

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs
Gestion — Recherche

02 avril 2024

Déclassement

A l'occasion de la publication des données économiques des comptes nationaux pour le 4^{ème} trimestre 2023 en février dernier, le ministre en charge de la politique économique et fiscale du Japon, Yoshitaka Shindo, reconnaissait que la dynamique de son pays n'était « pas bonne ». Et pour cause, près de 10 ans après avoir perdu sa deuxième place dans le classement annuel mondial des plus importants Produit Intérieur Brut (PIB) du monde et s'être vu dépasser par la Chine, le Japon s'est fait « rafler » en 2023 la troisième marche du podium par l'Allemagne.

Derrière ce « déclassement » du pays du soleil levant, nous retrouvons comme facteurs explicatifs la faible dynamique de l'économie japonaise depuis maintenant 3 décennies, la faiblesse du Yen sur 2023 dont la dépréciation de 15% face au dollar américain n'a pas joué en faveur du pays dans les comparatifs internationaux, mais aussi la tendance de fond du déclin démographique de l'archipel nippon, avec en lien direct la faiblesse de ses gains de productivité.

Les chiffres de ce déclin sont spectaculaires. Depuis son pic atteint au début de la décennie 2010 à 128 millions de personnes, la population japonaise a d'ores et déjà reculé de 3 millions d'individus, et la trajectoire s'accélère. Selon les estimations de la division « population » du département des affaires économiques et sociales des Nations Unies, la population japonaise devrait franchir la barre des 100 millions au cours de la décennie 2050, soit une perte de plus 20% de sa population en l'espace de 40 ans. Les tenants de ce déclin sont déjà palpables pour le pays : 1 Japonais sur 10 à plus de 80 ans, 1 sur 3 à plus de 60 ans, le taux de fécondité du pays est proche de 1,3, bien loin du seuil de renouvellement de la population à 2,05. Ce déclin est par ailleurs inéluctable : les femmes issues du second baby-boom de la période 1971-1974 n'étant désormais plus en âge de procréer.

Au-delà du Japon, de nombreux pays développés font aujourd'hui face aux enjeux du vieillissement et du déclin démographique, une situation pouvant mettre en péril leur statut sur la scène économique mondiale. Parmi les 10 premières puissances économiques mondiales, l'Allemagne, l'Italie et la Corée sont particulièrement sensibles à cet enjeu. Dans les 30 prochaines années, l'Allemagne pourrait perdre 6% de sa population, l'Italie 16%, et la Corée du Sud plus de 20%. Des perspectives inédites, qui interrogent sur la soutenabilité de certains grands équilibres économiques et sociaux, que ce soit en termes d'activité ou de financement de la dette par exemple.

Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

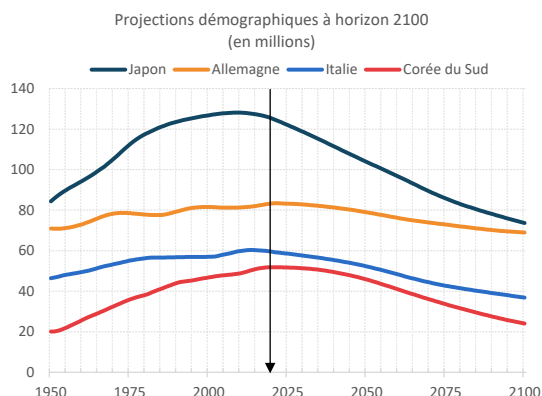
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« De nombreux pays développés font face aux enjeux du déclin démographique... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	29/03/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,079	1,089	1,091	-0,9	-1,1
€ / £	0,855	0,855	0,880	0,0	-2,9
€ / Yen	163,30	162,31	144,70	0,6	12,9
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	87	85	79	2,5	10,4
Indice CRB*	536	536	549	0,1	-2,4
Prix de l'once d'Or	2 217	2 162	1 980	2,6	12,0
Prix de la tonne de cuivre	8 867	9 072	9 001	-2,3	-1,5
Indice Baltic Dry**	1 821	2 374	1 403	-23,3	29,8
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1731	1773	924	-2,4	87,4

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 :

Les rendements de dettes souveraines ont terminé cette semaine écourtée sans tendance nette. Aux Etats-Unis, le taux à 10 ans est stable à 4,20%, tandis que les messages contradictoires de membres de la Réserve Fédérale Américaine (Fed) ont peu impacté l'attente par les marchés d'une première baisse des taux en juin. En Zone euro, le rendement du Bund 10 ans cède 2 points de base (pb) à 2,30%, tandis que celui de l'OAT de même maturité progresse de 1 pb dans le sillage de la révision à la hausse du déficit public de la France à 5,5% du PIB. Le BTP italien 10 ans sous-performe également : son taux affiche une hausse de 4pb, ce qui porte l'écart avec l'Allemagne à 138 pb, après avoir touché un plus bas à 122 pb au début de la semaine précédente. Concernant le marché du crédit, avec un cumul d'émissions s'élevant à 8,3Mds€ sur la semaine, l'activité primaire de la dette d'entreprise a sensiblement ralenti mais, sur le trimestre, les volumes ont progressé de 32% par rapport au premier trimestre 2023.

