



# VISIANCE

## LETTRE HEBDOMADAIRE



Jean-Noël VIEILLE  
Chief Investment Officer  
Visiance



### Baisse de l'inflation US

L'inflation américaine est tombée à 2,5% en août, ouvrant ainsi la voie à une réduction progressive des taux d'intérêt par la Fed lors de sa réunion de la semaine prochaine. Le dernier indice annuel des prix à la consommation est comparable à celui de juillet, avec une croissance de 2,9%, et est légèrement inférieur à l'estimation de 2,6% des économistes. Ces données sur l'inflation constituent l'une des dernières publications économiques majeures avant la réunion de la Fed du 18 septembre et ouvrent la voie à une baisse attendue d'au moins 0,25% des taux d'intérêt, qui sont actuellement à un plus haut depuis 23 ans, entre 5,25 à 5,5 %. L'inflation se rapproche de l'objectif de 2% de la Fed, ce qui est une bonne nouvelle pour la Maison Blanche et la campagne électorale de la vice-présidente Kamala Harris, attaquée par son rival républicain Donald Trump au sujet de la hausse du coût de la vie aux États-Unis. La désinflation est un processus imparfait, mais elle est en cours. Le chiffre de l'inflation de base, qui exclut les prix volatils de l'alimentation et de l'énergie, est resté stable à 3,2%, selon les données publiées hier. Par rapport au mois dernier, les prix de base ont augmenté de 0,3%, soit un peu plus vite que prévu par les économistes. Les actions américaines ont d'abord chuté après la publication des données, puis terminées en hausse, avec +1,07% pour l'indice S&P 500. Le Nasdaq Composite, indice à forte composante technologique, a aussi terminé en progression de 2,17%. Sur les marchés obligataires d'État, le rendement des bons du Trésor à deux ans, qui suit de près les anticipations des taux, a aussi inversé sa tendance au cours des échanges pour terminer en hausse à 3,71%. Le rendement de référence à 10 ans était aussi en hausse à 3,68%. Les traders ont augmenté leurs paris sur une baisse de 0,25% la semaine prochaine après la publication des chiffres de l'inflation, augmentant la probabilité d'un tel mouvement de 70% à 85%. Mais même si

les traders ont abandonné leurs attentes antérieures d'une baisse de 0,50%, les marchés à terme des fonds fédéraux anticipent toujours une baisse des taux de 1% d'ici la fin de l'année. L'augmentation mensuelle de 0,2% du taux d'inflation du mois d'août est principalement due à une hausse de 0,5% de l'indice qui mesure les dépenses liées au logement. Il s'agit d'une accélération après plusieurs mois de hausses plus lentes. Les prix de l'énergie ont baissé de 0,8% sur le mois, tandis que les prix des denrées alimentaires ont augmenté de 0,1%. L'inflation des services, une fois les coûts de l'énergie exclus, a augmenté de 0,4%. Les tarifs aériens ont aussi progressé, tout comme les prix de l'habillement. Ce dernier rapport montre que les États-Unis tournent la page de l'inflation, qui revient désormais proche de niveaux normaux. Alors que les signes de plus en plus nombreux montrent que l'inflation revient vers l'objectif, les responsables de la Fed doivent maintenant s'efforcer de renforcer le marché du travail. Le mois dernier, un rapport sur l'emploi peu encourageant pour le mois de juillet avait suscité des craintes d'un ralentissement économique aux États-Unis, augmentant les hypothèses selon lesquelles la banque centrale pourrait envisager une réduction de 0,5%. Cette possibilité a toutefois diminué ces dernières semaines. Les données pour le mois d'août, publiées vendredi dernier, ont montré que les employeurs américains avaient créé 142 000 nouveaux emplois, en forte hausse par rapport au chiffre révisé à la baisse de seulement 89 000 pour juillet, mais il reste toujours en deçà des prévisions attendues. L'économie se porte très bien et une réduction trop importante et trop rapide des taux d'intérêt pourrait entraîner une nouvelle hausse de l'inflation. Ainsi, les chiffres de l'inflation d'hier contredisent l'évolution récente du marché obligataire, qui s'est laissé emporter par la crainte du ralentissement. Les responsables de la Fed ont déclaré que les signes d'une détérioration plus marquée du marché de l'emploi pourraient alors pousser la banque centrale à réduire ses taux de manière plus agressive. La semaine dernière, John Williams de la Fed de New York et le gouverneur de la Fed, Christopher Waller, ont tous deux souligné qu'une récession ne semblait pas probable. La politique de la Fed semble maintenant bien positionnée pour pouvoir répondre à toute détérioration du marché du travail.

