



# THÉMATIQUE ÉTATS-UNIS ET DOLLAR AMÉRICAIN

Analyses et perspectives de la stratégie  
d'investissement de Société Générale Private Banking

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel. Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce dossier proviennent de Bloomberg et Macrobond le 24/11/2022.

# SOMMAIRE

---

**États-Unis : un atterrissage atypique – page 3**

**Situation économique aux États-Unis – page 4**

**Des marchés financiers attractifs – page 7**

# ÉTATS-UNIS : UN ATERRISSAGE ATYPIQUE

---

Au-delà d'être la première économie mondiale, **les États-Unis apparaissent comme une des économies les plus performantes** en termes de PIB (produit intérieur brut) et de PIB par habitant sur la période post-crise 2008.

Cette surperformance, combinée à un soutien de politique budgétaire et monétaire massif, a permis à l'économie américaine de rebondir rapidement après la crise du Covid. **La nature inédite de cette crise et la rapidité du rebond qui a suivi ont provoqué certaines perturbations et irrégularités qui tardent à se normaliser, dont un des marqueurs principaux reste l'envolée de l'inflation.**

Aujourd'hui, **une normalisation des politiques économiques est en cours, laissant anticiper un ralentissement de l'activité.** Les perturbations et irrégularités qui restent présentes en cette sortie de crise rendent pour autant cet atterrissage compliqué à tenir, avec le risque de provoquer une récession.

Au-delà de ces tendances cycliques, les déséquilibres structurels qui caractérisent les États-Unis ont continué à s'accroître ces dernières années : inégalités et déficits externes notamment. Cela pourrait fragiliser l'économie en cas de récession plus marquée. Pour autant, **les bilans financiers des entreprises et des ménages nous paraissent suffisamment solides pour limiter les risques d'une crise majeure et nous font rester structurellement positifs sur l'économie américaine et donc sur ses marchés financiers.**



# SITUATION ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS

## L'économie américaine devrait ralentir de manière contrôlée

L'économie américaine a connu **une forte reprise à la suite de la crise du Covid-19**, permise notamment par un policy-mix – politique monétaire et budgétaire - très expansionniste. Après une forte chute, le PIB a retrouvé son niveau d'avant crise au bout d'un an et l'emploi au bout de 2 ans. Le taux de chômage se situe aujourd'hui à son plus bas niveau historique.

**Certaines perturbations et irrégularités persistent dans la période post-Covid.** Les soutiens budgétaires particulièrement généreux pour les entreprises et les ménages ont dopé leurs revenus durant la phase aiguë du Covid. Par conséquent, **l'épargne des ménages a augmenté significativement** (de l'ordre de 12% du PIB) et la demande s'est **focalisée** sur la consommation de biens. **Ce surcroît de demande de biens, qui est une des sources de l'inflation actuelle, continue d'être visible.** L'autre perturbation forte post-Covid est **la déstabilisation du marché du travail américain.** Contrairement à l'Europe, les entreprises américaines ont massivement licencié pendant le Covid, pour réembaucher très rapidement ensuite, causant **une pression à la hausse sur les salaires.**

**Après cette forte reprise, l'économie américaine est en train de ralentir, le consensus s'attendant à une expansion de seulement 0,4% en 2023, après 2% en 2022.** Ce ralentissement est provoqué à la fois par le **niveau élevé de l'inflation**, qui pèse sur le pouvoir d'achat des ménages, mais surtout par la **mise en place de politiques économiques plus restrictives**, qui pèsent sur les ménages et les entreprises et à terme, sur le marché du travail. **La consommation devrait en conséquence nettement ralentir.**

