



VISIANCE

LETTRE HEBDOMADAIRE



Jean-Noël VIEILLE
Chief Investment Officer
Visiance



Draghi veut réveiller l'Europe !

Mario Draghi n'a pas mâché ses mots lorsqu'il a présenté son plan d'action pour stimuler la compétitivité européenne et sauver l'économie de l'UE d'un processus de déclin. Ce ne sont pas seulement les niveaux de vie qui sont en jeu, a déclaré l'ancien Premier ministre italien, mais la viabilité de l'ensemble du projet européen. La stratégie de productivité a été au cœur des débats de la politique économique européenne ces derniers jours. D'abord quelques points sur le constat. Les faits sont là : l'économie européenne a décroché par rapport aux Etats-Unis, tandis que la Chine la rattrape inexorablement. Le revenu disponible réel par habitant a augmenté presque deux fois plus aux Etats-Unis qu'en Europe depuis 2000, illustre Mario Draghi. Autre point, depuis 1995, le PIB a augmenté de 102,5% aux Etats-Unis, contre 52,5% en Europe, soit 2,4% en variation annuelle pour les Etats-Unis contre 1,4% en Europe. Et, selon lui, en l'état actuel des choses, il n'y a aucune raison que cette dégringolade s'interrompe. En résumé, le rapport plaide en faveur d'une politique industrielle revigorée, mieux coordonnée et mieux financée. Il combine des objectifs stratégiques cohérents avec des dizaines de propositions concrètes qui pourraient être mises en œuvre assez rapidement. L'analyse de Draghi a été largement commenté par les experts en politique économique. Le diagnostic est difficile à contester. Le plan canalise des aspects de la pensée de Jean Monnet (intégration de la défense de l'UE), de Jacques Delors (marché unique de l'UE) et de « Bidenomics » (technologies propres/sécurité économique), mais donne aussi la propre vision de Draghi. Ce rapport est conçu comme un plan directeur pour une nouvelle stratégie industrielle européenne avec la décarbonation au cœur de son action. Il contient ce que toute politique industrielle moderne devrait contenir : une combinaison d'actions horizontales pour établir les conditions-cadres adéquates pour l'investissement,

et d'actions verticales pour résoudre les problèmes sectoriels spécifiques. Les points forts du plan de Draghi sont les solutions ciblées qu'il propose. Par exemple, Draghi estime qu'il est logique d'autoriser les importations bon marché de cellules solaires chinoises, subventionnées aux frais des contribuables, car l'Europe s'est largement retirée de ce secteur, alors que dans le domaine des éoliennes, elle dispose d'un fort avantage comparatif. L'UE devrait donc soutenir le secteur, notamment par le biais des marchés publics. C'est la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, qui a demandé à Draghi de rédiger ce rapport. Mais il n'a pas ménagé ses critiques sur les politiques de l'UE, et plus particulièrement sur la Commission, explicitement ou implicitement. L'UE ne se concentre pas sur les objectifs stratégiques les plus importants, crée trop de législation et a alourdi inutilement les formalités administratives des entreprises européennes. Ce rapport est aussi assez critique envers nos politiques restrictives en matière d'innovation et de développement industriel. Nous sommes devenus la « Silicon Valley de la réglementation ». Le premier mandat d'Ursula von der Leyen à la tête de l'UE a été le « règne de la bureaucratie ». L'analyse économique doit désormais prévaloir. L'Europe a besoin d'une meilleure régulation. L'avertissement de Mario Draghi sur les risques que représente pour l'Europe une décarbonisation plus rapide que le reste du monde sans une stratégie industrielle coordonnée qui lui permettrait d'en récolter les bénéfices économiques est également frappant. L'UE a par exemple abandonné le principe de neutralité technologique en interdisant la vente de nouvelles voitures à essence et diesel d'ici 2035, mais sans « impulsion synchronisée pour convertir la chaîne d'approvisionnement » et déployer une infrastructure de recharge adéquate. En Allemagne, par exemple, le projet de Volkswagen de fermer une ou plusieurs de ses usines allemandes pour la première fois de son histoire, ne passe pas. Les difficultés des constructeurs automobiles reflètent le problème plus vaste de compétitivité du pays. L'Allemagne a désespérément besoin d'un redémarrage industriel. Draghi a élaboré un plan pour l'ensemble de l'UE, mais la lutte contre les faiblesses de l'Allemagne est, au moins implicitement, au cœur de ce plan. L'économiste italien avait à peine fini de présenter sa stratégie que le ministre allemand des Finances, Christian Lindner, rejetait la suggestion de Draghi selon laquelle l'UE pourrait avoir besoin de lever davantage de dette commune