Au 11/09/2024					
Indices	Perf 2024	Perf semaine	Perf août	Perf 2023	Perf 2022
Cac 40	-1,9%	-1,4%	1,3%	16,5%	-9,50%
Eurostoxx 50	5,4%	-1,7%	1,7%	19,2%	-11,74%
DAX	9,4%	-1,4%	2,2%	20,3%	-12,35%
Dow Jones	8,4%	-0,3%	1,8%	13,7%	-8,78%
Nasdaq	15,9%	1,8%	0,6%	43,4%	-33,10%
Nikkei	6,4%	-3,9%	-1,2%	28,2%	-9,37%

### Harris ressort victorieuse du débat



Tous les observateurs politiques attendaient avec impatience le premier débat télévisé entre Harris et Trump. Kamala Harris a porté une série de coups à Donald Trump sur des questions allant de l'avortement à son aptitude à exercer ses fonctions, mettant son rival républicain à la Maison Blanche sur la défensive dans un affrontement féroce mardi qui pourrait influencer le résultat de l'élection américaine. La vice-présidente a connu des difficultés au début de son premier, et peut-être unique, débat contre Trump avant l'élection de novembre. Les candidats se sont d'abord affrontés sur la forte inflation et le commerce international. Mais au cours des 90 minutes, Harris a présenté Trump comme un extrémiste indigne de la présidence américaine et a provoqué l'ancien président républicain. Il a parfois eu du mal à contenir sa colère et à rester fidèle à son message. « J'ai parcouru le monde en tant que vice-présidente des États-Unis et les dirigeants du monde entier se moquent de Donald Trump », a déclaré Harris dans l'une de ses piques les plus acerbes. « J'ai parlé à des chefs militaires, dont certains étaient avec vous, et ils disent que vous êtes une honte ». Les sondages nationaux et ceux des États clés de ces derniers jours ont montré que la course à la Maison Blanche était sur le fil du rasoir, faisant du débat de mardi l'un des plus attendus de l'histoire politique américaine. Dans un sondage éclair réalisé par YouGov auprès des téléspectateurs du débat, 43% des personnes interrogées ont déclaré que Harris avait remporté le débat, contre 28% pour Trump et 30% étaient indécis. Un autre sondage de CNN a donné Harris vainqueur à 63%. Les traders qui prédisent le vainqueur de l'élection présidentielle sur PredictIt, une plateforme de paris politiques, évaluent désormais la vice-présidente à 57 cents, devant Trump à 48 cents. Les candidats étaient au coude à coude avant le débat. Leur première rencontre a eu lieu deux mois après la performance décevante du président Joe Biden lors d'un débat avec Trump, qui l'a forcé à mettre fin à sa candidature et à soutenir Harris. La première grande attaque de Harris contre Trump mardi a porté sur l'avortement, lorsqu'elle a accusé l'ancien président d'être « immoral » et responsable de la nomination des juges de la Cour suprême qui, en 2022, ont annulé le droit constitutionnel de mettre fin à une grossesse. Harris semblait nerveuse et avait du mal à s'exprimer avec aisance dans les premiers échanges sur l'économie. Mais elle a gagné en confiance en désamorçant certaines des attaques de Trump et en lançant les siennes, se moquant notamment de Trump, le qualifiant d'égoïste et de bizarre. Trump a critiqué à plusieurs reprises le bilan de l'administration Biden en matière d'immigration et a accusé Harris d'être responsable de l'afflux de migrants à la frontière entre les États-Unis et le Mexique. Trump a critiqué Harris pour avoir changé d'avis sur des questions telles que la fracturation hydraulique, un sujet important pour de nombreux électeurs de l'État pivot de Pennsylvanie. Mais il a souvent perdu le fil, lorsqu'elle l'a provoqué sur la taille et l'enthousiasme de ses meetings de campagne. À un moment donné, il a remis en avant les théories du complot, notamment une affirmation démentie selon laquelle des immigrants haïtiens dans une ville de