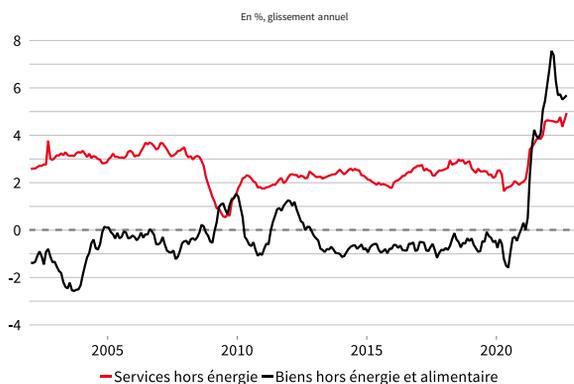
Cependant, le surplus d'épargne toujours important ainsi que la dégradation progressive du marché du travail devraient permettre un **atterrissage contrôlé de la consommation.** **Du côté de l'investissement**, le resserrement marqué des conditions financières continuerait de peser sur l'investissement immobilier et freinerait l'investissement des entreprises.

## L'inflation américaine devrait ralentir progressivement

La rapidité de la reprise économique s'est aussi accompagnée par **une forte poussée de l'inflation, jusqu'à 9% en juin 2022**, inédite depuis 40 ans. Initialement causée par les tensions sur les prix des biens, renforcée par la hausse globale des prix de matières premières, l'inflation s'est ensuite diffusée au secteur des services. Les pressions salariales importantes ont soutenu la diffusion de l'inflation, en moyenne, **les salaires nominaux aux États-Unis ont augmenté de 6% en 2022.**

Les pressions inflationnistes devraient diminuer au cours des prochains mois, grâce à une stabilisation des prix de l'énergie prévue en 2023 et à une détente des prix des biens de consommation durables. **Nous considérons que l'inflation diminuera vers la cible de 2% de la Réserve fédérale (Fed) en 2024 seulement.**

Etats-Unis: Inflation sous-jacente\*



Sources: SGPB, Macrobond, BEA 09/2022

\* L'inflation sous-jacente mesure le niveau de la hausse générale des prix hors éléments les plus volatils (énergie, alimentaire).

# SITUATION ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS

## Attente d'un policy-mix restrictif pour 2023

### La Réserve fédérale reste vigilante

**La Réserve fédérale a opéré un virage très restrictif depuis le début de l'année 2022** en augmentant le taux Fed Funds\* de 400 points de base et les marchés anticipent un resserrement supplémentaire de 100 points dans les mois à venir. Elle a également commencé à réduire la taille de son bilan (60 mds de dollars de Treasuries (obligations de l'Etat américain) et 35 mds de dollars de MBS (titres adossés à des créances hypothécaires) par mois).

**Le cycle actuel est atypique.** Malgré la vitesse de l'ajustement monétaire, les effets sur le ralentissement de l'économie ne sont pas aussi marqués que lors de précédents ressernements. Les ménages sont moins endettés et le sont très peu à taux variables, impliquant une tolérance plus forte à la remontée des taux d'intérêt. L'investissement immobilier est plus faible en part de PIB par rapport aux crises précédentes et il n'y a pas de cycle de surinvestissement des entreprises.

La Fed souhaite revenir vers **la cible de 2% pour l'inflation sous-jacente** et ce, quelles que soient les conséquences sur l'activité et l'emploi. Par sa politique et sa communication, la Fed vise à maintenir des taux réels positifs pour toutes les maturités, y compris celles à très court terme. **Nous anticipons pour la suite que la Fed poursuive son cycle de hausse de taux, pour finir à 5% (fourchette haute) au cours du premier trimestre 2023.** Ensuite, compte tenu de nos anticipations de baisse de l'inflation sous-jacente vers 3% en fin d'année, **la Fed pourrait procéder à un premier assouplissement en baissant ses taux, fin 2023/ début 2024.** Ce cycle de baisse de taux serait très progressif, la Fed visant à cet horizon un taux directeur qui se maintiendrait au-dessus de l'inflation.

## La politique budgétaire se normalise

**Le gouvernement américain a fortement soutenu l'économie lors de la crise du Covid-19**, avec des mesures totalisant près de 27% du PIB entre 2020 et 2021.

**La politique budgétaire s'est rapidement ajustée dès 2022**, comme en témoigne le rapide ajustement du solde budgétaire de l'État. En effet, le déficit du budget fédéral est passé de 18% du PIB à 5% du PIB en moins d'un an.