Au 18/09/2024					
Indices	Perf 2024	Perf semaine	Perf août	Perf 2023	Perf 2022
Cac 40	-1,3%	0,6%	1,3%	16,5%	-9,50%
Eurostoxx 50	6,9%	1,5%	1,7%	19,2%	-11,74%
DAX	11,8%	2,1%	2,2%	20,3%	-12,35%
Dow Jones	10,1%	1,6%	1,8%	13,7%	-8,78%
Nasdaq	17,1%	1,0%	0,6%	43,4%	-33,10%
Nikkei	8,7%	2,1%	-1,2%	28,2%	-9,37%



pour financer l'innovation de rupture et d'autres « biens publics » européens comme les interconnexions de réseau. Chaque État membre de l'UE doit continuer à assumer la responsabilité de ses finances publiques, a déclaré Lindner. On retrouve ici la forte réticence allemande à vouloir s'inscrire dans une politique industrielle commune et surtout à réfléchir sur le financement de cette nouvelle politique. Eu égard à la stagnation de l'économie allemande et à la crise industrielle, on aurait pu s'attendre à ce que le gouvernement et les politiciens allemands soient plus ouverts à de nouvelles idées. Le consensus politique allemand trouve ainsi ses limites. Réduire le rapport de Draghi à un débat sur les mérites d'une nouvelle émission d'obligations européennes serait une erreur. Il couvre bien plus que cela. Mais, comme le dit Draghi, il faudra de l'argent public pour financer une partie des 800 Md€ d'investissements supplémentaires par an qui seront nécessaires pour atteindre les objectifs du plan. Un débat sur le financement est donc inévitable. Draghi réclame aussi une révolution dans la manière dont l'UE élabore ses politiques, avec des décisions plus rapides, un processus législatif simplifié et une meilleure coordination pour garantir que les politiques et les autorités aillent toutes dans la même direction. Mais toute évolution vers un processus de prise de décision à la majorité risque également de constituer une énorme pomme de discorde. Etant donné les enjeux élevés pour l'UE de faire un bond en avant en matière de productivité, la croissance devrait être la préoccupation majeure des politiques européennes, tant à Bruxelles qu'au niveau national. Rien n'indique que cela soit le cas. Dans la plupart des capitales, le rapport de Draghi n'a suscité qu'un haussement d'épaules. Cela en dit long sur le vide de leadership qui règne actuellement au sein de l'UE. Paris est absorbée par la formation d'un gouvernement inévitablement faible. A Berlin, la question est de savoir combien de temps une coalition dysfonctionnelle tiendra. Ursula von der Leyen saura-t-elle donner au plan directeur Draghi l'impulsion dont il a besoin ? Elle s'est montrée circonspecte lors du lancement de ce plan, tout en affirmant que la réflexion de l'Italien avait déjà influencé ses projets pour un second mandat. Néanmoins la composition de sa nouvelle commission laisse perplexe sur sa réelle volonté.