l'Ohio auraient enlevé des animaux de compagnie pour les manger. Harris a pris aussi pour cible Trump pour avoir nié avoir perdu l'élection de 2020 face à Biden et pour avoir alimenté l'attaque du Capitole le 6 janvier 2021. Trump a avancé une défense bien connue, selon laquelle il est victime de persécution politique, citant la tentative d'assassinat en Pennsylvanie en juillet. Harris a répondu sur les questions économiques en déclarant que l'économie américaine était en ruine lorsque Trump a quitté ses fonctions, obligeant les démocrates à nettoyer le « désordre » de l'ancien président. Elle a également parfois cherché à prendre ses distances avec son prédécesseur. « De toute évidence, je ne suis pas Joe Biden. Et je ne suis certainement pas Donald Trump », a-t-elle déclaré. Trump a aussi critiqué le bilan de l'administration Biden en matière d'inflation. Harris a aussi rappelé qu'elle allait offrir une nouvelle génération de dirigeants pour le pays. A la fin du débat, l'équipe de Harris a immédiatement défié Trump à un deuxième débat en octobre. Trump a déclaré qu'il « réfléchirait » à y participer. La campagne du vice-président a également été renforcée par le soutien de Taylor Swift, la star de musique la plus populaire au monde. Dans une démarche inhabituelle après le débat, Trump a visité la « salle de presse » où les partisans cherchent à convaincre les médias que leur candidat a gagné. Depuis que Harris s'est lancée dans la course à la Maison Blanche, elle a bénéficié d'un regain d'enthousiasme parmi les électeurs démocrates, ce qui lui a permis de dépasser Trump dans les sondages. Mais la dynamique de Harris a stagné, son avance sur Trump dans les sondages nationaux n'étant plus que de 2,2%, selon la moyenne des sondages, calculée par le Financial Times. L'ancien président maintient un avantage dans quatre des sept États clés qui décideront de l'issue de l'élection. Après les cérémonies commémoratives des attentats terroristes du 11 septembre, il y a 23 ans, hier, Harris prévoit de faire campagne en Caroline du Nord et de retourner en Pennsylvanie, tandis que Trump devrait se rendre en Arizona et en Californie. Les partisans de Donald Trump sont sous le choc après sa piètre performance lors du débat. Il a exaspéré une partie de ses alliés républicains qui pensent qu'il n'avait pas assez préparé le débat et qu'il avait été surpassé par la vice-présidente en délivrant des messages erratiques aux électeurs. Le face-à-face télévisé de Philadelphie mardi a été suivi par près de 60 millions d'Américains. Il a marqué un nouveau point d'inflexion de la campagne qui pourrait nuire à Trump, qui lutte désormais pour retrouver son équilibre à moins de deux mois de l'élection présidentielle américaine du 5 novembre. Ce débat est néanmoins resté assez pauvre sur le fond puisqu'il y a eu beaucoup d'invectives et de fausses informations mais on ne connaît pas encore réellement le fond des programmes politiques.

## Emission de dettes en Europe ?

Les responsables de l'UE étudient les moyens d'émettre des centaines de Md€ de nouvelles obligations de l'ère