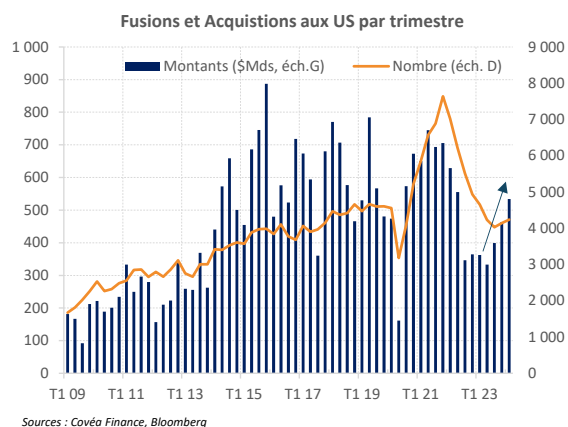
Le Focus de la semaine : La reprise attendue des fusions acquisitions, un moteur de performance des obligations convertibles.

Après 10 années fastes seulement entachées par la crise du Covid en 2020, le marché des fusions-acquisitions s'est fortement dégradé à partir du second semestre 2022 lorsque les banques centrales ont commencé à massivement monter leurs taux directeurs afin de juguler l'inflation. Cela a constitué le principal frein pour les acquéreurs, victimes du durcissement de leurs conditions de financement et, par ailleurs, peu rassurés par le contexte géopolitique global. Au niveau mondial et en Europe, l'année 2023 s'est soldée par une baisse de 20% des montants cumulés des transactions par rapport à 2022, et de respectivement 46% et 54% par rapport à 2021. Le phénomène s'observe également aux Etats-Unis où les volumes cumulés ont baissé de 18% sur l'année et de 44% sur 2 ans.

Alors que les premières baisses des taux directeurs se profilent à terme de part et d'autre de l'Atlantique, l'environnement redevient progressivement favorable aux fusions-acquisitions. Si le rebond d'activité est perceptible aux Etats-Unis, où les volumes de transactions ont progressé d'un trimestre à l'autre de respectivement 20%, 16% et 15% depuis le T3 2023 (cf. graphique), il est encore timide en Europe, mais l'espoir est permis.

Au-delà de leurs moteurs de performance traditionnels que sont les taux, les actions sous-jacentes et la volatilité implicite de leur composante optionnelle, les obligations convertibles peuvent bénéficier de clauses de changement de contrôle lorsque l'émetteur est la cible d'une acquisition. Elles ne figurent pas systématiquement dans les prospectus d'émission mais sont désormais largement répandues. Le « poison put » offre la possibilité au porteur de se faire rembourser l'obligation au pair de manière anticipée, ce qui est avantageux pour les profils obligataires décotés. La clause de « ratchet » prévoit quant à elle une bonification du ratio de conversion (nombre d'actions reçues lorsque le droit de conversion est exercé), ce qui est intéressant pour les profils actions à delta élevé. Dans certains cas, la performance de l'obligation convertible peut être supérieure à la prime d'acquisition proposée sur l'action sous-jacente.

L'analyse des clauses et du caractère de potentielles cibles des émetteurs d'obligations convertibles demeure un élément clé de notre processus d'investissement dans ce contexte de rebond espéré des fusions-acquisitions en Europe.



Charles Lepic

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	28/03/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y			
Taux directeurs														
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	0,00 →	0,00 →	0,00 →	0,50 ↑					
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	3,50	0,00 →	0,00 →	0,00 →	1,00 ↑					
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00	0,00 →	0,00 →	0,00 →	1,00 ↑					
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	4,25	0,00 →	0,00 →	0,00 →	1,00 ↑					
Banque du Japon	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00 →	0,20 ↑	0,20 ↑	0,20 ↑					
Taux 10 ans														
Etats-Unis	4,20	4,27	4,31	3,88	3,56	-7 ↓	-11 ↓	32 ↑	64 ↑	-42 ↓	14 ↓	↓		
Allemagne	2,30	2,41	2,44	2,02	2,33	-11 ↓	-14 ↓	27 ↑	-3 ↓	-55 ↓	16 ↓	↓		
France	2,81	2,85	2,88	2,56	2,83	-4 ↓	-7 ↓	25 ↑	-2 ↓	-2 ↓	47 ↓	↓		
Italie	3,68	3,68	3,70	3,70	4,15	1 ↑	-2 ↓	-2 ↓	-47 ↓	25 ↓	56 ↓	↓		
Royaume-Uni	3,93	4,00	4,10	3,54	3,46	-6 ↓	-17 ↓	40 ↑	48 ↑	-23 ↓	49 ↓	↓		
Japon	0,71	0,74	0,79	0,61	0,32	-3 ↓	-8 ↓	10 ↑	39 ↑	52 ↓	107 ↓	↓		
Crédit														
Indice Itraxx Main	54,2	53,5	53,2	58,1	95,5	0,7 ↑	1,0 ↑	-3,9 ↓	-41,3 ↓					
Indice Itraxx Crossover	297,0	289,9	304,1	309,9	486,6	7,2 ↑	-7,0 ↓	-12,8 ↓	-189,6 ↓					

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

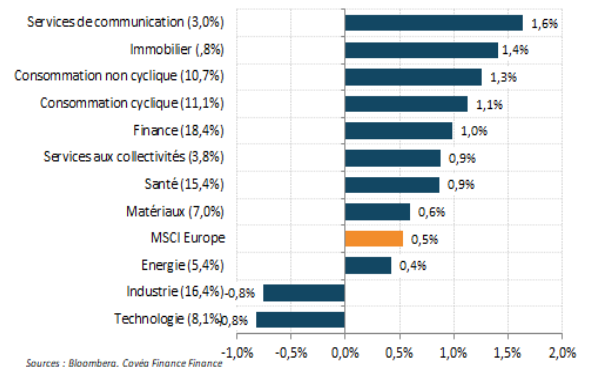
L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché actions européens (Indice MSCI Europe dividendes non réinvestis) s'est affiché en légère hausse (+0,5%), clôturant un cinquième mois consécutif de performance positive.