**La politique budgétaire devrait rester restrictive pour les prochaines années.** Le gouvernement Biden a réussi à adopter plusieurs plans budgétaires dont **l'Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA, plan pour l'investissement dans les infrastructures et les emplois)** et le **Inflation Reduction Act (IRA, plan de réduction de l'inflation)**, qui prévoient à la fois des hausses de dépenses d'investissement mais également une hausse de la fiscalité des entreprises. Le **IIJA** intègre notamment **550 mds de dollars de nouvelles dépenses sur 10 ans en infrastructures**, financées par de la dette, alors que l'**IRA intègre 433 mds de dollars de dépenses pour la transition énergétique**, intégralement financées par la hausse de la fiscalité des entreprises et des ménages à hauts revenus. **Cependant, la victoire des Républicains à la chambre basse du Congrès américain lors des élections de mi-mandat rend peu probable de nouvelles mesures majeures dans les deux années à venir.**



\* Le taux Fed Funds est le taux auquel les banques aux Etats-Unis prêtent, au jour le jour, leurs excédents de réserves obligatoires auprès de la Réserve fédérale à d'autres banques sur le marché monétaire domestique américain.

# SITUATION ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS

## La situation financière des entreprises et des ménages est saine et solide

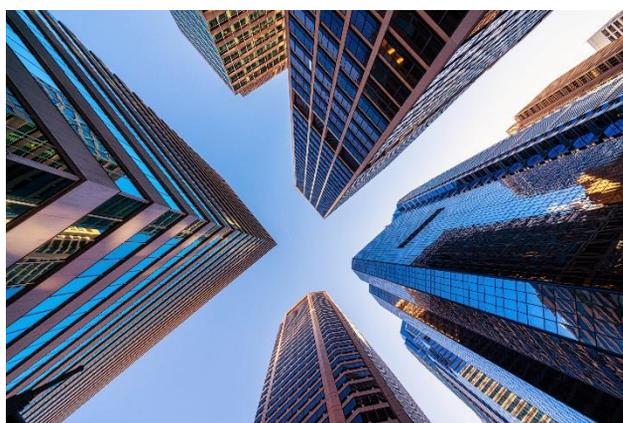
Les ménages abordent cette période de **ralentissement** marqué et de resserrement des conditions financières avec, au global, **une bonne situation financière**. Cette solidité, permettant la résistance de la consommation est expliquée par plusieurs facteurs :

- **La dette des ménages a significativement diminué depuis la crise financière de 2008**, notamment grâce à la baisse de la dette immobilière.
- **L'endettement immobilier des ménages est dorénavant principalement à taux fixe** (près de 90% de la dette immobilière). Une grande partie des ménages a profité des taux bas de 2020-2021 pour négocier ou renégocier un crédit immobilier pour une maturité moyenne longue (entre 20 et 30 ans). Par conséquent, la forte remontée des taux de la Fed et des taux de crédit immobilier a un effet moins important sur la charge de la dette des ménages que par le passé.
- **Le home equity credit** (crédit garanti par la valeur de l'immobilier) **est presque marginal**. La probabilité que les ménages se trouvent en difficulté de paiement en cas de baisse marquée des prix de l'immobilier est faible.
- **Le surplus d'épargne reste très significatif** (2300 mds USD\* fin 2021) et est estimé actuellement à 1700 mds de dollars (7% du PIB).
- **La croissance des salaires nominaux reste forte** et au-dessus des taux d'intérêts.

**Au total, cette solidité du bilan des ménages devrait permettre à l'économie américaine d'éviter un ralentissement trop marqué. Elle continue d'offrir aux ménages une capacité de résistance en cas de nouveau choc.**

Les entreprises abordent cette phase du cycle avec **des bilans plus solides** que par le passé, ce qui devrait aussi limiter l'impact du resserrement sur la solvabilité des entreprises. En effet :

