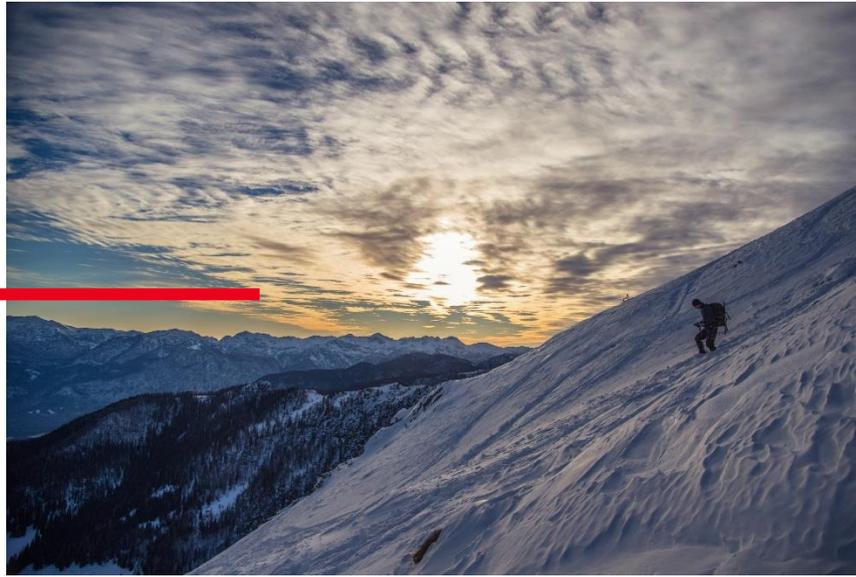


CIO VIEWS

Perspectives macro-économique 2024 : tour d'horizon des défis qui attendent l'économie mondiale et les marchés.



Des surprises en surprises, quelles perspectives pour 2024.

L'année 2023 nous a livré son lot de surprises. La récession américaine tant attendue a laissé place à une économie robuste et rayonnante d'une insolente santé. La Chine dont on attendait un rebond de sortie de crise aura en revanche manqué de dynamisme et l'Europe a finalement fait preuve d'une résilience étonnante en dépit des multiples défis auxquels elle était confrontée. C'est bien le marché de l'emploi qui offre les meilleures nouvelles en 2023 avec une nette décade du chômage dans les pays développés desserrant en partie l'étau budgétaire pour les États. Pivot des politiques monétaires, année d'élections, risques géopolitiques, désinflation, 2024 s'annonce avec son lot d'incertitudes mais offre également des opportunités attrayantes. Les tendances sont positives et il faut savoir les exploiter.

Une croissance américaine robuste, contre toute attente

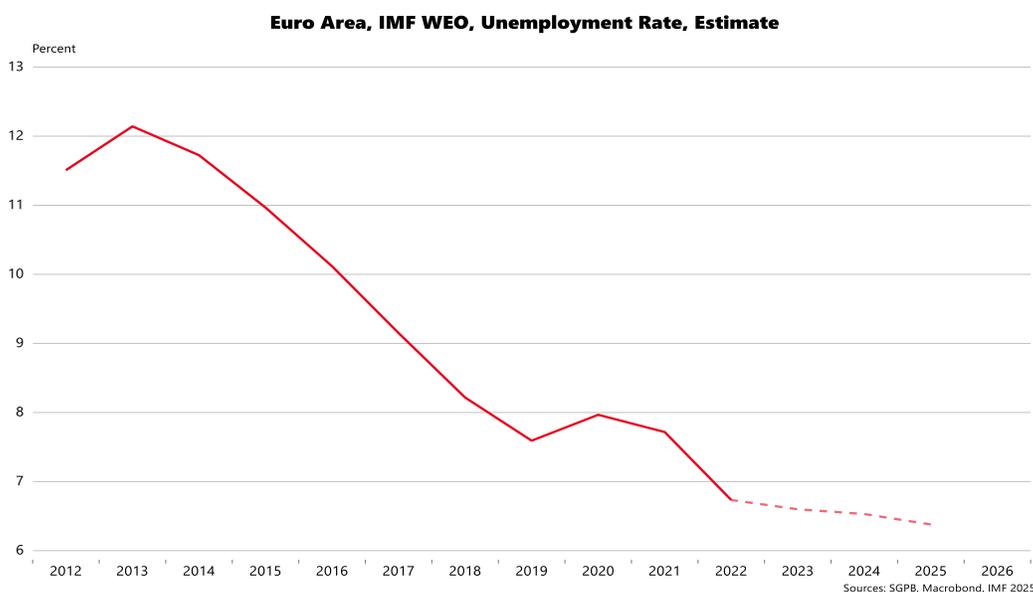
L'administration Biden peut se réjouir de la bonne tenue de la croissance en 2023. Au dernier trimestre, l'économie américaine enregistre une croissance de 3,3% après un niveau insolent de 5% atteint au trimestre précédent et ce alors que près de 80% des économistes prévoyaient une récession en 2023, en début d'année. La croissance a bénéficié d'un fort stimulus fiscal avec la combinaison de grands programmes d'infrastructure : l'IRA (Inflation Reduction Act) et le CHIPS and Science Act. Pour 2024, le solde budgétaire ne pourra pas contribuer à un niveau similaire mais gageons qu'il est improbable de voir les États-Unis engager un important effort de consolidation budgétaire en année électorale.

