562	4 606	3 227	-1,0	41,4
Prix de la tonne de cuivre	13 555	12 147	9 577	11,6	41,5
Indice Baltic Dry**	3 151	2 057	1 305	53,2	141,5
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2141	1710	1479	25,2	44,7

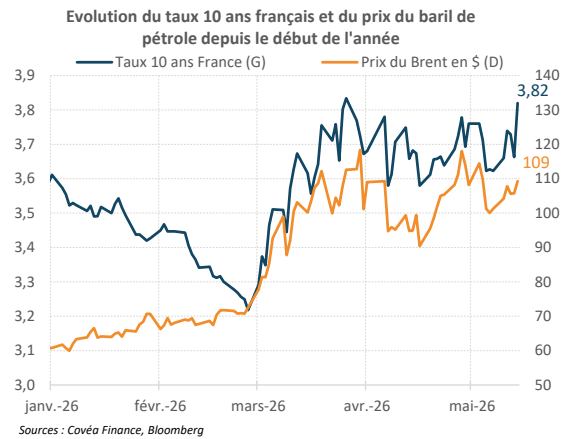
Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice BCOMXE : Indice des prix de 19 matières premières industrielles (49%) et alimentaires (51%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales. ***Indice 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 dernière, le regain de tension au Moyen-Orient et la déception autour de la rencontre entre D. Trump et Xi Jinping ont poussé à la hausse les prix de l'énergie ravivant les craintes inflationnistes. Dans ce contexte, le Brent se rapproche de nouveau des 110 \$ le baril, les taux souverains poursuivent leur progression, et on assiste à un mouvement d'aversion pour le risque en zone euro. L'Allemagne conserve son rôle de valeur refuge, avec un taux 10 ans en hausse de 15 points de base (pb) à 3,17%. La France et l'Italie sous-performent et voient leur référence à 10 ans augmenter de 20 et 22 pb, soit respectivement 3,82% et 3,95%. Au Royaume-Uni, l'instabilité politique ajoute un élément haussier. Le taux 10 ans est en progression de 26 pb à 5,17% et le taux 30 ans atteint 5,85%, un record depuis 1998. De même, au Japon le contexte budgétaire contribue à la hausse de 23 pb du taux 10 ans. Il s'établit à 2,72%, niveau qui n'avait pas été atteint depuis 1997. Aux États-Unis, le taux 10 ans suit le même mouvement et augmente de 24 pb pour clôturer à 4,59% poussé par des chiffres d'inflation supérieurs aux attentes. De son côté, le crédit performe bien avec des primes de risque qui se resserrent de 2 pb sur la catégorie investissement et de 13 pb sur la catégorie haut rendement. Le marché primaire est resté dynamique avec de nombreuses émissions concentrées sur les trois premiers jours de la semaine. Ce sont plus de 12,5 Mds€ qui ont été émis par des émetteurs non-financiers. Sur la catégorie investissement, Rolls-Royce est revenu sur le marché obligataire euro, après 8 ans d'absence, pour deux tranches de 500m€ de maturité 5 et 10 ans. La demande a été au rendez-vous avec un carnet d'ordre sursouscrit 5,6x. Les taux finaux ont été de 3,47% pour la 2031 et de 3,94% pour la 2036. Sur le haut rendement, des émetteurs comme Canal+ ou Atos se sont présentés avec succès pour refinancer une partie de leur dette.



Le Focus de la semaine : La souveraineté française est-elle en train de traverser la Seine ?

L'institut Eurostat a publié mi-avril les données financières des Etats de la zone euro. Pour l'année 2025, le déficit français atteint 5,1% du PIB. De son côté, la dette continue de se creuser et le ratio dette/PIB s'établit à 115,6%. L'état des finances publiques françaises couplé à l'instabilité politique limite les marges de manœuvre de l'exécutif. Or, comme nous le décrivons dans nos perspectives économiques et financières, le contexte actuel est favorable à une plus grande intervention étatique dans l'économie. Des secteurs stratégiques nécessitent une action des acteurs publics pour se développer, innover et renforcer la souveraineté de l'Etat. Pour pallier ce problème, le ministère de l'Économie et des finances français semble utiliser la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) de plus en plus comme un « ministère de l'investissement ». Le groupe public, dont la mission principale était le financement du logement social via l'épargne réglementée et la gestion de certaines participations, diversifie tous azimuts son champ d'action. Après des investissements dans la défense, la semaine dernière la CDC a acheté pour 2,5 Mds€ d'actifs auprès de l'Agence des Participations de l'Etat (dépendante du Ministère). Plus tôt, face aux besoins du réseau de transport d'électricité (RTE), la CDC a créé une enveloppe de prêt d'un montant de 5 Mds€ sur la période 2025-2029. L'Etat n'aura pas besoin d'augmenter le capital de RTE pour faire face à l'envolée des investissements. Ces prêts pourront être contractés pour une durée allant de 25 ans à 40 ans. Leur taux est indexé à celui du livret A (Livret A +100pb). Ces conditions sont généreuses pour l'entreprise qui se finance aujourd'hui à 4,5% à 20 ans sur le marché obligataire. De même, en mars, l'Etat a chargé la CDC d'octroyer un prêt bonifié à EDF pour couvrir 60% des coûts liés à la construction du futur programme nucléaire. Ce sont plus de 50 Mds€ (45 Mds€ de 2020) que la CDC devra financer via l'épargne réglementée. Ce prêt devrait être d'une durée de 35 ans avec un taux zéro pendant la phase de construction, puis 3%. De son côté, l'Etat apportera une garantie au prêt et entend contribuer aux surcoûts éventuels d'EDF, mais n'aura pas à décaisser 50Mds€ d'argent public. Ce financement soulève des questionnements de la part de l'Union européenne qui a décidé de diligenter une enquête. L'ensemble de ces opérations modifie le portefeuille habituel de la caisse en le rendant encore plus stratégique. Elles suscitent aussi des interrogations de la part du secteur immobilier qui craint un effet d'éviction. Au gré de ces opérations, la souveraineté industrielle française vogue petit à petit sur la Seine, allant de Bercy à quai d'Austerlitz, siège de la CDC où l'épargne des Français comble les carences du budget de l'Etat.

