What happens when the Fed cuts rates?

By Norman VILLAMIN, Group Chief Strategist, Union Bancaire Privée (UBP)

With weak economic data since October, futures markets are, unsurprisingly, anticipating a high probability of a new round of rate cuts by the US Federal Reserve at its 16–17 September meeting.

What makes a potential rate cut at this meeting unique economically is that US inflation is above the Fed's target of 2–2.5%, while US unemployment has not been rising over the past year going into the potential rate cut.

Recall, almost a year ago, the Fed cut rates despite inflation being above target. While many were surprised by the Fed's move a year ago – a half of one percentage point cut rather than its traditional quarter-point cut – the rise in the American unemployment rate from its post-pandemic low of 3.5% in July 2023 to 4.2% in August 2024 ahead of the Fed's September meeting brought understandable concern from the US central bank.

This reaction function from the Fed, pivoting its focus from combating above-average inflation to seeking to arrest an already deteriorating labour market a year ago, was reminiscent of a similar reaction function the Federal Open Market Committee deployed on four separate occasions from 1970 to 1981. Indeed, during those episodes, the Fed cut rates when inflation was much higher than the current 2.7%, ranging from 5.7% in 1970 to rates cuts amidst a remarkable inflation level of 14.4% in 1980.

In contrast, rate cuts amidst above-target inflation and no existing and persistent signs of rising unemployment in the economy are rarer, and there have only been three such episodes since the 1950s; the most recent came twice since 1990, when the US economy was threatened with potential or actual systemic shocks. In 1995, the US economy faced potential fallout from the Mexico peso crisis on its southern border (ultimately requiring a bailout from the International Monetary Fund) against a backdrop of inflation near 3.0% and unemployment actually falling from 6.6% in 1994 to 5.4% in early 1995. Admittedly, with the US and Mexican economies becoming increasingly intertwined following the signing of the 1992 North American Free Trade Agreement (NAFTA), there was understandable fear that turmoil in Mexico would arrest the economic boost provided by the agreement, thus requiring a pre-emptive response to the crisis.

In retrospect, the fallout on the US economy was limited, perhaps partially due to the pre-emptive Fed easing cycle, with unemployment peaking alongside the Fed's rate cut before falling to 5.1% in 1996. Inflationary pressures, in contrast, which had been easing in early 1995 prior to the Fed's policy easing, troughed before rising to 3.4% by late 1996.

As in 1995, 2001 saw a Fed easing cycle in the face of another shock, this time within its own economy – the collapse of the technology bubble at the start of the 21st century. In January 2001, as the American central bank initiated its rate-cutting cycle, unemployment was stable at around 4%, while inflation sat well above target, averaging more than 3% in 2000 and early 2001. At this point, the NASDAQ 100, home to internet and telecoms speculation at the turn of the century, had already fallen 54% from its March 2000 peak, thus contributing to a dramatic tightening in financial conditions in the American economy throughout the year.

Despite the Fed's easing cycle, US inflation had collapsed to just 1.0% by 2002, and a multi-year rise in unemployment led to the loss of 2.6 million jobs, which saw the unemployment rate rise to 6.3% by 2003 and America's first 21st century recession.

With financial conditions having rebounded quickly within the US economy following the April 'Liberation Day' tariff announcements, through the lens of this more anticipatory Fed reaction function, as in 1995, a restart of an easing cycle in September likely signals that American policymakers are trading off risks, seeking to try to avoid a prolonged rise in unemployment while accepting the prospect of sticky or even outright rising inflation.

Since the mid-1950s, when the Fed initiates a rate-cutting cycle, S&P 500 investors have earned an average of 10–14% in returns over the following 6–12 months, while admittedly needing to weather drawdowns approximately 40% of the time in the first three months after the Fed cuts.