Le reflux de l'inflation a également permis aux ménages américains d'entrer dans une phase d'expansion des salaires réels. Un environnement beaucoup plus favorable pour les ménages qui avaient vu leur pouvoir d'achat amputé par le pic d'inflation en 2022. L'indice de confiance des consommateurs a ainsi fortement rebondi et permis une nette accélération de la consommation des ménages. L'épargne excédentaire accumulée pendant la crise sanitaire a été salutaire permettant de soutenir la consommation.

En Europe, en revanche, la croissance économique marque le pas en 2023, mais, là où historiquement les pays cœurs tirent leur épingle du jeu c'est dorénavant dans le sud de l'Europe que la croissance est la plus forte. L'inflation et le chômage y ont plus fortement reculé ce qui a permis de soutenir la dynamique de demande intérieure. Le reflux de l'inflation et les réserves d'épargne devraient constituer d'importants soutiens pour l'activité économique du vieux continent. La résilience démontrée ces dernières années devrait encore être de mise en 2024 mais la nécessaire consolidation budgétaire des états va freiner la croissance.

Un marché du travail au beau fixe

Le marché du travail continue sur une dynamique favorable et le taux de chômage atteint des niveaux historiquement bas aux États-Unis à 3,7% de la population active. Le taux de participation des salariés au marché du travail reste toutefois en retrait d'un point de pourcentage par rapport au niveau de mars 2020 ce qui peut constituer un réservoir de main d'œuvre pour les mois qui viennent. En Europe, la situation s'est également largement améliorée avec un taux de chômage de 6,4% contre 8,4% à l'été 2020 avec un taux de participation bien plus élevé. On mesure bien le chemin parcouru avec une division par deux du taux de chômage en dix ans. Au-delà du violent choc d'inflation c'est bien la bonne santé du marché du travail qui est le principal marqueur de cette décennie dans les pays développés. Alors que les tensions sur le marché du travail sont bien présentes aux États-Unis avec un niveau encore élevé de postes vacants, le fort rebond de la productivité du travail permet de compenser l'effet des pressions salariales sur les coûts des entreprises et dessine un chemin de croissance vertueux.



Source: Societe Generale Private Wealth Management, Macrobond, février 2024
Past performances are not a reliable indication of future performances.

Un cycle avancé de désinflation ouvrant la voie à une détente de politique monétaire

De part et d'autre de l'Atlantique le cycle de désinflation est bien avancé. Si les banquiers centraux se gardent bien de crier victoire trop tôt, force est de constater que la plus grande partie du chemin a été parcourue. En Europe, l'indice Euro HICP (Harmonized Consumer price Index) a atteint 2,8% en janvier dernier contre un pic de 10,6% atteint en octobre 2022 soit un peu plus de 90% du chemin vers l'objectif de 2%. Aux États-Unis, le niveau d'inflation a atteint 3,4% pour le CPI (Consumer Price Index) alors que l'indicateur le Core PCE (Consumer Price expenditure Price Index) – la mesure préférée de la banque centrale américaine (Fed) – a atteint 2,6% confirmant la bonne orientation de l'inflation. D'autres mesures de l'inflation suivent la même décrue. En particulier, on devrait observer une forte baisse de la composante loyers « Shelters » de l'inflation américaine au cours des prochains mois. Celle-ci explique à elle seule les deux tiers de l'inflation publiée aux États Unis alors que les indices de prix des loyers mesurés par les agences immobilières ont eux, déjà, largement chuté depuis plus d'un an.

Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement qui avaient alimenté les hausses de prix pendant la crise sanitaire ont essentiellement disparu. Certes, les attaques sur les navires de transport de marchandises en Mer Rouge obligent les navires à emprunter des routes plus longues et plus coûteuses, mais ces hausses de prix sont sans commune mesure avec les tensions connues lors de la crise sanitaire. Christine Lagarde, présidente de la banque centrale Européenne, indiquait d'ailleurs lors de sa dernière allocution que ces coûts de transport ne représentent que 1,5% du prix des produits finis. A l'inverse, les prix à la production (PPI) sont aujourd'hui en baisse importante, de l'ordre de 10% en zone Europe. Cette décreue est à mettre au profit de la fin de la crise énergétique et de la fin de la période de restockage. Le prix des produits manufacturés est logiquement appelé à reculer dans les prochains mois, ce qui pèsera mécaniquement sur l'inflation totale. Les prix dans les services restent cependant dynamiques et le risque d'une boucle prix salaire est aujourd'hui la principale préoccupation de nos grands argentiers.

Politique monétaire : changement de cap en vue

Le cycle de resserrement de la politique monétaire a été particulièrement rapide et prononcé. Il n'aura fallu que 18 mois à la Fed pour augmenter ses taux directeurs de 525 points de base et un peu plus d'un an à la BCE pour atteindre le niveau de 4%, venant de taux d'intérêts négatifs. Par nature, la politique de taux d'intérêt ne produit ses effets qu'après un certain temps. L'effet retard est d'autant plus important que les agents sont endettés à taux fixe. A court terme, on peut même observer un effet contraire. L'épargne disponible et la trésorerie des entreprises bénéficient en effet d'une meilleure rémunération alors que le coût de l'endettement à taux fixe reste inchangé. Le taux d'intérêt apparent payé par les grandes entreprises américaines a ainsi baissé en 2023. De la même manière les ménages ont vu leur charge financière nette diminuer en 2022 et les niveaux élevés d'épargne excédentaire accumulés pendant la crise sanitaire ont renforcé le phénomène. Mais tel un supertanker, lancé à pleine vitesse, qui met plus de 10km à s'arrêter, le changement de cap de la politique monétaire ne montrera ses effets que bien plus tard. Cette inertie fait peser un aléa important sur la politique monétaire et les banques centrales vont devoir baisser fortement leurs taux pour éviter la récession.

Déception sur la dynamique de croissance en Chine

Au sein des émergents, c'est la croissance chinoise qui a déçu en 2023. Les espoirs de forte reprise avec la fin des mesures de confinement ont été largement touchés par une crise immobilière profonde qui pèse sur la consommation. Le solde budgétaire ne contribue plus autant que par le passé et les flux d'investissements directs étrangers se sont largement retournés. Le dosage des mesures de soutien à l'économie est délicat car il faut éviter de réitérer les excès du passé et permettre à l'économie chinoise d'engager une période de désendettement. Si les indices de surprise économique se sont rétablis récemment, le Momentum économique reste fragile comparé à la dynamique historique. La faible dynamique de consommation et les excès de capacités pèsent sur les prix à tel point que la Chine est entrée en déflation l'été dernier (baisse du niveau général des prix).

Les autres économies émergentes affichent une dynamique bien plus forte. Les banques centrales ont réagi plus rapidement que dans les pays développés, permettant d'afficher de meilleurs résultats sur l'inflation notamment au Brésil, en Inde ou en Indonésie. La dynamique de consommation et d'investissement y est bien plus favorable.

Des tensions géopolitiques toujours plus grandes

Les tensions géopolitiques restent très présentes en 2024. Le niveau d'incertitude politique est d'ailleurs renforcé par un calendrier électoral très fourni. Cette année, on estime en effet que 50% de la population mondiale sera appelée aux urnes dans plus de 60 pays. Les tensions géopolitiques et commerciales risquent de rester très présentes. Alors que les conflits s'étendent, les recours à la voie militaire et aux confrontations commerciales se multiplient, laissant peu de place à la diplomatie et au droit international. Cet environnement anxiogène risque de persister au moins pour un temps, dans l'attente d'un nouvel équilibre plus collaboratif ou plus coercitif. Cette nouvelle donne renforce la tendance vers une plus grande autonomie des zones économiques et la réintégration des circuits d'approvisionnement avec une tendance à la relocalisation.

Quelles stratégies adopter ?