Lucas Couvert

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)					Pente* (en pb)		
	15/05/26	J-7	19/03/26	31/12/25	T-12 mois	J-7	19/03/26	31/12/25	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y		
Taux directeurs													
Réserve Fédérale Américaine	3,75	3,75	3,75	3,75	4,50	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒	-0,75	↓
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	2,15	2,40	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒	-0,25	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒	-0,25	↓
Banque d'Angleterre	3,75	3,75	3,75	3,75	4,25	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒	-0,50	↓
Banque du Japon	0,75	0,75	0,75	0,75	0,50	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒	0,25	↑
Taux 10 ans													
Etats-Unis	4,59	4,35	4,25	4,17	4,43	24	↑	34	↑	43	↑	16	↑
Allemagne	3,17	3,01	2,96	2,86	2,62	16	↑	21	↑	31	↑	55	↑
France	3,82	3,62	3,64	3,56	3,30	20	↑	18	↑	26	↑	53	↑
Italie	3,95	3,73	3,78	3,55	3,71	22	↑	17	↑	40	↑	24	↑
Royaume-Uni	5,17	4,91	4,84	4,48	4,66	26	↑	33	↑	69	↑	51	↑
Japon	2,72	2,48	2,28	2,07	1,48	23	↑	44	↑	65	↑	124	↑
Crédit													
Indice Itraxx Main	58,1	56,4	65,2	50,7	56,9	1,7	↑	-7,0	↓	7,5	↑	1,2	↑
Indice Itraxx Crossover	282,1	277,9	310,9	244,2	300,1	4,2	↑	-28,9	↓	37,8	↑	-18,0	↓

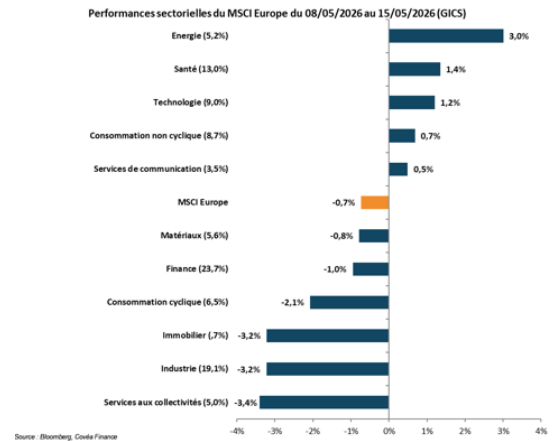
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI Europe dividendes non réinvestis) reculent de 0,7% en raison des données d'inflation décrivant une accélération en lien avec le conflit au Moyen-Orient et la hausse des prix de l'énergie. Dans cet environnement inflationniste, les investisseurs réévaluent les trajectoires des courbes de taux d'intérêt et anticipent que les banques centrales vont devoir durcir leurs politiques monétaires. Le secteur de l'énergie affiche la meilleure performance, +3,0%, porté par la vigueur des prix du baril de pétrole. Le secteur des services aux collectivités abandonne 3,5% alors que les taux d'intérêt souverains progressent notamment au Royaume-Uni. Sur le plan des titres, la plateforme de livraison de repas Delivery Hero est en tête de classement avec une progression de 47,6% en raison d'une combinaison de facteurs : changement de gouvernance, cession d'actifs en Corée du Sud et montée au capital d'investisseurs activistes) entraînant le rachat de positions vendeuses. En revanche, le fonds d'investissement britannique 3i corrige de 15% en raison du ralentissement de la croissance des ventes du magasin Action, son principal actif. L'indice norvégien progresse le plus avec +2,5% grâce à son ancrage sur l'énergie. A l'opposé, l'indice irlandais baisse de 2,5% en raison de sa composante loisir. Depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (7,1%) devance les indices de grandes valeurs MSCI EMU (+2,7%) et MSCI Europe (+2,4%).