Covid afin d'éviter que le budget de l'Europe ne soit trop impacté par les coûts de remboursement. Une telle mesure, soutenue par l'ancien Premier ministre italien Mario Draghi, pourrait lever jusqu'à 350 Md€ d'emprunts européens, ce qui serait sans précédent hors contexte de la pandémie. Nous ne sommes qu'au début de ces discussions, sachant qu'il faudra surmonter l'opposition farouche de certaines capitales, dont Berlin et aussi d'importantes contraintes juridiques. Il faudra aussi convaincre les investisseurs. Les responsables de Bruxelles craignent en effet que le remboursement de la dette va entraver l'activité de l'UE dans les années à venir, notamment les investissements nécessaires et les dépenses liées à la transition écologique. Draghi a averti dans un rapport cette semaine que les contraintes imminentes de remboursement, et la réticence des États membres à donner à Bruxelles des pouvoirs de collecte de nouvelles recettes, pourraient créer une crise budgétaire. La pression budgétaire qui se profile est déjà un facteur délicat pour la Commission qui prépare son prochain budget à long terme de l'UE. Ce budget fait face à une myriade de demandes de dépenses pour la période 2028-2034. A partir de 2028, l'UE devra faire face à des remboursements de dettes et à des coûts d'intérêt pouvant atteindre 30 Md€ par an, soit une somme correspondant à un sixième des dépenses annuelles actuelles de l'Union. Le report de la dette serait donc tout à fait logique. Draghi a présenté un rapport de 400 pages sur l'avenir de l'économie de l'UE. Il a évoqué l'idée de prolonger la dette de l'ère pandémique pour libérer davantage de fonds pour combler un déficit d'investissement à l'échelle de l'UE de quelque 800 Md€ par an. Les États membres pourraient aussi envisager d'augmenter les ressources disponibles pour la Commission en différant le remboursement de la dette. Cette option est vue d'un œil favorable par certains hauts responsables de l'UE et surtout, elle nécessite le soutien politique des 27 États membres, qui ont souscrit à l'emprunt de l'UE pendant la pandémie en partant du principe qu'il s'agissait d'un prêt ponctuel et limité dans le temps. L'Allemagne n'acceptera pas cela : le renouvellement des emprunts augmentera les coûts d'intérêt et soulèvera aussi des questions sur la crédibilité de l'UE en tant qu'émetteur. Dans le cadre du programme NextGeneration EU, les États membres de l'UE ont jusqu'à présent utilisé environ 94,6 Md€ de prêts, qu'ils devront

rembourser à partir de 2031. Entre-temps, la Commission a déjà déboursé 171 Md€ sous forme de subventions, une somme qui pourrait atteindre 357 Md€. Les emprunts destinés à ces subventions devraient être remboursés directement sur le budget de l'UE entre 2028 et 2058. La Commission pourrait éventuellement émettre des obligations pour refinancer la dette en cours qui a financé les subventions NextGeneration EU. Mais toutes les dettes devraient être remboursées d'ici 2058. Un porte-parole de la Commission a déclaré que le profil des remboursements serait déterminé lors des négociations sur le budget à long terme de l'UE. Une modification significative des termes du programme d'emprunt nécessite le soutien unanime des États membres de l'UE et l'approbation de la Cour constitutionnelle allemande, qui a jugé que le fonds de relance ne violait pas les traités de l'UE au motif qu'il était ponctuel et limité dans le temps. Une simple extension de la dette serait en contradiction avec le caractère exceptionnel de cette dette et avec la jurisprudence allemande. La solution pourrait passer par la construction d'un nouvel instrument permettant de maintenir au moins constant le volume de la dette de l'UE. Permettre à l'UE de refinancer sa dette pourrait contribuer à renforcer l'attrait des obligations européennes en tant que classe d'actifs. Jusqu'à présent, les investisseurs ont été découragés par le fait que le programme de l'UE était limité dans le temps. Avoir l'UE comme émetteur permanent résoudrait de nombreux problèmes en termes de relations avec les investisseurs, mais en fin de compte, c'est une décision politique, difficile à être acceptée surtout avec le principe de l'unanimité.

## Le conseil du cabinet

Le marché devient maintenant plus difficile et plus technique aussi. Les craintes d'une récession aux US se dissipent et la baisse des taux de la semaine prochaine devrait être saluée positivement par le marché. Les valorisations des marchés sont devenues désormais un peu plus attractives. Sur le CAC 40, les entreprises se traitent en moyenne à 14 fois les résultats de 2024 et à 13 fois ceux de 2025. Il faut néanmoins faire toujours preuve de sélectivité et rester sur des secteurs assez défensifs et éviter les actions françaises.