In 1995, when the Fed cut rates in reaction to (in retrospect) an unrealised shock despite unemployment not yet rising and above-target inflation, the S&P 500 rose 26–38% over the 6–12 months after rate-cutting began, which was well above the 70-year average. In contrast, Fed rate cuts in the face of an actual shock in 2001 saw US equities falling 13–20% over the following 6–12 months. The key difference between the 1995 and 2001 outcomes was the trajectory of corporate earnings. In 1995, corporate profit growth was slowing as Fed rate cuts began, and continued to do so into early 1996, before troughing and rebounding to 14% by year-end. In contrast, in 2001, as the Fed initiated its cutting cycle, corporate earnings growth was already contracting and continued to shrink before troughing in 2002.

Interestingly, 2025 has seen aggregate corporate profit growth across the US economy slowing from as high as 14% in mid-2024, according to the US Bureau of Economic Analysis, to a more modest 7% through June 2025 showing a closer parallel to 1995 than 2001.

For bond investors, since the early 1980s secular peak in inflation, almost every Fed rate-cutting cycle has led to 12-month declines in US 10-year yields, driven by falling inflation-adjusted yields and falling term premia. The key exception to this trend was in 2024, when the unexpected 50-bp reduction in policy rates led to a rise in inflation-adjusted yields and kicked off a persistent rise in term premia over the following six months.

With US 10-year term premia near their highest level since 2015, the normalisation of term premia that contributed to the rise in long-dated yields a year ago is increasingly well progressed. However, US inflation-adjusted 10-year yields sit near their level of a year ago, but signs that a more activist Fed is taking shape could serve to contain a repeat of the late-2024 rise in long-dated US government bonds yields.

Though the start of US interest rate-cutting cycle has historically, on average, been positive for both US equities and US bonds, its impact upon gold has been more bifurcated. Since gold was floated in 1971, up to 1999, rate-cutting cycles were modestly negative for the precious metal, declining by 7% on average in the twelve months after the Fed begins cutting rates. However, since the turn of the century, investors have averaged 20% returns on gold over the year following the initial reduction. More impressively, only in the immediate aftermath of the 2001 tech crash did gold deliver negative returns on a 3-, 6-, or 12-month horizon following 21st century Fed rate cuts.

Therefore, with Fed rate cuts at their September meeting looking increasingly likely, investors can take comfort that, historically, the start of a US central bank's rate-cutting moves have served as a catalyst for higher, earnings-driven equity prices supported by lower bond yields. Moreover, with the 21st century seeing higher gold prices as a consequence of falling policy rates, investors can continue, we expect, to lean on the leading precious metal to cushion portfolios amidst ongoing bouts of volatility as it has throughout 2025 and, critically, as the historical status quos across economic, social, and geopolitical axes continue to seek new equilibria in the months and years ahead.

TVA : Décision sur la base taxable des services intragroupe

Par Cédric TUSSIOT et Tomas PAPOUSEK, Partner, et Michel LAMBION, Managing Director, Deloitte Tax & Consulting

Ce 3 juillet 2025, la Cour de justice de l'Union européenne (« CJUE » ou la « Cour »), a délivré sa décision dans l'affaire Högkullen AB, C-808/23. Cette affaire concerne l'évaluation du prix de services intragroupe et particulièrement l'application du concept de la valeur normale en matière de TVA.

Les lecteurs fidèles voudront bien nous excuser de reprendre des éléments de l'article que nous avions consacré aux conclusions de Madame Juliane Kokott, avocate générale auprès de la Cour dans cette affaire[1] dans la mesure où modifier le résumé des faits et de la position de l'administration suédoise n'apporterait rien.

Högkullen AB est une société suédoise qui rend un certain nombre de services à ses filiales actives dans le secteur immobilier et n'ayant qu'un droit à déduction partiel de la TVA encourue sur leurs charges. Högkullen AB facture ses services avec TVA et dispose d'un droit à déduction total de la TVA sur ses charges. Les services couvrent cinq secteurs différents : la gouvernance, le financement, la gestion immobilière, la gestion informatique et la gestion de personnel. Un prix unique est réclamé et calculé sur la base de certains coûts majorés d'une marge bénéficiaire.