Le Focus de la semaine : Quête de souveraineté des états européens - des exemples concrets

Face à la multiplication des chocs (pandémie, conflit armé en Ukraine et au Moyen-Orient...), la résurgence de l'inflation et les multiples dépendances (énergétiques, technologiques...), la recherche de souveraineté des Etats est à la base de la construction de nos Perspectives Economiques et Financières. Depuis plusieurs mois, nous avons recensé plusieurs annonces illustrant cette volonté et qui alimentent aujourd'hui notre cadre d'investissement.

Energie : Le 1er avril 2026, la Commission Européenne (CE) a décidé de bannir les achats émanant de financement européen d'onduleurs provenant de "pays à risque". La Chine est le principal producteur d'équipements critiques pour la génération d'électricité d'origine renouvelable (90% des panneaux solaires, 80% des turbines éoliennes, 50% des onduleurs...). La crainte de failles informatiques par le piratage à distance de ces installations justifie cette mesure visant à contrôler la provenance de ce dispositif, au coût négligeable, servant à réguler la qualité des flux d'électricité utilisés dans les réseaux électriques. La panne électrique géante survenue en Espagne en avril 2025, bien que résultant de plusieurs facteurs techniques, a pu motiver cette prise de conscience. L'Union Européenne (UE) s'engage à favoriser les acteurs du Vieux Continent des marchés publics dans ses règlements "Industrial Accelerator" (proposition mars 2026) et "Cyber Security" (2019). Dès 2020, le Royaume-Uni avait banni le fournisseur chinois Huawei des réseaux 5G à la suite de fortes pressions américaines en vertu de risques d'espionnages et en mars 2026, Ming Yang pour l'approvisionnement en turbine éolienne pour un projet en Ecosse. Fin 2025, l'Italie a attribué le premier appel d'offre pour un projet d'énergie solaire de 1,1 GW dépourvus de matériel chinois pour les mêmes motivations.

Technologie de l'information : Dès 2021, le petit état allemand du Schleswig-Holstein a migré ses postes informatiques de Microsoft vers Linux pour des raisons financières mais également stratégiques notamment pour des questions de piratages. En avril dernier, la France entend basculer progressivement ses administrations opérant sous Windows vers le logiciel libre Linux. Par ailleurs, la migration de la plateforme des données de santé vers le français Iliad est actée en raison du risque posé par la législation américaine ("Cloud Act") autorisant à saisir ces données. Cette émancipation des technologies américaines majoritaires dans les usages se traduit aussi pour les outils de visioconférence "Teams" et "Zoom" au profit de "Visio", solution tricolore. Enfin, la CE pourrait présenter fin mai le plan "Tech Sovereignty" qui pourrait interdire aux géants américains de traiter les données sensibles hébergées dans les plateformes "cloud" de ses administrations publiques. La recherche de l'autonomie numérique de l'Europe dominé à 70 % par les acteurs américains est enclenchée.

Paiements : En mars 2026, les ministres des finances de 6 pays (Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas et Pologne) exhortent l'UE à se doter d'infrastructures de paiement indépendantes des réseaux Visa, Mastercard. Ils invoquent les volumes d'épargne et d'investissement de l'UE dans le but de renforcer les marchés de capitaux et les financements des acteurs économiques.

Terres Rares : Le 6 mai 2026, la France ambitionne de retrouver son autonomie dans l'approvisionnement en terres rares en investissant dans différents sites du pays. Par exemple, le site de séparation de la Rochelle d'où provenait la moitié de la production domestique dans les années 90, pourrait alimenter 30% des besoins européens. Les sites de métallisation (étape entre la séparation et la fabrication d'aimants) et de recyclage d'aimants sont également visés. Pour rappel, la Chine contrôle 60% à 70% de l'extraction des terres rares et 80% à 90% du raffinage. Face à cette domination et les tensions géopolitiques, le leitmotiv consiste à réduire les dépendances. Ces thématiques sont régulièrement abordées dans nos Perspectives Economiques et Financières où nous évoquons la fin du multilatéralisme dès 2018. Elles font l'objet d'études approfondies qui alimentent notre univers d'investissement.