Les rendements obligataires ont commencé à refluer fin 2023 après l'annonce du pivot de la politique monétaire par Jérôme Powell, le président de la Fed. La première baisse de taux devrait intervenir au printemps et, en l'absence de choc sur la croissance, une baisse régulière pourrait s'engager. Si le calendrier exact reste incertain, la direction ne fait pas de doute. En zone Euro, la décrue plus rapide de l'inflation et la faiblesse de la croissance pourraient accélérer le calendrier. Les rendements sont aujourd'hui attractifs avec des rendements réels (après inflation) positifs et il est opportun d'allonger les maturités pour cristalliser les taux sur ces niveaux attractifs.

Le changement de cap de la politique devrait bénéficier aux marchés actions offrant un support de valorisation et des flux de réallocation vers la classe d'actifs. Les marchés américains tirent parti d'une dynamique bénéficiaire robuste avec un Momentum économique important et une source de croissance endogène au travers de la forte exposition au secteur de la technologie. A ce titre, et malgré le parcours boursier déjà impressionnant nous continuons de privilégier la thématique de l'IA. Nous sommes également optimistes sur les actions européennes avec une préférence pour les valeurs de croissance dans les secteurs de la consommation mais aussi parmi les belles sociétés industrielles. Le secteur de l'immobilier, qui a largement souffert de la période de choc inflationniste, pourrait également se distinguer dans un scénario de baisse accélérée des taux d'intérêts. Le Japon semble en passe de sortir par le haut de deux décennies perdues. Le rebond de la croissance de la productivité, la croissance de l'emploi des femmes et la sortie de la déflation sont autant d'arguments qui permettent d'envisager des jours meilleurs pour les actions japonaises. En revanche, nous restons prudents sur les pays émergents compte tenu des incertitudes sur la croissance en Chine. En dehors des classes d'actifs traditionnelles, nous souhaitons favoriser au sein des actifs réels les fonds de Private Equity de secondaire afin de capter d'importantes décotes. Nous favoriserions le segment de la dette privée qui offre des niveaux de rendements attractifs combinés à des niveaux de sureté réelles améliorés de sûretés réelles améliorés. S'il est important de garder le cap, rester investi et fidèle à sa stratégie d'investissement est nécessaire en 2024. Flexibilité et sélectivité dans l'allocation seront les maîtres mots de cette année.

Les étonnements de 2023 laisseront place aux surprises de 2024. Face à ces incertitudes, les consommateurs apparaissent mieux armés, bénéficiant d'un marché du travail dynamique et d'un recul de l'inflation salvateur. Les marchés actions devraient cette année encore tirer leur épingle du jeu et les marchés de taux offrent des perspectives de performance confortable. La flexibilité devra rester de mise pour s'adapter au mieux à un environnement incertain et changeant afin de tirer parti des surprises de 2024.

- **David Seban-Jeantet** – Chief Investment Officer SGPWM & Société Générale Private Banking Europe

Avertissement

Société Générale Private Banking (“SGPB”) est la ligne métier du groupe Société Générale dédiée à la gestion de fortune, opérant à travers son siège au sein de Société Générale S.A. et son réseau (départements ou entités juridiques distinctes (succursales ou filiales)) localisé sur les territoires mentionnés ci-après, agissant sous la marque “Société Générale Private Banking”, et distributeurs du présent document.