Une holding rendant des services à des filiales ne pouvant déduire que partiellement, voire pas du tout, la TVA est une situation très fréquente au Luxembourg. Cette affaire a donc un intérêt direct pour la place luxembourgeoise.

L'administration TVA suédoise a considéré que le prix demandé aux filiales était inférieur à leur valeur réelle. Elle a donc invoqué l'article 80 de la directive TVA qui est transposé dans l'article 28.3. de la loi TVA luxembourgeoise : cet article prévoit que l'administration peut substituer au prix demandé pour un bien ou un service la valeur « normale » qu'elle considère applicable à la transaction. Cette disposition ne s'applique en principe qu'aux transactions réalisées entre parties liées[2], lorsqu'au moins une de ces parties ne peut pas déduire entièrement la TVA et qu'elle estime que le prix demandé est inférieur ou supérieur à la valeur normale[3], ceci afin de lutter contre la fraude et l'évasion TVA. Cette valeur normale[4] est en principe, déterminée selon la méthode « comparative », c'est-à-dire le prix qui devrait être payé au même stade de commercialisation par des personnes tierces pour des services comparables. A défaut de services comparables, la valeur normale des services est calculée selon la méthode des « coûts » et ne peut être inférieure aux coûts engagés pour les rendre.

L'administration suédoise argumenta tout d'abord que les services rendus par Högkullen AB constituaient une prestation unique pour laquelle il n'existe pas de services comparables, ce qui lui permet alors d'invoquer la règle subsidiaire qui est celle des coûts engagés.

La Cour, en accord avec l'avocate générale, refuse cette interprétation de l'administration et considère que « *lesdits services, même s'ils sont fournis en commun, semblent avoir chacun un caractère propre et identifiable* ». En effet, l'expérience indique qu'au sein des entreprises d'une certaine taille, ces cinq services sont rendus par des départements différents sous la supervision de responsables différents. De même, il est parfaitement envisageable pour une entreprise de s'adresser à un ou plusieurs tiers pour l'un ou l'autre de ces services.

La Cour ajoute que les modalités du prix, ici un prix global pour les cinq services, n'est pas de nature à influencer l'analyse. En effet, se baser sur les modalités du prix pourrait permettre aux entreprises d'influencer le traitement TVA des opérations. Par exemple, prévoir un prix unique pour des services distincts permettrait de soumettre à TVA des services exonérés, ce qui serait favorable au droit à déduction du prestataire ; ou, inversement, ce qui serait favorable aux bénéficiaires n'ayant pas un droit total à déduction de la TVA. Ceci pourrait permettre aussi d'influencer la méthode de détermination de la valeur normale sur la base de la méthode « comparative », si un prix unique est utilisé, ou inversement, celle des « coûts ».

En revanche, au contraire de l'avocate générale, la Cour n'examine pas la question des coûts à inclure dans le calcul de la valeur normale lorsque la méthode des « coûts » doit être appliquée à défaut de services comparables. Ceci est logique puisque la Cour décide ici qu'il existe bien des services comparables et que la méthode des coûts ne doit donc pas être appliquée.

Néanmoins, l'expérience indique qu'il existe des situations où il semble difficile voire impossible de trouver un service comparable. Nous pensons en particulier à certains services constituant le cœur de l'activité bancaire ou de la gestion d'actifs.