Baisse des taux de la Fed

La Réserve fédérale américaine a réduit son taux d'intérêt de référence de 0,50% hier et a indiqué que d'autres réductions suivraient, lançant son premier cycle d'assouplissement depuis le début de la pandémie. La première baisse de taux de la banque centrale américaine depuis plus de quatre ans laisse le taux des fonds fédéraux dans une fourchette de 4,75 à 5%. Cette baisse confirme que la banque centrale américaine cherche à anticiper tout affaiblissement de l'économie américaine et du marché du travail après avoir maintenu les taux à leur plus haut niveau depuis 2001. La dernière fois que la Fed a abaissé ses taux de plus de 0,25%, c'était lorsque la Covid-19 a dévasté l'économie mondiale en 2020.

« L'économie américaine est dans une bonne situation et notre décision vise à la maintenir dans ce cadre », a déclaré le président de la Fed, Jay Powell, lors de sa conférence de presse. Ce réajustement de la politique monétaire va contribuer à maintenir la vigueur de l'économie et du marché du travail et continuera à permettre de nouveaux progrès en matière d'inflation. Powell a toutefois déclaré que les taux d'intérêt n'étaient pas sur une trajectoire « prédéfinie », notant que si l'inflation se révélait persistante, la Fed pourrait « réduire plus lentement la baisse ». De même, la banque centrale est « prête à réagir » si le marché du travail s'affaiblit de manière inattendue. Dans son communiqué, le FOMC a déclaré avoir acquis une « plus grande confiance » concernant l'inflation, même si celle-ci reste « quelque peu élevée ». Les actions américaines ont rebondi immédiatement après l'annonce, mais ont atteint un sommet peu après le début de la conférence de presse de Powell. Le S&P 500, qui était resté stable plus tôt dans la journée, a bondi jusqu'à 1,1%, dépassant brièvement son record intraday, mais a clôturé en légère baisse sur la journée. Les rendements des bons du Trésor ont légèrement baissé. Le rendement des obligations à deux ans, particulièrement sensibles à la politique monétaire, a glissé à 3,59% après l'annonce de la Fed, après avoir légèrement augmenté avant la nouvelle. La baisse des rendements reflète la hausse des prix. Dans les prévisions des responsables, la plupart s'attendent à ce que le taux directeur tombe entre 4,25% et 4,5% d'ici la fin de 2024, ce qui suggère une autre réduction de 0,50% lors de l'une des deux réunions restantes cette année ou deux réductions d'un quart de point. Dans l'ensemble, il s'agit d'une baisse plus importante que celle de 0,25% projetée par la plupart des responsables en juin. Deux des 19 responsables qui ont rédigé leurs estimations estiment que la Fed devrait attendre après la réduction de mercredi, tandis que sept autres prévoient seulement une baisse supplémentaire de 0,25% cette année. Par ailleurs, fin 2025, le taux devrait encore baisser de 1%, pour terminer l'année entre 3,25% et 3,5%. D'ici la fin de 2026, il devrait tomber en dessous des 3%. La décision de la Fed met en évidence des inquiétudes sous-jacentes concernant l'économie. Les données macroéconomiques ne sont pas aussi claires. La Fed observe l'économie et se dit : nous faisons plus de progrès que prévu en matière d'inflation, mais le marché du travail commence à dérapier et la situation pourrait empirer. La baisse des coûts d'emprunt sera une aubaine pour la candidate démocrate Kamala Harris, dont la campagne a été entravée par l'inquiétude des électeurs face au coût élevé de la vie, alors même que l'économie américaine est en plein essor. Le président Joe Biden a salué la décision de la Fed, déclarant dans un message : « Nous venons d'atteindre un moment important : l'inflation et les taux d'intérêt sont en baisse alors que l'économie reste forte. Les critiques ont dit que cela ne pouvait pas se produire, mais nos politiques réduisent les coûts et créent des emplois. Cette baisse intervient au moment où les responsables de la Fed sont de plus en plus convaincus que l'inflation est sous