Avertissement d’ordre général

Le présent document promotionnel, sujet à modification, est communiqué à titre purement informatif et n’a pas de valeur contractuelle. Le contenu de ce document n’est pas destiné à fournir un conseil en investissement ni un quelconque autre service d’investissement, et ne constitue, de la part d’aucune entité de Société Générale Private Banking, ni une offre, ni une recommandation personnalisée, ni un conseil en vue de l’achat ou de la souscription ou de la vente d’un service d’investissement ou du/des produit(s) visé(s), ni à investir dans la catégorie d’actifs mentionnée. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil juridique, fiscal ou comptable. Certains produits, services et solutions patrimoniales peuvent ne pas être mis en place au sein de toutes les entités de Société Générale Private Banking. Ils dépendent des législations applicables localement, et selon la législation et la réglementation fiscale applicables, ces solutions, produits et services peuvent ne pas être adaptés ou autorisés dans certains pays et doivent se conformer au Code de Conduite fiscale du groupe Société Générale. Certains produits et/ou services d’investissement cités peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n’être en conséquence réservés qu’à une certaine catégorie d’investisseurs, et/ou adaptés qu’à des investisseurs avertis et compétents pour ces types de produit/services d’investissement/classes d’actifs. En outre, l’accès à certains de ces produits, services et solutions est soumis à des conditions notamment d’éligibilité. Votre conseiller privé est à votre disposition pour échanger avec vous sur ces solutions, produits et services afin de vérifier s’ils répondent à vos besoins et s’ils sont adaptés à votre profil d’investisseur. En conséquence, avant de prendre une décision d’investissement, selon le cas et la législation applicable, l’investisseur potentiel sera interrogé par son conseiller privé au sein de l’entité Société Générale Private Banking dont il est client sur ses connaissances, son expérience en matière d’investissement, ainsi que sur sa situation financière et ses objectifs d’investissement, afin de déterminer avec lui s’il est compétent pour souscrire le/les produit(s) financier(s) et/ou le/les service(s) d’investissement envisagé(s) et si le(s) produit(s) ou le/les service(s) d’investissement est/sont compatible(s) avec son profil d’investisseur et ses objectifs d’investissement. L’investisseur potentiel est également tenu, avant tout investissement, de s’adresser à ses conseillers externes juridiques, fiscaux et financiers indépendants afin d’obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui lui permettront d’apprécier les caractéristiques et les risques du/des produit(s)/service(s) envisagé(s), ainsi que leur traitement fiscal, au regard de sa situation personnelle. La fourniture par une entité de Société Générale Private Banking d’un service d’investissement et/ou la souscription de produit(s) par un investisseur potentiel, requiert au préalable de ce dernier la prise de connaissance, la compréhension et la signature de la documentation contractuelle et informative y afférente notamment sur les risques associés (prospectus, document intitulé “Document d’informations Clés pour l’Investisseur”, Term sheet etc.). Cette documentation est disponible sur simple demande auprès de son conseiller privé. L’investisseur potentiel ne doit pas baser sa décision d’investissement et/ou donner une instruction d’investissement uniquement sur la base de ce document. Toute souscription de produits ou de services d’investissement peut avoir des conséquences fiscales et aucune entité de Société Générale Private Banking ne fournit de conseil fiscal. L’investisseur potentiel devrait également s’appuyer sur des conseils fiscaux indépendants (si nécessaire). Il est de la responsabilité de toute personne en possession de cette publication de s’informer et de respecter les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée. Cette publication n’est en aucune manière destinée à être diffusée à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale. Ce document n’est en aucune manière destiné à être distribué aux États-Unis, ni à un résident fiscal américain. Le prix et la valeur des investissements ainsi que les revenus qui en dérivent peuvent fluctuer, à la hausse comme à la baisse. Les variations de l’inflation, de taux d’intérêts et de taux de change peuvent avoir des effets négatifs sur la valeur, le prix et le revenu des investissements libellés dans une devise différente de celle du client. Les éventuelles simulations et exemples contenus dans cette publication sont fournis à titre indicatif et à des fins d’illustration uniquement. La présente information peut être modifiée en fonction des fluctuations des marchés, et les informations et avis mentionnés dans cette publication peuvent être amenés à évoluer. Aucune entité Société Générale Private Banking ne s’engage à actualiser ni à modifier la présente publication, et n’assumera aucune responsabilité à cet égard. La présente publication a pour seul but d’informer les investisseurs, qui prendront leurs décisions d’investissement sans se fier exagérément à cette publication. Aucune entité Société Générale Private Banking ne saurait être tenue pour responsable en cas de perte directe ou indirecte liée à un quelconque usage de cette publication ou de son contenu. Aucune entité Société Générale Private Banking n’offre de garantie, expresse ou tacite, quant à l’exactitude ou l’exhaustivité de ces informations ou quant à la rentabilité ou la performance de toute classe d’actifs, pays, marché. Le présent document n’a aucune vocation à lister ou résumer tous les termes et conditions de produits financiers, ni d’identifier tout ou partie des risques qui pourraient être associés à l’acquisition, la cession d’un produit financier/l’investissement dans une classe d’actifs mentionnée. Les données historiques utilisées et les informations et avis cités proviennent ou sont notamment basés sur des sources externes que les entités Société Générale Private Banking considèrent fiables mais qu’elles n’ont pas vérifiées de manière indépendante. Aucune entité Société Générale Private Banking n’assumera une responsabilité quant à l’exactitude, la pertinence et l’exhaustivité de ces données. Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d’un investissement n’est pas garantie et la valorisation d’investissements peut fluctuer. Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser et ne constituent donc en aucun cas une quelconque assurance ou garantie en ce qui concerne les résultats attendus des investissements dans les classes d’actifs mentionnées.