Ceci nous laisse sur notre faim dans la mesure où les développements de l'avocate générale sont particulièrement intéressants. Rappelons-les brièvement :

- Tout d'abord, l'avocate générale considère que lorsque la méthode « coûts » est utilisée, ceux-ci ne doivent pas inclure les « frais d'actionnaires », c'est-à-dire, ceux relatifs à la comptabilité, à la vérification de ses comptes, à l'assemblée générale, à la mobilisation de capitaux, à l'émission envisagée de nouvelles actions et à l'éventuelle admission en bourse de la société qui rend les services. En effet, elle considère qu'ils ne sont pas en rapport direct avec les services rendus aux filiales et est sur ce point en accord avec Högkullen et la Commission européenne mais en désaccord avec l'administration suédoise. Il convient de rappeler que ces frais sont aussi exclus dans le cadre des règles de prix de transfert applicable en impôts directs.
- De plus, à nouveau en désaccord avec l'administration suédoise, l'avocate générale considère que des dépenses amorties sur plusieurs années ne doivent pas être intégrées pour leur totalité dans le calcul de la valeur normale des services de l'année où elles sont supportées ; en cas ci, la construction d'un centre informatique destiné à rendre des services aux filiales. L'inclusion du coût total de ce centre aurait introduit une augmentation disproportionnée de la valeur normale de l'année en cause.
- Enfin, l'avocate générale estime que seuls les coûts d'Högkullen AB soumis à TVA doivent être intégrés dans le calcul de la valeur normale puisque l'article 80 de la directive est une mesure visant à lutter contre la fraude et l'évasion TVA qui ne peut apparaître en l'absence de TVA. Ceci peut entraîner des conséquences importantes. Ainsi, dans le cas d'Högkullen AB, environ la moitié de ses coûts ne sont pas grevés de TVA : il s'agit d'éléments comme les assurances, les intérêts et surtout les salaires. Par ailleurs, l'exclusion des coûts non grevés de TVA n'existe pas en matière de prix de transfert pour les impôts directs. Elle aboutirait logiquement à une valeur inférieure pour la TVA par rapport à celle retenue en impôts directs.

La décision de la Cour donne une réponse claire à Högkullen AB et à l'administration suédoise. En revanche, elle ne nous apporte pas de confirmation quant aux développements de l'avocate générale, ce qui aurait été très précieux pour ceux qui à défaut de services comparables, doivent appliquer la méthode des « coûts ». En tout état de cause, avec les affaires Weatherford Atlas Gip et Arcomet, cette décision rappelle l'importance d'examiner avec soin le traitement TVA des services intragroupe. Et encore plus pour les entreprises qui n'ont pas un droit total à déduction de la TVA, ce qui est le cas de secteurs particulièrement importants au Luxembourg : assurance, banque, gestion de fonds, immobilier, private equity, etc.

1) Edition de juin « TVA : quelle est la base taxable pour les services intragroupe ? ». Le présent article, ainsi que les éditions de mai « Déduction de la TVA sur les services intragroupe » (affaire Weatherford Atlas Gip) et de juillet : « TVA : Traitement TVA d'un ajustement de prix de transfert » (article sur les conclusions de l'avocat général dans l'affaire Arcomet qui sera complété par un article sur la décision) s'inscrivent dans notre série relative aux services intragroupe.

2) La notion de parties liées est définie de matière très large. Il s'agit en effet, « des liens familiaux ou d'autres liens personnels étroits, des liens organisationnels, de propriété, d'affiliation, financiers ou juridiques » et « les liens juridiques peuvent inclure la relation établie entre un employeur et un salarié, la famille du salarié ou d'autres personnes qui lui sont proches ».

3) Le cas d'un prix supérieur à la valeur normale peut sembler surprenant. Néanmoins, si une société réalise à la fois des services soumis à TVA au profit de personnes liées qui peuvent entièrement la déduire et des services exonérés au profit des mêmes ou de tiers, augmenter le prix des premiers lui permet d'accroître son droit à déduction sans créer un coût pour leurs bénéficiaires puisqu'ils peuvent entièrement déduire la TVA.

4) Article 72 de la directive TVA et 32 de la loi TVA luxembourgeoise. Nous exposons ici les seules règles applicables aux services. Il existe des règles similaires mais pas identiques pour les biens.