

BAISSE DES TAUX : LA FED S'ENGAGE

La Réserve fédérale a enfin débuté son cycle de baisse de taux en septembre et a choisi d'agir fortement avec une réduction de 50pb de ses taux directeurs. Ce faisant, la Fed a pris acte du ralentissement de l'emploi américain, alors même que le processus déflationniste paraît bien enclenché. Cependant l'institution s'est voulue rassurante. La médiane des prévisions des membres de la banque centrale suggère qu'elle apparaît convaincue de sa capacité à assurer un atterrissage en douceur de l'économie américaine en baissant graduellement ses taux. De leur côté, les investisseurs ne semblent adhérer que partiellement au message : les marchés monétaires décrivent une trajectoire de baisse plus brutale des taux courts. Les vents contraires sont nombreux en Europe : les interrogations sur les finances publiques françaises s'ajoutent désormais aux difficultés persistantes de l'Allemagne. Un facteur positif est toutefois apparu dans les derniers jours de septembre avec l'annonce par la Chine de mesures de soutien. La perspective d'un soutien budgétaire et monétaire conséquent a été saluée par les marchés. Ces annonces, qui suggèrent une réaction coordonnée des autorités chinoises d'un point de vue budgétaire et monétaire, ont été saluées. Reste à savoir si elles seront suffisantes pour répondre aux nombreuses difficultés du pays : une crise immobilière prolongée, qui a mis en exergue les limites d'un modèle basé sur l'investissement, et un endettement croissant des collectivités locales.



Alain GUELENNOC,

Président du directoire
Federal Finance Gestion

Conjoncture économique

Aux États-Unis, les données économiques publiées au cours des dernières semaines décrivent un ralentissement graduel et inégal de l'activité. Du point de vue de la demande domestique, les indicateurs d'enquête rapportent un ralentissement qui peine encore à se matérialiser pleinement dans les données d'activité. L'enquête ISM du mois d'août et le rapport des réserves fédérales régionales (aussi appelé « *Beige Book* ») décrivent ainsi, à divers degrés, une modération voire une stagnation de l'activité. Pour autant, les estimations du PIB en temps réel des réserves fédérales régionales décrivent une activité qui progresserait de 3% en rythme trimestriel annualisé au troisième trimestre, un chiffre encore très confortable. La modération du marché du travail est en revanche indéniable, comme l'illustre le rapport d'emploi d'août. Si les créations de postes se sont redressées relativement au mois précédent, elles sont tout de même ressorties en-dessous des anticipations (142 000 contre 165 000 attendus) tandis que les chiffres du mois précédent, déjà décevants, ont été révisés à la baisse.

La dynamique des salaires s'est en revanche avérée un peu plus soutenue que prévu, avec une hausse mensuelle de 0,4% (3,8% sur un an). Enfin, le taux de chômage recule légèrement pour atteindre 4,2%. Pour la Fed, le marché du travail n'est plus inflationniste mais le risque d'une détérioration plus marquée de l'emploi paraît bien réel et justifie une vigilance accrue.

En Zone euro, la reprise de l'activité semble remise en question alors que les indicateurs d'enquête décrivent une situation encore compliquée. L'enquête PMI rapporte ainsi, en septembre, une contraction du secteur privé pour la première fois depuis février dernier. La chute de la production manufacturière se prolonge alors que l'industrie fait face à de nombreux vents contraires, dont une demande externe atone et une concurrence chinoise accrue, notamment dans l'automobile. Du côté des services, l'enquête signale une quasi-stagnation de l'activité. Par pays, le regain lié à la période olympique aura été de courte durée en France, où l'activité se contracte brusquement. L'Allemagne demeure pour sa part en difficulté et pourrait même enregistrer une année de stagnation. En dépit de cet

environnement peu porteur, le marché du travail demeure bien orienté, avec un taux de chômage à 6,4%. Des difficultés de recrutement et un taux de vacances environnement peu porteur, le marché du travail demeure bien orienté, avec un taux de chômage à 6,4%. Des difficultés de recrutement et un taux de vacances en baisse mais historiquement élevé peuvent expliquer une partie de cette résistance. D'ailleurs, cette stabilité du taux de chômage ne fait pas obstacle à la poursuite de la baisse des salaires. Les différents indices salariaux à la disposition de la BCE signalent d'ailleurs une modération du coût du travail. Enfin, le processus désinflationniste accélère alors que l'inflation surprend à la baisse en septembre. Elle se situe désormais en-dessous de la cible des 2% dans plusieurs pays. Dans ce contexte, la capacité, voire la nécessité, pour la BCE de baisser ses taux plus rapidement apparaît plus importante.