- **Les profits ont fortement progressé en 2022**, bénéficiant de la forte croissance nominale\*\* et de la forte croissance de la demande interne. Le taux de marge est, en outre, resté globalement stable.
- **Les entreprises disposent toujours de liquidités importantes** par rapport à leur niveau d'endettement.
- **Les plans de soutien passés et la politique de relocalisation** seront favorables dans certains secteurs, notamment les **semi-conducteurs, la production d'énergie renouvelable et certains secteurs industriels**.
- **Un secteur immobilier moins important que par le passé**. Depuis la crise de 2008 « dite crise Lehman », l'investissement résidentiel a significativement diminué pour se situer à 3,5% de PIB contre 7% avant cette crise. De ce fait, la forte contraction de l'investissement immobilier résultant de la hausse de taux de la Fed a moins de conséquences sur l'économie.



\* USD désigne le dollar américain.

\*\* La croissance nominale est en prix courants, sans correction en fonction de l'inflation.

# DES MARCHÉS FINANCIERS ATTRACTIFS

## Les actifs américains sont incontournables dans une allocation internationale diversifiée.

Les valeurs américaines représentent au moins 60% des principaux indices internationaux actions, obligations souveraines et obligations d'entreprises. De ce fait, avoir une position neutre sur les principaux indices internationaux signifie avoir une exposition large au marché américain.

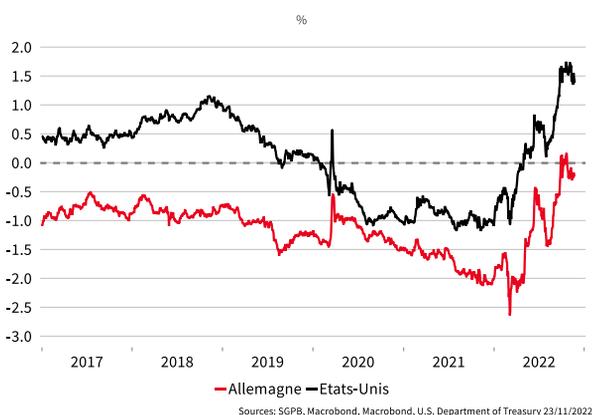
**Une attractivité cyclique relative.** Si les perspectives pour les États-Unis sont moins favorables pour l'année à venir, elles restent positives en relatif aux autres places financières. En effet, si la croissance américaine devrait ralentir significativement, l'activité économique en Europe est attendue en récession avec une inflation également élevée. De même, les pays émergents connaîtraient une croissance modeste, toujours aux prises avec les difficultés de la reprise chinoise. Par ailleurs, les risques politiques et énergétiques aux États-Unis resteront moins prégnants que pour les autres économies, du fait de l'éloignement géographique du conflit russo-ukrainien et de leur indépendance énergétique. Concernant le contexte spécifique des tensions géopolitiques avec la Chine, l'économie et les marchés financiers américains apparaissent moins vulnérables à un éventuel renforcement des sanctions commerciales.

**Côté actions,** si le S&P500 sous-performe actuellement de façon quasi inédite les indices européens, cette sous-performance reflète principalement le poids des valeurs dites « de croissance\* » (avec le secteur IT représentant 25% de l'indice), qui sont significativement plus sensibles au niveau des taux réels. Néanmoins, si on regarde les indices dits « de valeur\*\* », l'indice américain surperforme l'indice européen sur plusieurs années. Ceci reflète une économie américaine qui reste plus dynamique que l'économie européenne en tendance ainsi que le fait que certains secteurs y sont moins réglementés.

**Des taux plus élevés.** Les taux d'intérêt réels sont aujourd'hui positifs aux États-Unis et supérieurs à ceux d'Europe. Cet écart entre les taux réels est d'ailleurs une des explications de la force du dollar contre les principales devises développées. Cela rend le marché obligataire américain plus attractif en termes de rendements.