Samir Ramdane

Responsable d'équipe Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	15/05/26	J-7	19/03/26	31/12/25	T-12 mois	J-7	19/03/26	31/12/25	sur 12 mois				
MSCI EMU	202,3	204,5	192,6	197,0	182,5	-1,1	5,0	2,7	10,8				
MSCI EMU Mid Cap	1 424,5	1 438,2	1 349,5	1 346,0	1 239,4	-1,0	5,6	5,8	14,9				
MSCI EMU Small Cap	570,6	581,0	512,0	537,5	477,9	-1,8	11,4	6,1	19,4				
MSCI Europe	202,4	203,9	194,9	197,6	182,9	-0,7	3,9	2,4	10,7				
France CAC 40	7 952,6	8 112,6	7 807,9	8 149,5	7 853,5	-2,0	1,9	-2,4	1,3				
Allemagne DAX 30	8 771,7	8 930,0	8 530,5	7 648,6	8 924,5	-1,8	2,8	14,7	-1,7				
Italie MIB	49 116,5	49 289,5	43 701,4	34 186,2	40 418,8	-0,4	12,4	43,7	21,5				
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 195,4	10 233,1	10 063,5	9 931,4	8 633,8	-0,4	1,3	2,7	18,1				
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	11 686,3	11 844,4	11 663,9	11 392,9	10 267,8	-1,3	0,2	2,6	13,8				

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine a été baissière en Asie, les marchés actions montrant un peu de scepticisme, dans l'attente de développements positifs au Moyen-Orient et en amont de la rencontre entre Donald Trump et Xi Jinping. Ainsi, les pays d'Asie du Sud-Est, notamment la Thaïlande et Singapour résistent mieux, parvenant à terminer la semaine en territoire positif. A l'inverse, l'Indonésie et l'Inde, tous deux moins recherchés par les investisseurs depuis le début de l'année, sont en baisse relativement sensible sur la semaine. Le sentiment à l'égard de l'Inde reste dégradé, le pays étant perçu comme perdant de l'émergence de l'intelligence artificielle (IA), tandis que sa dépendance extérieure en matière d'approvisionnement énergétique inquiète. Enfin l'Indonésie reste sous pression après l'exclusion de plusieurs valeurs des indices MSCI, entraînant des ventes forcées, tandis que la faiblesse de la roupie continue de peser également.

Parmi les éléments transverses, la Corée du Sud cherche à éviter une grève majeure chez Samsung Electronics, dont plus de 50.000 employés pourraient cesser le travail à partir du 21 mai sur fond de conflit salarial et de tensions avec les syndicats, ce qui pourrait avoir de graves conséquences sur la production de semi-conducteurs. Enfin, en Inde, le gouvernement envisagerait de réduire la taxe sur les investissements étrangers en obligations indiennes.

Le marché américain a enregistré de nouveaux plus hauts historiques, porté par les espoirs d'un accord de paix entre les États-Unis et l'Iran, les commentaires positifs émis en amont de la rencontre entre Donald Trump et Xi Jinping et des publications trimestrielles supérieures aux attentes. En fin de semaine toutefois, la résurgence des craintes inflationnistes a débouché sur une remontée sensible des rendements obligataires et une correction des actions qui laisse l'indice S&P500 en hausse de seulement 0,1% et l'indice S&P400 en baisse de plus de 2,5%.

En termes sectoriels, la technologie a continué de bénéficier des performances des grandes valeurs exposées à l'IA et l'énergie du rebond sensible des prix du baril (+10,4% pour le WTI).

Parallèlement, les secteurs défensifs de la santé et de la consommation courante ont repris quelques couleurs et surperformer l'indice général.

A l'inverse, les titres de consommation discrétionnaire ont subi de forts dégagements, la hausse des prix de l'essence faisant craindre une réduction sensible du pouvoir d'achat du consommateur américain.

Le Focus de la semaine : Les valeurs de santé américaines en proie à une forte défiance des investisseurs

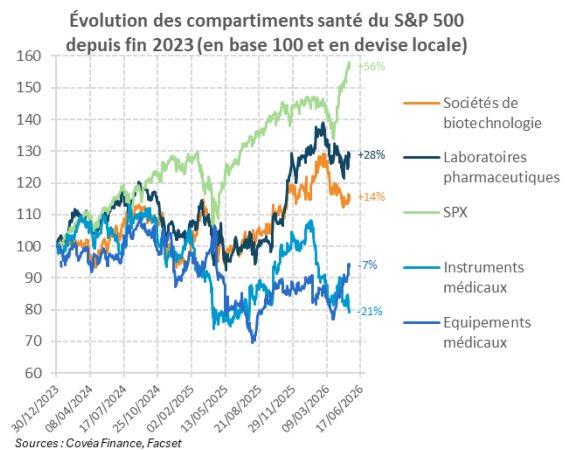
Les résultats du premier trimestre n'ont pas permis aux valeurs de santé de retrouver des couleurs, celles-ci continuant de sous-performer depuis le début d'année (-5,5% contre +9,6% pour l'indice S&P500 en USD).