En Chine, le mois a été marqué par les annonces des autorités. La Banque centrale chinoise (PBoC) a communiqué un ensemble de mesures visant à soutenir la dynamique du crédit, du secteur immobilier mais aussi des marchés actions.

Pour ce faire, la PboC a procédé à une série de baisses de taux, à un renforcement des dispositifs de soutien au secteur immobilier, ainsi qu'à la mise en place de facilités de financement (800 Mds de yuans) destinés au renforcement des marchés actions. En parallèle, le gouvernement chinois a promis de déployer les dépenses budgétaires nécessaires pour que le pays atteigne son objectif de croissance de 5%. Pékin souhaite notamment stabiliser le secteur immobilier et stimuler la consommation.

Marchés monétaires et obligataires

En septembre, la Réserve fédérale a procédé à sa première baisse des taux depuis 2020, une décision largement attendue, même si l'ampleur restait incertaine. La Fed a décidé de taper fort, avec une baisse de 50pb qui porte la fourchette haute des taux fed funds de 5,5% à 5%. Avec ce mouvement, la Fed a montré sa détermination à prévenir une détérioration plus marquée du marché, alors même que le processus désinflationniste paraît bien enclenché. Son Président, Jerome Powell, a noté que les risques liés à l'inflation et ceux relatifs au marché du travail étaient désormais équilibrés. Il a par ailleurs reconnu que la Fed aurait pu baisser ses taux dès juillet si elle avait eu accès à ces informations au préalable. La Réserve fédérale demeure toutefois confiante sur les perspectives. Ses nouvelles projections décrivent un scénario plutôt favorable, avec une baisse progressive de l'inflation sans hausse marquée du chômage ou de détérioration de la croissance. Pour atteindre ce scénario, les prévisions de ses membres décrivent une trajectoire de baisse progressive. Les taux de la Fed baisseraient encore de 50pb d'ici à la fin de l'année, puis de manière plus graduelle (à raison de 25pb par trimestre en moyenne) jusqu'à atteindre un taux d'équilibre qui se situerait autour de 2,75% en 2026. Les investisseurs ne semblent toutefois pas partager ce scénario et tablent sur une baisse plus rapide, avec des taux qui atteindraient un niveau d'atterrissage de 3% environ dès 2025. Dans ce contexte, les rendements obligataires américains s'inscrivent en baisse, en particulier sur la partie courte de la courbe.

Le taux à 2 ans se replie ainsi de près de 30pb tandis que celui à 10 ans abandonne 12pb environ.

En Zone euro, la Banque centrale européenne a, pour sa part, procédé à sa deuxième baisse de taux, à raison de 25pb pour le taux de dépôt qui atteint ainsi 3,50%. A l'occasion de la conférence de presse, Christine Lagarde a adopté un ton prudent qui, avec un nouveau jeu de prévisions quasi-inchangées, n'a pas trahi les intentions de la BCE quant au séquençage des prochaines baisses de taux et l'ampleur de ces derniers. Plus tard dans le mois, les surprises baissières enregistrées sur l'inflation et l'activité semblent cependant avoir introduit un biais plus baissier au sein de certains membres du conseil, que les marchés partagent d'ailleurs largement. Les investisseurs tablent ainsi, à l'écriture de ce texte, sur une nouvelle baisse de taux de 25pb dès la réunion d'octobre, puis d'une nouvelle en décembre. En 2025, la BCE ajusterait encore ses taux de 125pb, pour atterrir autour de 1,75%. Ce contexte a lui aussi été favorable à une baisse des rendements obligataires, en recul de 18pb sur le mois pour le taux à 10 ans allemand (-32pb pour celui à deux ans). Le mouvement de baisse de taux n'est toutefois pas uniforme. Les taux français se replient plus marginalement, traduisant les inquiétudes des investisseurs quant à la capacité du nouveau gouvernement français à améliorer suffisamment la situation des finances publiques.