Le présent document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut ni être communiqué ni porté à la connaissance de tiers (à l'exception des conseils externes et à condition qu'ils en respectent eux-mêmes la confidentialité), ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de l'entité de Société Générale Private Banking concernée.

Conflits d'intérêts

En règle générale, les sociétés du groupe Société Générale peuvent être teneur de marché, effectuer des transactions concernant les titres auxquels il est fait référence dans ce document, et peuvent fournir des services bancaires aux sociétés mentionnées dans ce document, ainsi qu'à leurs filiales. Les sociétés du groupe Société Générale, peuvent, de temps à autre, réaliser des transactions, générer des profits, détenir des titres ou agir comme conseiller, courtier ou banquier en lien avec ces titres, ou des dérivés de ces titres, ou en lien avec les classes d'actifs mentionnées dans ce document. Les sociétés du groupe Société Générale peuvent être représentées au conseil de surveillance ou d'administration de ces sociétés.

Les employés du groupe Société Générale, ou les personnes ou entités qui leur sont liées, peuvent, de temps à autre, détenir une position dans un titre ou une classe d'actifs mentionné(e) dans ce document. Les sociétés du groupe Société Générale peuvent acquérir ou liquider, de temps à autre, des positions dans les titres, ou actifs sous-jacent (y compris leurs dérivés) mentionnés dans ce document, ou dans tout autre actif le cas échéant, et par conséquent tout rendement pour un investisseur potentiel peut en être directement ou indirectement affecté. Les sociétés du groupe Société Générale n'ont aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document dans le cadre de conseil ou de transactions avec un client ou au nom d'un client. 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, les entités Société Générale Private Banking ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts. Pour plus de détails, les clients de SGPB peuvent se reporter à la politique de gestion des conflits d'intérêts qui leur a été remise par l'entité SGPB dont ils sont clients.

Niveau de risque

Dans le but d'attirer l'attention des clients potentiels sur le risque lié à chaque solution d'investissement, Société Générale Private Banking a classé chaque produit en fonction de son niveau de risque spécifique, sur une échelle de risque allant du niveau le moins risqué au niveau le plus risqué.

Cette classification de risques représente un indicateur de risque interne à Société Générale Private Banking. Il existe cinq niveaux de risque, de R0 (risque le plus faible) à R4 (risque le plus élevé).

Profil de risque : R0 : Très faible - R1 : Faible - R2 : Moyen - R3 : Élevé - R4 : Très élevé

Par exemple, la mention "Niveau de Risque R1" correspond à un profil de risque défensif. Ces indicateurs se fondent sur la Value at Risk 95 % 1 an (VaR). La VaR correspond au montant maximal que le portefeuille considéré peut perdre dans des conditions normales de marché sur une période donnée avec une probabilité donnée. Si la VaR 95 % 1 an s'élève à y %, cela signifie que la probabilité que le portefeuille ne perde pas plus de y % de sa valeur en 1 an s'élève à 95 %.

Risque potentiels en cas d'investissement

Risque de perte en capital, risque de volatilité, risque lié aux petites et moyennes capitalisations, risque de crédit, risque de contrepartie, risque émetteur, risque de liquidité, risque lié à la gestion discrétionnaire, risque de change et risque de marché.

Avertissements spécifiques par juridiction

Luxembourg : le présent document a été distribué au Luxembourg par Société Générale Bank and Trust ("SGBT"), société anonyme enregistrée auprès du registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 6061 et établissement de crédit autorisé et régi par la Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF"), sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (BCE), et dont le siège social est sis 11 avenue Emile Reuter – L 2420 Luxembourg. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.sgbt.lu. Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de ce document. SGBT n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. SGBT n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et SGBT ne se présente pas comme fournissant des conseils, notamment en ce qui concerne les services d'investissement. Les opinions, points de vue et prévisions exprimés dans le présent document (y compris dans ses annexes) reflètent les opinions personnelles de l'auteur/des auteurs et ne reflètent pas les opinions d'autres personnes ou de SGBT, sauf indication contraire. Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document.

<http://www.privatebanking.societegenerale.com>

© Copyright Groupe Société Générale 2016. Tous droits réservés. L'utilisation, la reproduction, la redistribution et la divulgation non autorisées de tout ou partie du présent document sont interdites sans le consentement préalable de Société Générale S.A.

Les symboles clés, Société Générale S.A., Société Générale Private Banking sont des marques déposées de Société Générale S.A. Tous droits réservés.

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE PRIVATE WEALTH MANAGEMENT

11 avenue Emile Reuter

L-2420 Luxembourg

www.sgpwm.societegenerale.com