**Le dollar devrait rester fort.** Le dollar s'est significativement apprécié contre les principales devises depuis le début de l'année : 5% contre le CHF (franc suisse), 10% contre l'EUR (euro), 12% contre le CNY (yuan chinois), 15% contre le GBP (livre sterling) et 22% contre le JPY (yen japonais). Différents facteurs ont soutenu le dollar : écart des taux d'intérêts, crise énergétique/politique activant le rôle de valeur refuge du dollar, hausse des prix de l'énergie augmentant la demande de dollar. Si nous considérons qu'une bonne partie de l'ajustement a été déjà faite et que le mouvement des taux d'intérêt est aussi largement derrière nous, les autres facteurs restent d'actualité, ce qui devrait maintenir le dollar à un niveau élevé.

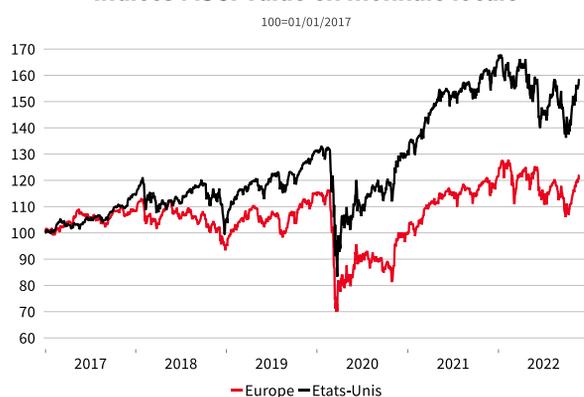
Taux souverains réels à 10 ans



\* Les actions de croissance sont les actions des sociétés qui ont le potentiel pour surpasser le marché global à long terme en raison de leur potentiel futur.

\*\* Les actions de valeur sont les actions des sociétés qui se négocient actuellement en dessous de leur valeur réelle et qui pourront fournir donc un rendement supérieur.

Indices MSCI Value en monnaie locale \*\*



# AVERTISSEMENTS

Le présent document, de nature publicitaire, n'a pas de valeur contractuelle. Son contenu n'est pas destiné à fournir un service d'investissement, il ne constitue ni un conseil en investissement ou une recommandation personnalisée sur un produit financier, ni un conseil ou une recommandation personnalisée en assurance, ni une sollicitation d'aucune sorte, ni un conseil juridique, comptable ou fiscal de la part de Société Générale Private Banking France.

Les informations contenues sont données à titre indicatif, peuvent être modifiées sans préavis, et visent à communiquer des éléments pouvant être utiles à une prise de décision. Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances futures. Société Générale Private Banking France ne s'engage ni à actualiser ni à modifier cette publication, qui peut devenir obsolète postérieurement à sa remise.

Avant toute souscription d'un service d'investissement, d'un produit financier ou d'un produit d'assurance, l'investisseur potentiel (i) doit prendre connaissance de l'ensemble des informations contenues dans la documentation détaillée du service ou produit envisagé (prospectus, règlement, statuts, document intitulé « informations clés pour l'investisseur », Term sheet, notice d'information, conditions contractuelles, ...), notamment celles liées aux risques associés; et (ii) consulter ses conseils juridiques et fiscaux pour apprécier les conséquences juridiques et le traitement fiscal du produit ou service envisagé. Il est rappelé que *la souscription* d'un service d'investissement, d'un produit financier ou d'un produit d'assurance *peut avoir des conséquences fiscales et Société Générale Private Banking France ne fournit pas de conseil fiscal*. Son banquier privé est également à sa disposition pour lui fournir de plus amples informations, déterminer avec lui s'il est éligible au produit ou service envisagé qui peut être soumis à des conditions, et s'il répond à ses besoins. En conséquence, Société Générale Private Banking France ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise par un investisseur sur la base des seules informations contenues dans ce document.

Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser. Les scénarios présentés sont des estimations de performances futures, fondées sur des informations passées sur la manière dont la valeur d'un investissement varie et/ou sur les conditions de marché actuelles, et ne sont pas des indications exactes. Le rendement obtenu par des investisseurs sera amené à varier en fonction des performances du marché et de la durée de conservation de l'investissement par l'investisseur. Les performances futures peuvent être soumises à l'impôt, lequel dépend de la situation personnelle de chaque investisseur et est susceptible de changer à l'avenir.

