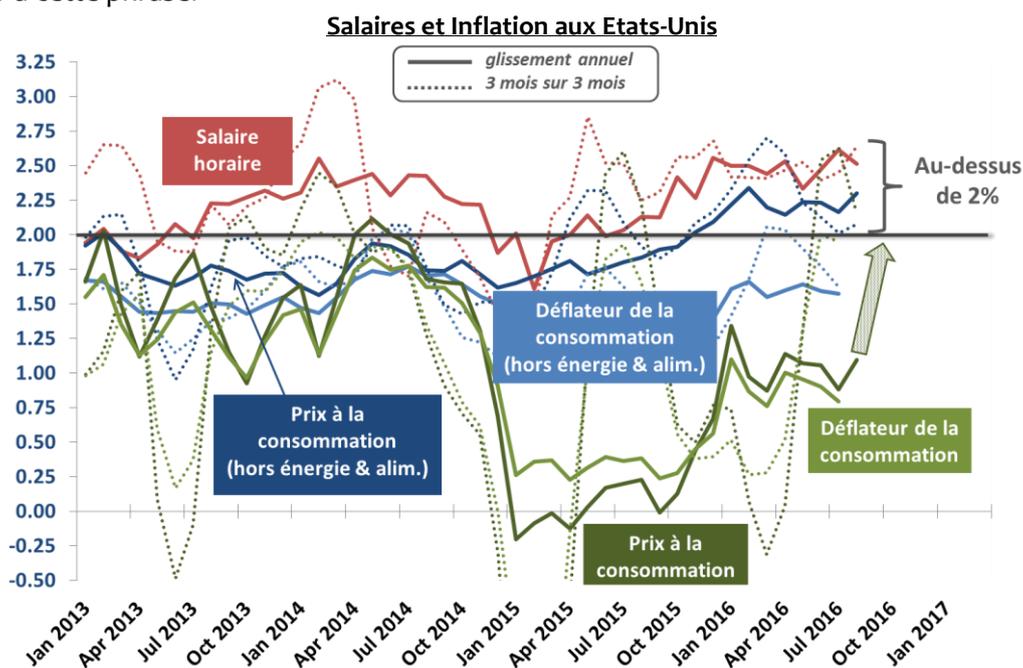




Encore une reculade de la part de la Fed face à l'inévitable montée de ses taux directeurs. Cette fois ce n'est pas la crise d'adolescence de l'ogre chinois, ni la crise d'hystérie des marchés financiers, ni encore la folie émancipatrice de nos amis anglais qui ont fourni l'excuse de circonstance. Parce qu'en réalité, cela devient difficile de trouver une excuse. Difficile, mais pas impossible. Deux explications ont été données en pâture aux investisseurs. La première est un peu énigmatique, et prête le flanc aux théories conspirationnistes les plus fumeuses. Dans son communiqué officiel, la Fed a ajouté la phrase suivante : « Le comité juge que le besoin de monter le *Fed fund rate* se fait plus pressant, mais a décidé, pour le moment, d'attendre plus d'assurance que l'on continue de se rapprocher de ses objectifs ». Vu le ton positif de son communiqué sur la croissance américaine, et qu'il considère les risques équilibrés pour la première fois depuis très longtemps, le comité ne semble pas avoir d'inquiétudes économiques justifiant un tel report. Est-ce alors une évocation à peine voilée des élections américaines ? Une manœuvre pour soutenir Hilary Clinton, ou simplement le produit d'un manque de leadership de la part de Janet Yellen face à des membres dispersés, voire ouvertement hostiles ? Chacun choisira le sens qu'il veut donner à cette phrase.



Source : H2O AM, données à fin septembre 2016.

Une seconde explication est apparue lors de la conférence de presse. Restez concentrés, c'est un peu technique. Le taux de chômage de 4,9% est jugé par la grande majorité des membres du comité comme reflétant une situation de plein emploi. La Fed anticipant une poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail, les salaires et l'inflation devraient continuer à accélérer (voir graphique ci-dessus). Par définition, le plein emploi est le niveau à partir duquel il n'est plus possible de progresser sans générer plus de tensions sur les variables nominales (salaires et prix à la consommation). Pourtant, Janet Yellen évoque la possibilité qu'à partir de maintenant, les hausses de salaires amèneront des personnes préalablement découragées à revenir chercher un emploi, ce qui atténuerait en retour les progressions salariales et donc

l'inflation. Mais cette mécanique, connue des conjoncturistes sous le nom de « flexion des taux d'activité », n'a rien de nouveau. Au contraire, elle tend plutôt à s'atténuer. En effet, ce phénomène joue principalement avant que l'économie n'atteigne le plein emploi. Ce qui est révolutionnaire de la part de Janet Yellen est d'insister sur la flexion des taux d'activité à ce stade. Par définition, au plein emploi, l'offre de travail devient plus inélastique. En d'autres termes, il faut des hausses de salaires de plus en plus fortes pour espérer attirer le peu de ce qu'il reste de travailleurs découragés. Au plein emploi, la flexion des taux d'activités est épuisée. C'est donc un point de vue extrêmement iconoclaste qu'a exprimé Janet Yellen lors de la conférence de presse. D'une certaine manière, Janet Yellen nous a dit qu'elle n'est pas encore complètement convaincue d'être au plein emploi, et qu'elle est prête à attendre encore un peu pour être sûre et certaine.