Concernant les performances sectorielles, le secteur des services de communication, en retard de performance depuis le début de l'année, s'est démarqué à la hausse. La montée de l'Etat espagnol au capital de Telefonica a contribué à la hausse du titre, et plus généralement à celle du secteur. Le secteur de la consommation discrétionnaire (+1,1%) a été aidé par la hausse du cours du distributeur britannique de chaussures de sport JD Sports (+22,6%) dont les objectifs sur l'année en cours ont rassuré les investisseurs, malgré l'environnement incertain sur la consommation. JD Sports vise notamment une croissance à magasins comparables positive en 2024, avec des ouvertures de magasins qui vont se poursuivre. De la même manière, le distributeur de vêtements H&M a bénéficié d'une bonne publication trimestrielle sur ses marges et la baisse de ses stocks.

L'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap (+1,6%) a affiché une meilleure performance que les indices de grandes valeurs. Le compartiment affiche cependant une forte sous performance en 2024, continuant sur la même tendance que 2023. Ce segment de la cote reste pénalisé par l'aversion au risque des investisseurs. L'indice local suédois s'est affiché en baisse de -6% en devise locale. Les valeurs de biens d'équipement Atlas Copco et Alfa Laval ont reculé, marquées par des prises de profit sur le secteur.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 22/03/2024 au 28/03/2024 (GICS)



Le Focus de la semaine : La diffusion de l'innovation au sein de l'industrie : le jumeau numérique de l'usine.

L'automatisation des chaînes de production fait partie des changements structurels que nous déclinons au sein de nos Perspectives Economiques et Financières. Nous privilégions donc les sociétés qui permettent notamment de moderniser, robotiser et automatiser les flux dans les usines. Plus précisément, le jumeau numérique permet la simulation virtuelle d'un processus de production. Grâce à ses capacités de modélisation, il prend en compte de multiples paramètres tel que l'utilisation de capacités, les modalités de conception du produit ou les conditions environnementales. L'impact d'un changement de scénario devient alors prédictible sur toute l'usine ou, mieux encore, sur toute une chaîne de production à l'échelle mondiale. Ainsi, le jumeau numérique optimise en permanence la performance de l'outil de production et la qualité du produit. Cette technologie permet aussi d'éviter des coûteuses pannes de production en prédisant à quel moment une maintenance préventive sera nécessaire. De plus, l'usine connectée à son jumeau numérique simule le réel et n'a désormais plus besoin de ressources physiques pour effectuer ses tests. Ceci permet d'économiser du temps de développement, d'optimiser la prise de décision et au final génère des gains de productivité importants. Le constructeur automobile Renault estime par exemple que ses usines virtuelles permettront de réaliser une réduction de 60% du délai de livraison des véhicules et de baisser de 50% l'empreinte carbone de la fabrication de ses véhicules, contribuant à l'objectif de neutralité carbone 2025 pour les usines les plus avancées du groupe.

Dans la même logique, Siemens a établi en 2022 un partenariat avec le fabricant de puces Nvidia afin d'accroître la technologie des jumeaux numériques pilotés par l'intelligence artificielle. La diffusion de l'innovation en intelligence artificielle permet de générer, recueillir et agréger de grandes quantités de données sur les processus de production. La collaboration a été encore approfondie en 2024 afin de l'appliquer à la visualisation photoréaliste de l'usine pilotée en temps réel.

Enfin, le jumeau numérique accélère la décarbonation de l'industrie qui représente près de 20% des émissions de gaz à effet de serre en France. La prise en compte de tous les indicateurs par le jumeau numérique permet d'évaluer la quantité de déchets ou de gaz toxiques générés par les processus de production et donc se concentrer sur leur réduction ; l'usine acquiert aussi une meilleure maîtrise de sa consommation énergétique.

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	28/03/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	
MSCI EMU	168	164	164	153	145	2,2	2,2	10,0	16,0	
MSCI EMU Mid Cap	1 032	997	997	966	944	3,5	3,5	6,8	9,4	
MSCI EMU Small Cap	430	421	421	426	398	2,1	2,1	1,1	8,3	
MSCI Europe	172	169	169	161	151	1,5	1,5	7,0	13,6	
France CAC 40	8 206	8 164	8 164	7 543	7 187	0,5	0,5	8,8	14,2	
Allemagne DAX 30	7 293	7 074	7 074	6 629	6 248	3,1	3,1	10,0	16,7	
Italie MIB	34 750	33 940	33 940	30 352	26 739	2,4	2,4	14,5	30,0	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 953	7 727	7 727	7 733	7 564	2,9	2,9	2,8	5,1	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 305	9 038	9 038	8 920	8 590	3,0	3,0	4,3	8,3	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie :

Les performances sont disparates en Asie. L'Australie et l'Inde affichent les meilleures performances sur la semaine. L'Australie a en effet profité du rebond du prix des métaux et de l'énergie, tandis que l'Inde revient sur ses plus hauts avec le retour notamment d'acheteurs étrangers sur la période récente. A l'inverse, le Japon affiche la moins bonne performance, le pays « digérant » des récents plus hauts en lien avec un yen faible, une sortie de politique de taux négatifs et toujours des signaux positifs d'amélioration de la gouvernance des entreprises. Nous noterons dans la zone, et notamment en Chine, la volonté de soutien plus fort à l'immobilier. Enfin, le Japon et les États-Unis discutent de moyens de renforcer leur coopération militaire notamment via des opérations jointes dans un contexte de tensions croissantes dans la région.