Les laboratoires pharmaceutiques, malgré une croissance soutenue des ventes (environ 12% a/a contre 9% au 4T25) ont subi une compression des marges liée à des baisses de prix (en contrepartie de l'annulation des droits de douane), à des investissements domestiques accrus (relocalisation de la production) et à une hausse des coûts des intrants (ingrédients et logistique).

Les sociétés d'instruments scientifiques ont bénéficié d'une croissance plutôt robuste (+8% a/a contre 7% au 4T25) mais insuffisante au regard des promesses de réaccélération récemment évoquées par les équipes de direction. Les ventes de consommables restent bien orientées mais les placements de nouveaux équipements sont décevants en Chine (conjuncture atone et préférence aux sociétés locales) et au sein de l'OCDE (budgets réduits pour les universités et instituts de recherche américains et européens), pesant sur le mix-produit et les marges.

Les équipements médicaux n'ont pas mieux résisté, pénalisés par les résultats décevants de grandes entreprises comme Abbott, Boston Scientific, Medtronic et GE HealthCare, qui évoquent notamment une hausse des coûts des intrants (fret, plastiques, puces-mémoires) et une pression sur les prix en Asie (concurrence chinoise accrue).

Au total, les équipes de direction ont majoritairement émis des perspectives prudentes qui ont pesé sur les estimations de BPA 2026 et malgré des valorisations historiquement basses et un profil de croissance toujours crédible, le secteur de la santé ne parvient pas à s'affranchir des incertitudes macroéconomiques et reste délaissé par les investisseurs.



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	15/05/26	J-7	19/03/2026	31/12/25	T-12 mois	J-7	en devise locale		T-12 mois	J-7	en €		
							19/03/2026	31/12/25			19/03/2026	31/12/25	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	7 409	7 399	6 606	6 846	5 917	0,1	12,1	8,2	25,2	1,4	11,0	9,3	20,4
Etats-Unis - Dow Jones	49 526	49 609	46 021	48 063	42 323	-0,2	7,6	3,0	17,0	1,1	6,5	4,1	12,6
Etats-Unis - Nasdaq	26 225	26 247	22 091	23 242	19 112	-0,1	18,7	12,8	37,2	1,2	17,5	13,9	32,0
Japon Nikkei 300	812	806	765	726	591	0,6	6,1	11,8	37,2	0,6	4,8	11,6	21,4
Corée du Sud KOSPI	7 493	7 498	5 763	4 214	2 621	-0,1	30,0	77,8	185,9	-0,9	28,6	72,3	155,4
Chine - Shanghai	4 135	4 180	4 007	3 969	3 381	-1,1	3,2	4,2	22,3	0,1	3,6	8,1	24,7
Hong Kong Hang Seng	25 963	26 394	25 501	25 631	23 453	-1,6	1,8	1,3	10,7	-0,4	0,8	1,7	6,2
Marchés Emergents - MSCI	105 084	106 715	93 185	87 315	72 209	-1,5	12,8	20,4	45,5	-0,3	11,6	21,5	40,0

Sources : Facset, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

SK Telecom et la souveraineté technologique : la troisième voie de l'Intelligence Artificielle (IA) passera-t-elle par Séoul ?

Le danger existentiel du secteur télécoms est connu depuis deux décennies. La bande passante se banalise, les marges s'érodent, et la valeur migre vers les couches applicatives que des tiers construisent. Le tuyau finance l'écosystème de ses propres concurrents. La question posée à chaque opérateur depuis l'avènement du smartphone est identique : comment éviter de devenir la plomberie d'un système que d'autres exploitent ?

Il existe ainsi une fracture marquée dans le secteur. D'un côté, les opérateurs européens et américains qui ont depuis longtemps acté leur statut de purs gestionnaires du réseau, concentrés sur l'efficacité opérationnelle, le dividende et la négociation réglementaire. De l'autre, les grands opérateurs asiatiques continuent de tenter le grand écart : rester ancrés dans leur métier de base tout en pariant sur des couches technologiques adjacentes. SK Telecom, en Corée, pousse cette logique jusqu'à déborder dans la souveraineté industrielle.

À l'échelle mondiale, seuls les États-Unis et la Chine maîtrisent aujourd'hui une pile IA complète. Tous les autres acteurs restent des locataires technologiques, exposés au risque qu'une restriction d'exportation suspende du jour au lendemain leur capacité à entraîner et déployer des modèles. La dépendance s'est transformée en risque stratégique documenté, et SK Telecom ambitionne d'y répondre directement.