Cette prise de risque inutile, dénoncée par la rébellion du modéré Rosengren, ne serait pas un problème si l'inflation n'était pas déjà à l'objectif de la Fed. Sur trois mois glissants, les mesures d'inflation aux Etats-Unis disponibles jusqu'au mois d'août (indice des prix à la consommation) ont déjà atteint 2%. La mesure préférée de la Fed (déflateur de la consommation hors énergie et alimentaire) devrait suivre le même chemin lors de sa publication en fin de semaine prochaine (le 30 septembre 2016). Il aurait été plus honnête de la part de Janet Yellen de dire ouvertement que la Fed est très proche de son objectif et est encline à laisser l'inflation dépasser cet objectif dans les tous prochains mois. Mais plutôt que de faire un tel aveu, les projections de la Fed indiquent encore que les 2% ne seront atteints que dans 2 ans ! Cet arrangement avec la dynamique inflationniste en cours a semblé passer inaperçu. Plus c'est gros, plus cela passe.

Le choix tactique de la Fed d'attendre que les élections américaines soient passées pour monter son taux directeur a été justifié par des théories douteuses sur le marché du travail et a nécessité un déni de réalité sur l'inflation. Les investisseurs auraient tort d'en conclure que la Fed n'a pas le doigt sur la gâchette. Non pas parce que Janet Yellen veut dégainer, mais parce qu'elle n'aura très bientôt plus le choix. En effet, le report de la hausse des taux directeurs américains est une forme d'assurance pour la Fed, mais une mauvaise surprise d'inflation est d'abord un coût pour les investisseurs, puis ensuite seulement pour la Fed. La publication des chiffres économiques américains sera donc cruciale dans les mois à venir. Les premiers indicateurs d'activité économique pour septembre sont déjà très bien orientés et devraient effacer la faiblesse transitoire d'août. Le prochain rapport sur l'emploi aux Etats-Unis offrira un premier test de la thèse de Janet Yellen. Une baisse du taux de chômage serait le signe d'une absence de flexion des taux d'activité et donc la confirmation du plein emploi. Une hausse en décembre comme prélude à une série de hausse en 2017 en découlerait, validant les « dots » de la Fed dans un premier temps, et plus si la croissance reste ferme et l'inflation continue de progresser comme il est logique de voir à ce stade du cycle.

Tous les signes de reflation sont en train de passer au vert mais les marchés restent confortés dans leur illusion déflationniste par la gestion tactique de la Fed de son inévitable normalisation. Cette ambiguïté ne tiendra pas jusqu'à la fin de l'année. Les données d'activité et d'inflation des prochains mois devraient lever le voile sur la dynamique reflationniste en cours. La Fed s'est mise en retrait. Les marchés sont donc abandonnés aux avant-postes avec des positions éminemment déflationnistes. Quant à nos portefeuilles, ils restent plus que jamais tournés vers la reflation.

Edité à Londres le 23 septembre 2016.

Mentions légales

Le présent document a été rédigé par H2O Asset Management LLP. Les analyses, les opinions et certains des thèmes et processus d'investissement mentionnés dans les présents représentent le point de vue du (des) gestionnaire(s) de portefeuille à la date indiquée. Ils sont susceptibles de changer, de même que les titres et les caractéristiques du portefeuille indiqués dans les présentes. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Ce document est fourni uniquement à des fins d'information aux Clients Professionnels et/ou non Professionnels, ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans l'U.E. francophone Le présent document est fourni par NGAM S.A. ou sa filiale NGAM Distribution. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A.: 2, rue Jean Monnet L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Le présent document est fourni par NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse : Le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl. Registered office: Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich. Certains fonds de H2O AM LLP ne sont pas autorisés à la distribution en Suisse. Pour les fonds enregistrés en Suisse, le prospectus de vente détaillé, des documents intitulés «Informations clés pour

l'investisseur», les statuts, les rapports annuels et semestriels sont disponibles sans frais auprès du Représentant et Service de Paiement pour la Suisse, RBC Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, Case Postale 101, CH-8066 Zurich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

H2O ASSET MANAGEMENT LLP :

10 Old Burlington Street, London W1S 3AG, United Kingdom, Management Company n°529105 FCA.
www.h2o-am.com

NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT S.A. :

RCS Paris n° 453 952 681,
21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris,
Société anonyme au capital de €178 251 690.
www.ngam.natixis.com