Pour une définition et description des risques plus complète, veuillez vous référer au prospectus du produit ou, le cas échéant, aux autres documents réglementaires (si applicable) avant toute décision d'investissement.

Dans le cas où ce document serait consulté par un non-résident fiscal français, il sera de sa responsabilité de s'assurer avec ses conseils juridiques et fiscaux, qu'il respecte les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée. Cette publication n'est en aucune manière destinée à être diffusée aux Etats-Unis, ni à un résident fiscal américain, ni à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale.

Ce document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut être communiqué ni porté à la connaissance de tiers, ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de Société Générale Private Banking France.

Le groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, Société Générale Private Banking France a mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts permettant de gérer et prévenir les conflits d'intérêts.

Pour plus de détails, les clients de Société Générale Private Banking France peuvent se reporter à la politique de gestion des conflits d'intérêts disponible sur simple demande auprès de leur banquier privé.

Société Générale Private Banking France a également mis en place une politique de traitement des réclamations formulées par ses clients, disponible sur simple demande auprès de leur banquier privé ou sur le site Internet de Société Générale Private Banking France.

Le présent document est émis par Société Générale, banque française autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, sise 4 Place de Budapest, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE ») et enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493, orias.fr. Société Générale est une société anonyme française au capital de de 1 062 354 722,50 € au 18 juillet 2022, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.com/](http://www.privatebanking.societegenerale.com/).

Société Générale Private Banking est attentive à la protection de vos données personnelles et traite les informations qui lui sont confiées conformément à la réglementation en vigueur.

Si vous êtes déjà client de Société Générale Private Banking France, vous pouvez vous référer à la politique de protection des données personnelles disponible sur le site internet Société Générale Private Banking à cette adresse : <https://www.privatebanking.societegenerale.com/fr/protection-donnees-personnelles/>.

Si vous n'êtes pas client de Société Générale Private Banking France, ces informations peuvent être traitées à des fins de prospection commerciale, dans le cadre de la réalisation d'animations et de communications commerciales. Elles pourront être conservées pour une durée de 5 ans à compter de leur collecte ou du dernier contact que vous avez eu avec Société Générale Private Banking France.

À tout moment, vous disposez d'un droit d'accès, de rectification, de limitation du traitement et d'effacement de vos données. Vous pouvez également vous opposer à tout moment et sans frais, à ce que vos données soient utilisées à des fins de prospection commerciale. Pour exercer ces droits, merci de contacter notre Délégué à la Protection des Données:

-par courrier électronique : [protectiondesdonnees@societegenerale.fr](mailto:protectiondesdonnees@societegenerale.fr)  
-via la rubrique « contactez-nous » du site Société Générale Private Banking.

En cas de litige, vous pouvez déposer une réclamation auprès de la Commission Nationale de l'Informatique et des Libertés (CNIL), autorité de contrôle en charge du respect des obligations en matière de données à caractère personnel.

Si vous ne souhaitez plus être contacté par e-mail, merci de vous rendre sur notre page Règlement Général sur la Protection des Données.

## SOCIÉTÉ GÉNÉRALE PRIVATE BANKING FRANCE

EST LA LIGNE MÉTIER DE L'ACTIVITÉ DE BANQUE PRIVÉE DE SOCIÉTÉ GÉNÉRALE S.A, AGISSANT SOUS LA MARQUE « SOCIÉTÉ GÉNÉRALE PRIVATE BANKING ».

29 BOULEVARD HAUSSMANN

75009 PARIS - FRANCE

TÉL. 01 53 43 87 00

FAX. 01 53 43 87 97

[WWW.PRIVATEBANKING.SOCIETEGENERALE.FR](http://WWW.PRIVATEBANKING.SOCIETEGENERALE.FR)

## SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

SOCIÉTÉ ANONYME AU CAPITAL 1 062 354 722,50 EUROS AU 18/07/2022

IMMATRICULÉE AU R.C.S. DE PARIS

SOUS LE NUMÉRO UNIQUE D'IDENTIFICATION 552 120 222

SIÈGE SOCIAL 29 BOULEVARD HAUSSMANN 75009 PARIS