Tout commence par le silicium. En avril 2026, SK Telecom formalise un partenariat tripartite avec ARM, qui apporte sa première puce conçue en interne et optimisée pour l'inférence haute densité, et Rebellions, startup coréenne spécialisée dans l'inférence basse consommation. Les puces sont gravées localement par Samsung et la mémoire à très haute bande passante (HBM) est fournie par SK Hynix, filiale du même groupe et leader mondial sur le segment. L'opérateur dispose ainsi de sa propre infrastructure de calcul sans dépendre de la chaîne d'approvisionnement américaine. Le reste de la pile s'inscrit dans la même logique d'intégration verticale. Les puces sont hébergées dans les centres de données de SK Telecom, refroidies par les fluides d'immersion de SK Enmove, premier acteur coréen sur ce marché, et alimentées en énergie par SK Multi Utility sur le site d'Ulsan. L'ensemble de la couche infrastructurelle reste ainsi sous le contrôle du groupe. Enfin sur le logiciel, le AX K1, premier grand modèle de langage entièrement développé par SK Telecom, a été publié en *open source* dans le cadre du « *Sovereign AI Foundation Model Project* ». Il n'est pas conçu comme un concurrent de GPT, mais comme un « *Modèle Maître* » destiné à produire des modèles spécialisés pour les industries domestiques. Du silicium au LLM, la chaîne est complète : un assemblage que seuls les écosystèmes américain et chinois proposent aujourd'hui à l'échelle.

SK Telecom et ses partenaires Coréens ne prétendent pas détrôner Nvidia sur l'entraînement, terrain où l'avance américaine est irréplicable à court terme. **Ils visent à offrir une plateforme prête à l'emploi pour tout État, opérateur ou institution souhaitant faire tourner ses propres modèles hors de l'écosystème américain et/ou chinois.** La Corée fait office de démonstrateur grandeur nature, et les démarches engagées avec Singtel à Singapour et Etisalat aux Émirats en confirment l'ambition exportatrice. C'est un marché qui n'existait pas il y a cinq ans, et qui existe aujourd'hui parce que la concentration autour d'un fournisseur unique et la fragmentation géopolitique ont transformé la dépendance technologique en vulnérabilité stratégique.

Cette séquence fait directement écho au monde que nous décrivons dans nos Perspectives Économiques et Financières, caractérisé par la **régionalisation du monde et la souveraineté technologique érigée en doctrine d'État**. Si le modèle fonctionne, SK Telecom aura agrégé l'infrastructure, la puce et le modèle au sein d'une plateforme exportable, et se sera extraite du risque existentiel qui pèse sur son secteur. Pour l'investisseur, l'enjeu est significatif : l'opérateur coréen changerait alors de catégorie pour rejoindre celle des fournisseurs d'infrastructure critique, avec une revalorisation comparable à celle des acteurs IA.

Les risques restent toutefois réels. La compétition avec les *hyperscalers* américains demeure asymétrique en ressources. La viabilité des puces alternatives à grande échelle reste à démontrer, et la *RebelCard* n'est pas encore commercialisée à la date du partenariat. Le consortium SK Telecom n'est par ailleurs qu'une des quatre équipes encore en lice dans le programme souverain coréen, la captivité de la demande domestique n'est donc pas acquise. Enfin, l'argument de l'autonomie numérique, puissant auprès des gouvernements, ne garantit pas à lui seul un avantage concurrentiel dans le privé.

Ces réserves posées, la thèse conserve sa cohérence. SK Telecom mise sur l'opérationnel et l'intégration verticale rendue possible par son appartenance à l'un des plus grands chaebols de Corée. La question n'est donc peut-être plus de savoir si la troisième voie de l'IA passera par Séoul, mais combien d'acteurs chercheront demain à l'emprunter.

Les informations fournies dans ce document le sont à titre strictement informatif et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation personnalisée ou une sollicitation d'achat ou de vente d'instruments financiers.

Félix Laroche

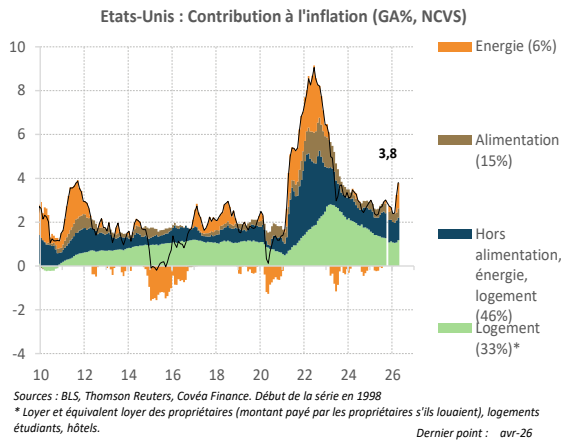
Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les signaux inflationnistes se renforcent »