Contrôle. Ils doivent désormais se concentrer sur la santé du marché du travail. Après avoir atteint un pic d'environ 7% en 2022, l'indice des prix des dépenses de consommation personnelle n'était plus que de 2,5% en juillet, proche de l'objectif de 2% de la Fed. Mais la croissance de l'emploi a ralenti ces derniers mois et d'autres mesures de la demande, comme les postes vacants, ont également baissé, même si le nombre d'Américains demandant des allocations chômage reste historiquement bas. La Fed a clairement fait savoir qu'elle ne souhaitait pas voir un nouvel affaiblissement du marché du travail, craignant qu'elle ait attendu trop longtemps pour desserrer son emprise sur l'économie en abaissant les coûts d'emprunt. Dans les projections publiées mercredi, la plupart des responsables prévoient que le taux de chômage atteindra un pic de 4,4% au cours des deux prochaines années, contre un niveau actuel à 4,2% et supérieur aux estimations de juin, tandis que la croissance économique se stabilisera à un taux de 2% au cours des prochaines années. Les responsables prévoient également un contexte d'inflation plus faible, avec un PCE retombant vers l'objectif en 2026. L'estimation médiane de l'inflation « de base », qui exclut les prix volatils des aliments et de l'énergie, a été révisée à la baisse à 2,6% pour cette année, avant de tomber à 2,2% et 2% au cours des deux prochaines années. Notons enfin pour terminer la réaction de Donald Trump. Il a déclaré que la décision de la Réserve fédérale de réduire les taux montrait que l'économie américaine était soit « très mauvaise » soit que la banque centrale « jouait à la politique ». À moins de deux mois de l'élection présidentielle, la dernière intervention de Trump n'est pas la première où il critique le président de la Fed, Jay Powell. Dans une interview accordée à Bloomberg News cet été, Trump avait averti Powell de ne pas réduire les taux d'intérêt avant les élections. Dans une interview séparée avec Fox Business Network en février, Trump a indiqué qu'il voulait remplacer Powell et l'a accusé d'être « politique », prédisant qu'il réduirait les taux d'intérêt pour « aider les démocrates ».

La réaction des marchés

La baisse des taux d'intérêt est traditionnellement considérée comme un élément positif pour les marchés boursiers. Elle stimule l'économie, réduit le fardeau de la dette des entreprises et encourage l'investissement dans

des actifs plus risqués. Cependant, les investisseurs craignent qu'un cycle plus agressif de baisses des taux ne soit le signe d'une récession économique plus grave qui pourrait affecter les bénéfices des entreprises. La légère baisse des actions mercredi reflète aussi la prise de bénéfices par les investisseurs avant une période de faiblesse saisonnière plutôt que les inquiétudes suscitées par les perspectives économiques. Le S&P 500 a augmenté de près de 18% cette année et a brièvement atteint des sommets records mardi et mercredi avant de reculer. Ce matin, les marchés européens saluent cette baisse des taux avec des hausses des actions de plus de 1% un peu partout.

Le conseil du cabinet

La baisse des taux US plus forte que prévue est un soulagement pour les investisseurs. D'un point de vue stratégique, cela devrait soutenir à nouveau le secteur technologique qui va pouvoir se financer à moindre coût et aussi les actifs obligataires qui bénéficient techniquement de cette baisse. Les valeurs japonaises devraient également rebondir après un été qui a été assez difficile. Enfin, nous restons toujours favorables aux actions indiennes. L'économie du pays enregistre la plus forte croissance du PIB de toutes les grandes économies et des millions de ménages de la classe moyenne accumulent leurs économies dans des fonds communs de placement locaux. Quelque 38 Md\$ ont ainsi afflué vers les actions indiennes cette année. Les entreprises indiennes se sont aussi précipitées pour profiter de la forte hausse des marchés boursiers du pays, avec Ola Electric et le fournisseur de prêts hypothécaires Bajaj Housing Finance parmi les plus grandes introductions en bourse de 2024; Les analystes de Goldman Sachs s'attendent à ce que le Nifty 50 progresse encore de 8% d'ici la fin septembre 2025. Ces gains seront alimentés par une croissance des bénéfices des entreprises de l'ordre de 15% environ cette année.