Aux États-Unis :

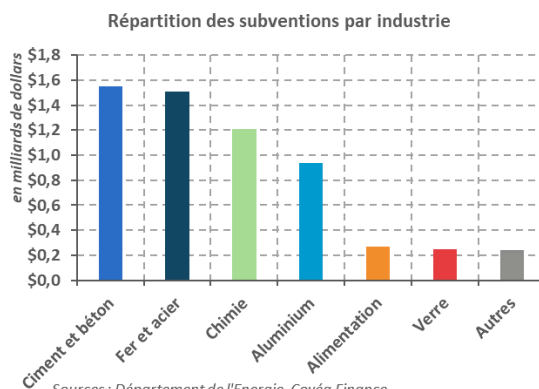
En amont du long week-end Pascal et dans des volumes réduits, l'indice S&P500 a clôturé la semaine en hausse, enregistrant un nouveau plus haut historique le 27 mars. Cette semaine toutefois, l'appétit pour le risque des investisseurs s'est plutôt porté vers les valeurs de petites et moyennes capitalisations. Parmi les nouvelles transverses, notons qu'à Baltimore (\$80 Mds par an de marchandises en transit), la destruction d'un pont ferroviaire par un cargo à la dérive va fragiliser les chaînes d'approvisionnement des grands constructeurs automobiles (General Motors, BMW et Volkswagen notamment) ainsi que les exportations de charbon.

Le Focus de la semaine : Les États-Unis financent la décarbonation industrielle

Le Département de l'Energie vient de dévoiler le nom des entreprises retenues dans le cadre d'un programme de subvention de \$6 Mds (financé par la loi bipartisanne sur les infrastructures et « l'Inflation Reduction Act ») visant à réduire les émissions de CO₂ de l'industrie manufacturière (24% des émissions totales du pays). Promesse de campagne du Président Biden, ce programme finance le verdissement de 33 sites industriels et devrait permettre une réduction de 14 Mlns de tonnes d'émissions annuelles de CO₂ (l'équivalent des émissions de 3 Mlns de véhicules thermiques). Outre la création de milliers d'emplois qualifiés, le développement de nouvelles technologies de décarbonation (hydrogène, recyclage, ...) et le renforcement de la compétitivité à l'international du secteur, cette initiative vise l'atteinte des objectifs de réduction de 50% des émissions de CO₂ en 2030 et de « Net-Zero » en 2050.

Parmi les principales attributions, on note \$575 Mlns destinés à verdir deux aciéries de Cleveland-Cliffs, \$500 Mlns pour la construction d'une nouvelle fonderie d'aluminium de Century Alu (la première depuis 45 ans aux États Unis), \$375 Mlns pour un nouveau site de recyclage du plastique d'Eastman Chemical, ou encore \$330 Mlns pour une usine d'éthylène d'Exxon Mobil. Quelques entreprises étrangères implantées aux États-Unis bénéficient également de subventions importantes, à l'image de SSAB AB (\$500 Mlns pour la première aciérie mondiale 100% alimentée en hydrogène) ou Heidelberg (\$500 Mlns pour un projet de décarbonation du ciment).

En somme, ce programme présente un double intérêt, à savoir une réduction des émissions de CO₂ dans un secteur difficile à décarboner, et une création de valeur sur le territoire national en aidant les entreprises à adapter leurs modèles aux enjeux écologiques. Les développements autour de « l'Inflation Reduction Act » continuent donc de se matérialiser, mais la multiplication des projets dans un contexte de tensions sur le marché du travail laisse craindre une inflation durable, scénario central de nos Perspectives Economiques et Financières.



Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	28/03/24	J-7	15/03/2024	29/12/23	T-12 mois	en devise locale			sur 12 mois		en €		
						J-7	15/03/2024	29/12/23		J-7	15/03/2024	29/12/23	
Etats-Unis - S&P500	5 254	5 234	5 117	4 770	4 051	0,4 ↑	2,7 ↑	10,2 ↑	29,7 ↑	0,6 ↑	3,6 ↑	12,7 ↑	31,1 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	39 807	39 476	38 715	37 690	32 859	0,8 ↑	2,8 ↑	5,6 ↑	21,1 ↑	1,0 ↑	3,8 ↑	8,1 ↑	22,4 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	16 379	16 429	15 973	15 011	12 013	-0,3 ↓	2,5 ↑	9,1 ↑	36,3 ↑	-0,1 ↓	3,5 ↑	11,6 ↑	37,8 ↑
Japon Nikkei 300	592	570	573	500	415	3,7 ↑	3,2 ↑	18,3 ↑	42,6 ↑	4,0 ↑	2,6 ↑	12,8 ↑	26,4 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 642	2 749	2 667	2 614	2 453	-3,9 ↓	-0,9 ↓	1,1 ↑	7,7 ↑	-4,2 ↓	-1,5 ↓	-0,7 ↓	4,3 ↑
Chine - Shanghai	3 011	3 048	3 055	2 975	3 261	-1,2 ↓	-1,4 ↓	1,2 ↑	-7,7 ↓	-1,0 ↓	-0,9 ↓	1,9 ↑	-11,2 ↓
Hong Kong Hang Seng	16 541	16 499	16 721	17 047	20 309	0,3 ↑	-1,1 ↓	-3,0 ↓	-18,6 ↓	0,4 ↑	-0,2 ↓	-0,9 ↓	-17,4 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 040	1 039	1 035	1 024	986	0,1 ↑	0,5 ↑	1,6 ↑	5,5 ↑	0,3 ↑	1,5 ↑	4,0 ↑	6,7 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Secteur des jeux vidéo : transformation et défis