Marchés actions

Les marchés actions s'inscrivent une nouvelle fois en hausse en septembre. Les craintes sur l'emploi américain et l'activité en Zone euro paraissent avoir été compensées par des données américaines finalement plus rassurantes ainsi que par les perspectives d'une baisse rapide des taux directeurs et d'une relance de l'économie chinoise. Comme souvent, les performances des valeurs boursières américaines sont toutefois bien supérieures à celles de leurs homologues européens. Le S&P500 progresse de 2% sur le mois (soit presque 21% depuis le début de l'année) quand l'Eurostoxx 50 affiche une hausse de 0,9% et que le CAC 40

s'inscrit en stagnation (+1,2% depuis le début de l'année), malgré un rebond consécutif aux annonces chinoises.

Marché des changes

Les perspectives d'une baisse plus rapide des taux directeurs de la Réserve fédérale jouent en défaveur du dollar. Face à un panier de devises, le billet vert cède 0,9%.

Énergie et matières premières

Le cours du pétrole se replie fortement en septembre. Le prix du baril de Brent baisse ainsi de presque 9% et flirte avec les 70\$. Les plans de soutien annoncés par les autorités chinoises et les tensions au Moyen-Orient n'ont pas suffi à redresser le cours de l'or noir, qui souffre des annonces de l'Arabie Saoudite. Le deuxième producteur mondial de pétrole a en effet annoncé qu'il était prêt à abandonner son objectif d'un cours du pétrole à 100\$ le baril et s'apprêterait, dans ce cadre, à augmenter sa production pour gagner des parts de marché. Les espoirs d'une relance chinoise semblent en revanche transparaître plus clairement dans les prix des métaux industriels, en hausse de presque de 6% sur le mois.

Perspectives et stratégie

L'assouplissement des politiques monétaires qui s'engage va fournir un bon soutien à l'économie mondiale. De même, le plan de relance chinois ouvre de nouvelles perspectives à la Chine en premier lieu, mais également aux entreprises exportatrices. Les tensions géopolitiques, notamment au Moyen Orient, risquent cependant de perturber les marchés dans les prochaines semaines, dans un contexte d'incertitude sur les élections américaines... La volatilité va rester de mise dans ce contexte. Les rendements des obligations d'Etat (en raison d'éventuelles baisses d'impôts pesant sur le déficit et la dette). Néanmoins, dans le scénario médian où les résultats seraient divisés (victoire partielle d'un camp), l'impact sur le prix des actifs pourrait être moindre.



La Banque par Excellence
du Crédit Mutuel Arkéa.

Les informations contenues dans cette présentation ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Ce document synthétique est établi uniquement dans un but d'information. Il est confidentiel, à usage strictement privé et destiné uniquement à l'information de la personne à laquelle il a été remis. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Federal Finance Gestion. Les destinataires du présent document sont invités à établir leur propre opinion quant à l'intérêt des informations présentées dans ce document. Schelcher Prince Gestion ne saurait être tenu responsable des éventuelles conséquences dommageables résultant de l'utilisation de ce document et de son contenu. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

ARKÉA Banque Privée, structure de FEDERAL FINANCE spécialement dédiée à la gestion patrimoniale
www.arkeabanqueprivée.fr. FEDERAL FINANCE, Siège social : 1, allée Louis Lichou - 29480 LE RELECOQ-KERHUON.
Adresse postale : BP 97 29802 Brest Cedex 9 - SA à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 20 747
030 €. SIREN 318 502747 RCS Brest. Société de courtage d'assurances immatriculée à l'ORIAS sous le numéro
07 001 802. Établissement de crédit agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. TVA : FR 53
318 502 747