L'indice des prix à la consommation a enregistré une nouvelle forte progression au mois d'avril (+0,6% en glissement mensuel (GM), après 0,9% en mars), sous l'effet de la poursuite de l'augmentation des prix de l'énergie (+3,8% GM). **Les conséquences du conflit en Iran se matérialisent pour le moment essentiellement dans cette composante, mais les risques de diffusion restent prégnants. En rythme annuel, l'inflation passe de 3,3% à 3,8%, un rythme qui n'avait plus été atteint depuis mai 2023 (voir Réaction économique- L'inflation américaine poursuit son accélération, 13 mai 2026).** Par ailleurs, les prix à la production (indice PPI) ont enregistré un bond significatif en avril (+1,4% GM). **Hors alimentation et énergie la dynamique est également soutenue (+1% GM). La croissance annuelle du PPI atteint ainsi 6%, après 4,3% en mars.** Du point de vue de la Réserve fédérale, ces éléments confirment le renforcement des pressions haussières, ce qui devrait conforter son positionnement actuel en faveur d'une prolongation du statu quo et pourrait conduire le comité de politique monétaire à abandonner son biais accommodant, voire envisager la possibilité d'un resserrement. D'autant plus que l'Etat fédéral pourrait soutenir les ménages à l'approche des élections de mi-mandat. Le Président Donald Trump a en effet évoqué la possibilité de suspendre temporairement la taxe fédérale sur les

carburants (18,4 cents\$ par gallon pour l'essence et 24,4 cents\$ pour le diesel). Une telle mesure nécessitera de passer un projet de loi au Congrès.

En dépit des hausses de prix, les ventes au détail ont plus que résisté en avril avec une progression mensuelle de 0,5% en valeur. Le groupe de contrôle (hors carburants, véhicules, matériaux de construction, restauration), qui sert de base aux estimations du PIB réalisées par le BEA, est également bien orienté (+0,5% GM) et s'affiche en croissance de 5,7% en rythme annuel. Les remboursements d'impôt plus élevés cette année en raison de la réforme fiscale OBBBA (+47 Mds\$ en cumulé au 30 avril par rapport à la même période en 2025) ont probablement permis d'amortir le choc des hausses de prix. L'essentiel de ces versements intervient en mars et avril, ce qui pose la question de la poursuite de cette dynamique des dépenses.

Dans l'industrie, la tendance positive du secteur manufacturier s'est poursuivie en avril (+0,6% GM), soutenue par les véhicules et l'électronique.

La visite de Donald Trump à Pékin a relancé le dialogue avec Xi Jinping mais n'a pas permis d'avancées concrètes sur le conflit en Iran ou sur les désaccords commerciaux et géopolitiques entre les deux pays. Concernant le politique monétaire, Kevin Warsh a été confirmé comme attendu par le Sénat pour prendre la Présidence de la Réserve fédérale.

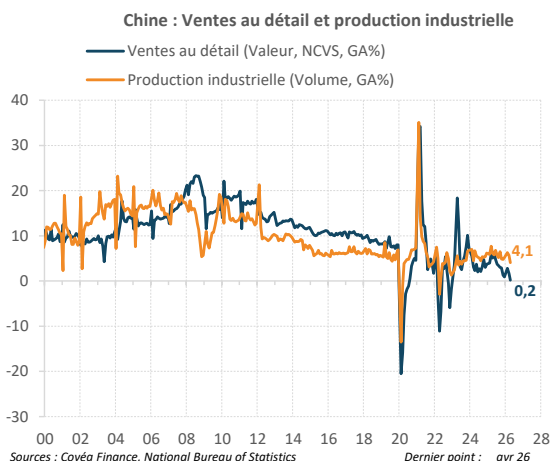
Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Asie

« La Banque du Japon vers une nouvelle hausse de taux »



L'économie chinoise ralentit en avril, pénalisée en partie par la hausse du coût de l'énergie. Les ventes au détail ont nettement ralenti en avril, progressant de seulement 0,2% en glissement annuel (GA), le plus faible niveau depuis décembre 2022. Ainsi, la faiblesse de la demande domestique pourrait continuer de peser sur la croissance économique au deuxième trimestre. La production industrielle est bien orientée, bien qu'en ralentissement (+4,1% GA), tandis que la faiblesse de l'investissement dans l'immobilier reste le principal frein à l'activité.

La Banque du Japon a publié le résumé des opinions exprimées lors de la dernière réunion de son comité de politique monétaire. Il ressort que, si les avis étaient partagés sur la nécessité d'agir immédiatement en réaction à l'accélération des prix, ses membres se sont montrés quasiment unanimes sur le risque que l'inflation augmente davantage ces prochains mois qu'ils le prévoyaient jusqu'alors. La prévision de la banque centrale a d'ailleurs été relevée de 1,9% à 2,8% pour cette année. L'idée d'une accélération du mouvement de relèvement du taux directeur a été exprimée, dans un contexte où les banquiers centraux estiment que les prix du pétrole resteront plus élevés pendant une période prolongée. **Aux yeux des participants, le risque d'inflation semble plus**

important que celui d'une activité réduite par le choc pétrolier. Une hausse de taux lors de la prochaine réunion du comité de politique monétaire (15 et 16 juin) est ainsi plus probable. La faiblesse persistante du yen sur le marché des changes, provisoirement enrayée par les récentes interventions selon M. Kuroda, est un élément supplémentaire qui plaide en faveur d'un prochain durcissement de la politique monétaire japonaise. **Par ailleurs, le gouvernement japonais envisage de nouvelles mesures budgétaires pour faire face à la crise énergétique,** bien qu'aucun montant n'ait été dévoilé. Selon la presse, cette hausse des dépenses sera financée par la dette, ce qui dégradera les finances publiques japonaises.