En 2022, le marché mondial des jeux vidéo a généré des revenus de 182,8 milliards de dollars, enregistrant une croissance annuelle moyenne de 10,2 % au cours des dix dernières années. Depuis 2019, le rythme de croissance s'est ralenti, pour finalement s'établir à seulement 1,5 % en 2022. Ce ralentissement est dû à plusieurs facteurs, notamment des retards dans la conception en raison de la pandémie de COVID-19, une complexité accrue des contenus, des perturbations dans la chaîne d'approvisionnement mondiale affectant les ventes de consoles, ainsi que les répercussions de l'inflation et de l'augmentation des taux d'intérêt sur les dépenses des consommateurs.

Le segment des jeux vidéo mobiles est celui qui a le plus contribué à la croissance historique du secteur, avec une croissance annuelle moyenne de 20,1 %. En 2022, ces jeux représentaient 50 % du marché, contre 23 % en 2013. La croissance a été plus modérée pour les jeux sur console (+6,4 %) et les jeux sur PC (+3,3 %).

En analysant de plus près la composition des revenus du secteur, plusieurs éléments structurels attirent l'attention :

- La part des logiciels de jeux vidéo dématérialisés a augmenté par rapport aux logiciels physiques. En 2013, les ventes en format numérique représentaient 54 % des revenus du secteur, alors qu'en 2022, leur part est passée à plus de 94 %. Plus précisément, 72 % de toutes les ventes mondiales de jeux sur console et 98 % de toutes les ventes de jeux sur PC en 2022 étaient sous forme dématérialisée. Ce virage vers le numérique a été rendu possible grâce à la pénétration du Cloud dans le secteur.
- Les contenus téléchargeables additionnels sont devenus la principale composante des revenus logiciels. Par exemple, ils représentaient près de 50 % des revenus en France et aux États-Unis en 2022. Ces contenus, qui sont une extension d'un jeu vidéo que les joueurs peuvent télécharger gratuitement ou non, visent à enrichir l'expérience de jeu. L'objectif principal est d'engager davantage les joueurs et d'allonger la durée de monétisation. Il peut s'agir d'équipements de jeu complémentaires (une épée, une voiture, etc.) que les joueurs peuvent acheter, ou de mises à jour visant à améliorer l'expérience de jeu (corriger des bugs, rendre le jeu plus complexe, ajouter de nouvelles fonctionnalités, etc.).

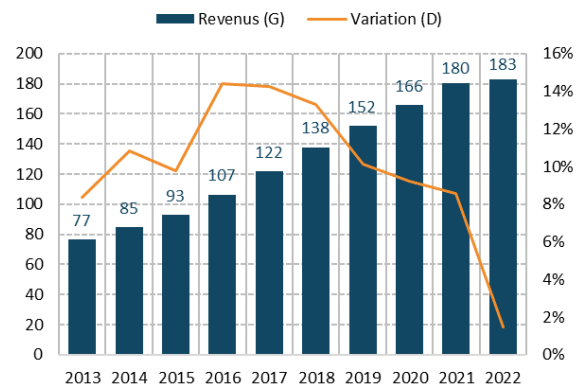
Cette évolution a eu un impact sur deux métiers qui interviennent principalement dans la création d'un jeu vidéo : les développeurs et les éditeurs. Les développeurs, souvent des studios, prototypent et créent le jeu sur la base d'un cahier des charges prédéfini. Les éditeurs, quant à eux, pilotent le processus de conception (création de besoin, suivi des livrables, maîtrise des coûts) et de mise sur le marché (marketing, distribution, commercialisation). Le risque financier lié au succès du jeu auprès du public est porté par les éditeurs.

La numérisation offre de nombreux avantages aux éditeurs de jeux. Elle permet une plus grande disponibilité du catalogue avec une couverture géographique étendue. Les jeux sous forme dématérialisée peuvent rester disponibles plus longtemps et être téléchargés à tout moment, 24 heures sur 24, 7 jours sur 7. De facto, cela permet d'allonger la durée de vie des jeux et d'en améliorer la monétisation. La numérisation améliore les marges des éditeurs de jeux (réduction des coûts de fabrication et de gestion des stocks, diminution du nombre d'intermédiaires). De plus, le piratage du contenu est plus complexe pour les jeux virtuels comparés aux jeux physiques.

Cependant, l'effet de la numérisation remet en question la chaîne de valeur des éditeurs. La digitalisation a simplifié le processus de commercialisation en supprimant des contraintes liées à la gestion des stocks, à la logistique, aux partenariats avec les distributeurs physiques. Ainsi, certains développeurs, disposant d'une structure financière solide, ont intégré le métier de l'édition pour leurs propres jeux en ligne. Si cette tendance se renforçait, cela pourrait limiter à terme l'accès des éditeurs à un contenu de qualité à un coût acceptable.

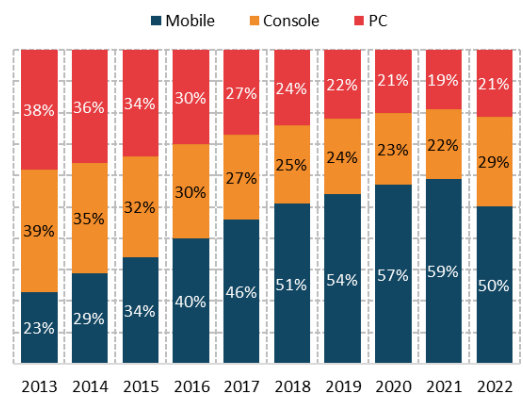
Conscients que cette évolution pourrait impacter leur chaîne de valeur, plusieurs éditeurs (par exemple, Nacon et Focus Entertainment) ont adopté une stratégie de croissance externe par l'acquisition de studios. Même si cette stratégie d'intégration verticale apporte des bénéfices (rationalisation des coûts, développement des spécialisations pour chacun des studios, amélioration des marges), elle soulève des interrogations sur la fragilité des financements, surtout pour les petits acteurs. En effet, les investissements de croissance externe s'ajoutent aux investissements récurrents importants liés au développement du contenu.

Revenus globaux du secteur des jeux vidéo (Md\$)



Sources: Statista, Newzoo, Covéa Finance.

Répartition du secteur des jeux vidéo



Sources: Statista, Newzoo, Covéa Finance.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier

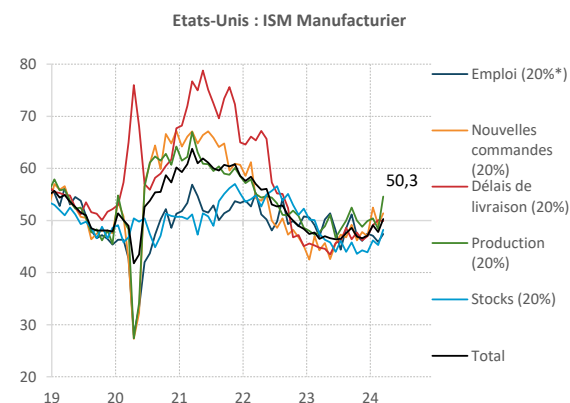


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les banquiers centraux prônent la patience »

Le Gouverneur de la Réserve fédérale Christopher Waller, membre influent du comité de politique monétaire (FOMC), est intervenu une nouvelle fois cette semaine pour prôner la patience quant à la normalisation de la politique monétaire. Il estime toujours qu'il n'y a aucune urgence à baisser le taux directeur et juge que les données récentes "indiquent qu'il est prudent de maintenir le taux à son niveau restrictif actuel, peut-être plus longtemps que prévu, afin d'aider à maintenir l'inflation sur une trajectoire durable vers 2 %". Selon lui, il « convient de réduire le nombre total de baisses de taux ou de les repousser à plus tard en réponse aux données récentes ». M. Waller envisage toujours un assouplissement cette année, mais sur la base de ces déclarations, il pourrait se situer parmi les participants du FOMC qui prévoient moins de 3 baisses de 25 bp cette année.



Source : ISM, Covéa Finance. Population interrogée : ISM Manufacturier 300 entreprises, ISM Services 375 entreprises. * Poids dans l'indice total. Dernier point : mars 24

Les données d'activité ont été mitigées cette semaine. Dans l'industrie, la dynamique des commandes de biens durables reste dégradée. L'estimation préliminaire de février fait part d'un rebond modeste (+1,4%), après la chute enregistrée en janvier (-6,9%), imputable à l'aviation. Hors équipement de transport, les commandes progressent de 0,5%, après -0,3% en janvier. En rythme annuel, les commandes de biens intensifs en capital hors défense et aviation, qui approchent l'investissement productif des entreprises, restent atones (+0,5%). **En revanche l'indicateur d'enquête ISM manufacturier s'est redressé en mars** à 50,3 points (47,8 en février) et décrit une croissance de l'activité pour la première fois depuis octobre 2022 (un niveau inférieur à 50 indique une contraction de l'activité). La composition de l'enquête est favorable, avec des progrès des sous-composantes nouvelles commandes (51,4), production (54,6) et emploi (47,4).

Du côté des ménages, les dépenses de consommation en volume ont progressé de 0,4% en glissement mensuel en février, tirées par les achats de véhicules (+3,8%) et de services (+0,6%). Pour maintenir ce rythme de consommation, et avec un revenu disponible réel en léger recul sur le mois (-0,1%), les ménages ont diminué leur taux d'épargne qui passe de 4,1% à 3,6% du revenu disponible. Les prix des dépenses personnelles de consommation s'affichent en croissance annuelle de 2,5%, après 2,4% en janvier, tandis que la croissance annuelle de l'indice sous-jacent (hors alimentation et énergie) fléchit légèrement à 2,8%.

La confiance du Conference Board est restée stable en mars, sur un niveau globalement inchangé depuis un an. On note toutefois une dichotomie entre une situation présente en amélioration et des perspectives à six mois qui se dégradent. L'enquête fait part de tensions toujours prégnantes sur le marché du travail : l'indicateur *labor differential*, qui est le solde entre les personnes qui estiment que l'emploi est abondant et ceux qui estiment qu'il est difficile de trouver un emploi, s'établit à 32,2%, au plus haut depuis juillet dernier, ce qui pourrait contribuer au maintien des pressions salariales et donc inflationnistes.