Le gouvernement indien multiplie les initiatives pour limiter les importations du pays afin d'économiser des devises dans un contexte d'érosion des réserves de change. Après avoir appelé les Indiens à réduire leurs déplacements pour faire baisser la consommation de produits pétroliers, il a annoncé une hausse de 6% à 15% des droits de douane sur les importations d'or et d'argent, toujours pour diminuer globalement les importations.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

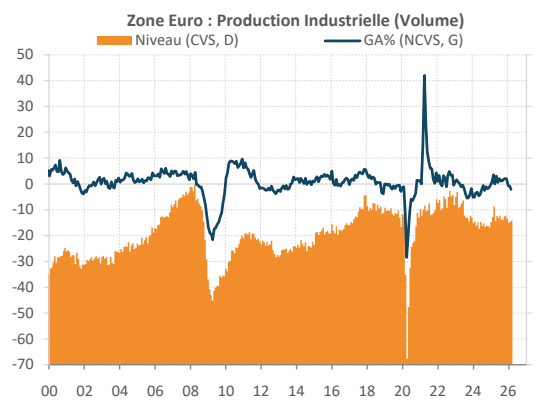
Economiste



Suivi Macroéconomique

Europe

« La conjoncture se complique en zone euro »



Sources : Eurostat, Datastream, Covéo Finance

Dernier point : mars 26

Malgré la bonne tenue des résultats d'enquêtes auprès des entreprises manufacturières, l'activité industrielle flanche dans la zone euro. Bien qu'en progression par rapport au mois précédent, elle s'affichait ainsi en recul de 2,1% sur douze mois en mars. Elle a essentiellement souffert de la chute de la production de biens de consommation durables (-3,1%) et non-durables (-12,6%). Une nouvelle fois, les statistiques de l'Irlande (-19,4% GA) rendent la lecture des chiffres pour l'ensemble de la zone euro difficile. Parmi les grands pays, on note un recul important de l'activité industrielle en Allemagne (-3,0% GA), alors qu'elle se redresse en France (+0,9%), en Italie (+1,5%) et en Espagne (+2,0%).

Eurostat a confirmé le ralentissement de l'activité au premier trimestre, avec un PIB en hausse de 0,1% en séquentiel et de 0,8% par rapport au même trimestre un an plus tôt. Le bureau européen des statistiques a annoncé que **l'emploi a aussi nettement ralenti en début d'année**, avec une progression de 0,1% également des effectifs par rapport au quatrième trimestre 2025 et de 0,5% sur un an.

La communication des banquiers centraux européens évolue progressivement alors

que la sortie de crise au Moyen-Orient reste difficile à entrevoir. Si Luis de Guindos, vice-président en partance du directoire, a une nouvelle fois appelé à mesurer le pour et le contre avant de décider de lutter contre un choc inflationniste jusque-là concentré sur l'énergie, Isabel Schnabel et, surtout, Joachim Nagel (président de la Bundesbank) se sont montrés plus virulents. Ils appellent clairement à une hausse des taux directeurs lors de la prochaine réunion de la BCE (10 et 11 juin). Le président de la Bundesbank considère, dans un entretien accordé au Handelsblatt, que les conditions ne sont plus celles inscrites dans le scénario central présenté en mars, mais qu'elles sont désormais proches des hypothèses du scénario sévère. Dans ce dernier, l'inflation dépasserait 4% dans la zone euro à la fin de l'année, malgré 50 points de base de hausse des taux directeurs (inscrits dans les anticipations de marché au moment de l'élaboration des scénarios), avant de décroître en 2027.

Au Royaume-Uni, les incertitudes politiques persistent. Wes Streeting a démissionné de son poste de ministre de la Santé et a annoncé son intention de se porter candidat à la direction du Parti travailliste, tout comme le maire de Manchester, Andy Burnham. Il s'est également prononcé en faveur d'un retour du Royaume-Uni dans l'Union européenne, dix ans après le référendum sur le Brexit. Au-delà des relations avec l'Union européenne, une éventuelle victoire de l'aile gauche du Parti travailliste pourrait raviver les inquiétudes relatives à la trajectoire budgétaire du pays. Malgré ce contexte politique incertain, qui s'ajoute aux incertitudes internationales, **le Royaume-Uni enregistre une croissance dynamique au premier trimestre.** Le PIB a progressé de 0,6% en glissement trimestriel soutenu principalement par la consommation des ménages, en hausse de 0,9%.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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