L'indice des S&P Case Schiller, qui mesure l'évolution des prix immobiliers dans les 20 plus grandes villes américaines, a enregistré une hausse modeste de 0,1% en décembre, après 0,3% en novembre. Les prix ont progressé dans 13 des 20 villes considérées, avec en tête San Diego (+1,4%), tandis qu'à l'autre bout du spectre Denver recule de 0,5%. En rythme annuel, la croissance des prix accélère à 6,6%.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ISM Manuf.	Indice	mars-24	50,3	47,8	53,5	47,1
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	mars-24	55,8	52,5	64,8	46,6
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	mars-24	51,4	49,2	51,6	46,0
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	mars-24	49,9	50,1	57,3	46,0
Dépenses de construction	Vol, CVS, GA%	févr.-24	14,2	17,1	9,0	19,8
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	févr.-24	662	664	637	667
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	mars-24	104,7	104,8	104,5	105,4
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	févr.-24	1,7	2,1	-6,0	4,2
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	févr.-24	2,4	2,0	2,5	2,2

* Du 25/03/2024 au 01/04/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Un accident impliquant un cargo a entraîné l'effondrement d'un pont à l'entrée du port de Baltimore ce qui devrait conduire à un arrêt partiel de l'activité pour plusieurs mois. Le port de Baltimore est un point d'entrée important sur le marché américain pour certains biens : les voitures, le matériel agricole, les grues ou encore le sucre. C'est aussi la deuxième plaque tournante des États-Unis pour l'exportation de charbon destiné à être vendu à l'étranger. Toutefois, en termes de tonnage, il s'agit du 17^{ème} port américain. Avec un total de 37,4 millions de tonnes y transitant, le port de Baltimore ne représentait en 2021 que 1,6% du tonnage total des ports américains.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

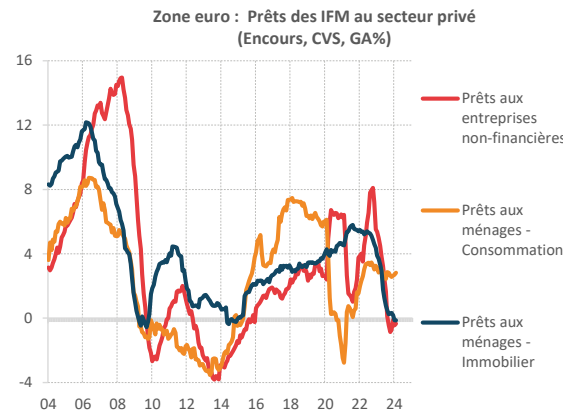


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'activité se stabilise en zone euro »

Les dépôts à vue des entreprises non-financières et des ménages de la zone euro ont encore fortement diminué en février (respectivement -16,3Mds€ et -18,6Mds€ par rapport à janvier). Mais, une nouvelle fois, ce mouvement a été en grande partie compensé par le report vers d'autres formes de dépôts, et plus particulièrement vers les dépôts à terme de moins de deux ans (+7,5Mds€ pour les entreprises et +40,3Mds€ pour les ménages). Le flux net mensuel de prêts aux ménages a atteint 4,9Mds€ en février, avec des progressions tant des concours à la consommation que des crédits immobiliers. Les prêts aux entreprises ont enregistré un flux net mensuel de +5,9Mds€, avec des progressions des concours à moins d'un an et à plus de 5 ans, mais une contraction des crédits à moyen terme.



Source : Covéo Finance, BCE

Dernier point févr 24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
ZE	Prêts aux Entreprises	Vol, CVS, GA%	févr.-24	0,4	0,2	6,4	0,5
AL	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	févr.-24	-2,7	-1,2	-0,5	-3,2
FR	Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	févr.-24	-0,8	-1,2	-2,6	-1,6
ES	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	févr.-24	2,4	-0,3	0,9	3,0

* Du 25/03/2024 au 31/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

L'indice de sentiment économique de la zone euro, calculé par la Commission européenne, a rebondi en mars, après deux mois de baisse. A 96,3, il reste toutefois inférieur tant à sa moyenne depuis 2000 (100 par construction) et au niveau du mois de décembre dernier. Il n'empêche que, comme les PMI, il confirme que le pire est sans doute passé d'un point de vue conjoncturel, même s'il n'annonce pas encore d'accélération significative de l'activité. L'indicateur de climat de l'emploi a aussi légèrement progressé, annulant sa modeste baisse de février. Parmi les grands pays, on notera un redressement des indices de l'Allemagne (mais il reste extrêmement bas), de la France et de l'Italie, alors qu'une légère dégradation intervient en Espagne, mais toujours au-dessus de sa moyenne de longue période. A l'exception de la construction, dont le solde des réponses est en baisse pour le troisième mois consécutif, on note une amélioration dans tous les grands secteurs passé en revue. Par ailleurs, les perspectives de prix de vente progressent dans l'industrie, mais -tout en restant positives- elles diminuent un peu dans les services, la distribution de détail et la construction. Les ménages envisagent une inflation moins forte ces prochains mois.

Dans un entretien accordé à un site financier grec, Yannis Stourmaras, gouverneur de la Banque centrale de Grèce a répété qu'un consensus est en construction au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE pour une première baisse des taux directeurs européens lors de la réunion de juin, si les prévisions (de poursuite de la baisse de l'inflation) sont confirmées... Il a également affirmé que la BCE n'a aucune raison d'attendre que la Réserve fédérale baisse ses taux pour la suivre, alors que les causes de l'inflation sont différentes de part et d'autre de l'Atlantique. De son côté, Piero Cipollone (membre du directoire de la BCE depuis le 1er novembre dernier) plaide, dans son premier discours sur la politique monétaire, pour une détente plus rapide sans se

préoccuper outre-mesure de l'évolution des salaires à court terme. Il estime même qu'une vive augmentation de la rémunération des salariés est, au moins dans un premier temps, nécessaire pour que la stabilisation de la conjoncture se transforme en reprise de l'activité économique.

Le déficit des administrations publiques de la France a atteint 5,5% du PIB en 2023, alors que le gouvernement ambitionnait de le limiter à 4,9% (après 4,8% en 2022). Les dépenses et les recettes ont ralenti. Surtout, elles ont progressé moins que l'inflation (+2,0% pour les recettes -vs +7,4% en 2022- et +3,7% pour les dépenses, après +4,0% en 2022). Il en résulte que leur poids dans le PIB a reculé, à respectivement 51,9% et 57,3%, pour un taux de prélèvement obligatoire revenu à 43,5%, plus bas depuis 2011. Par ailleurs, malgré un déficit plus important qu'attendu, le ratio de dette a diminué, à 110,6% du PIB contre 111,9 en 2022.

Jean-Louis Mourier

Economiste

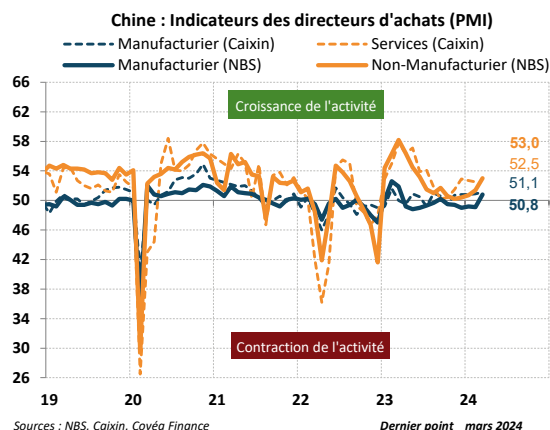


Suivi Macroéconomique

Asie

« Le redressement des PMI reste insuffisant pour rassurer sur l'activité chinoise »

En Chine, l'enquête PMI du Bureau national des statistiques rapporte une nette amélioration de l'activité. Dans le secteur manufacturier, l'indice PMI atteint 50,8 en mars, après 49,1 en février. Il indique donc désormais une expansion de l'activité après 5 mois de contraction, et cette amélioration s'est généralisée à toutes les sous-composantes de l'indice. L'activité a également progressé dans les services (PMI à 52,4 après 51 en février) et dans la construction (PMI à 56,2 après 53,5 en février). **Néanmoins, ces données favorables restent insuffisantes pour conclure à un redressement de l'activité chinoise,** notamment parce qu'elles reflètent probablement en partie des effets de base séquentiels en lien avec les congés du nouvel an chinois qui, en 2024, sont intervenus en février.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Taux de chômage	févr.-24	2,6	2,4	2,6	2,6
	Ventes au détail	févr.-24	4,6	2,1	2,6	5,6
CH	Prod. Industrielle	févr.-24	-6,3	-3,1	0,0	-1,4
	PMI Manufacturier	mars-24	50,8	49,1	49,1	49,9

*Du 25/03/2024 au 31/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Sur le front des tensions commerciales, les autorités chinoises ont déposé une plainte auprès de l'OMC ciblant l'« Inflation Reduction Act ». Elles accusent cette loi américaine d'être discriminante, de fausser la concurrence et de violer les règles de l'OMC. La plainte vise en particulier le crédit d'impôt allant jusqu'à 7 500 \$ à l'achat de véhicules électriques dont peuvent bénéficier les consommateurs américains. Cette aide est en effet conditionnée à l'absence, dans les batteries des véhicules, de composants provenant d'« entités étrangères préoccupantes », ce qui concerne notamment la Chine, la Russie, l'Iran et la Corée du Nord. A partir de 2025, cette restriction sera également étendue à l'origine des minerais utilisés pour les batteries. En décembre 2022, la Chine avait déjà déposé une plainte contre les restrictions américaines sur le commerce de semi-conducteurs. Cependant, il est peu probable que ces plaintes aboutissent à des décisions contraignantes, dans la mesure où l'organe d'appel de l'OMC demeure paralysé par le blocage des nominations de nouveaux juges par les États-Unis.

Au Japon, l'industrie reste mal orientée. La production industrielle japonaise a baissé de 0,1% en glissement mensuel en février, après la très forte baisse déjà enregistrée en janvier (-6,7%) en lien avec le tremblement de terre ayant affecté la péninsule de Noto et les fermetures des usines automobiles Daihatsu après la révélation de la falsification de tests de sécurité. **L'enquête Tankan de mars rapporte également une détérioration du climat des affaires pour les entreprises manufacturières** (particulièrement marquée dans l'automobile), après trois trimestres d'amélioration, alors que la tendance reste favorable pour les entreprises non-manufacturières. Néanmoins, les perspectives d'investissement en capital productif restent solides, à +3,3% pour l'année fiscale 2024 après déjà 3,9% en 2023 (soit les deux progressions les plus fortes enregistrées sur les 40 dernières années).

Côté consommation, les ventes au détail japonaises affichent une progression solide de 1,5% en février en glissement mensuel (0,2% en janvier), probablement soutenues par le tourisme durant la période du nouvel an chinois.

Enfin, les autorités japonaises « n'excluent pas de prendre des mesures contre tout mouvement excessif » du Yen. Malgré le mouvement de normalisation significative annoncé par la Banque du Japon le 19 mars, le Yen a poursuivi son déclin et a même atteint brièvement un plus bas niveau en 34 ans, frôlant les 152 yens pour un dollar. Les autorités japonaises sont déjà intervenues sur le marché des changes en septembre et octobre 2022 pour tenter d'endiguer le déclin de la devise. Officiellement, les autorités ne ciblent pas un niveau de taux de change en particulier mais cherchent plutôt à limiter des variations trop rapides, jugées déstabilisantes pour l'économie.

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.