



A chaque zone son moteur

Alors que le marché attendait que **la croissance du PIB américain** se situe entre 2,0% et 2,4% au T1, elle **a affiché un brillant +3,2%**, t/t en rythme annualisé. Cette bonne surprise **a permis aux actions US de clôturer la semaine en hausse, malgré une série de publications de résultats très inégaux**. La croissance recelait de nombreuses bonnes surprises. Grâce aux services, la santé en particulier, la consommation s'est bien tenue malgré des ventes au détail médiocres. Les exportations ont connu un vif progrès (+3,7%) en dépit d'un commerce mondial mal orienté, alors que les importations se sont repliées (de -3,7%), c'est d'autant plus surprenant que les chiffres de la balance commerciale américaine n'auguraient rien de bon. Les investissements ont progressé, malgré une période de froid polaire qui a pesé sur la construction. Enfin, **principal bémol, l'accumulation de stocks** a ajouté 0,65 point à la croissance, ce qui n'est pas pérenne. Le T2 s'annonce certes moins brillant que le premier, mais rien n'indique qu'il serait mauvais. Ainsi, les commandes à l'industrie ont, sans doute temporairement, bondi de 2,7% sur le seul mois de mars (contre un gain de 0,7% prévu), après que le repli de février a été ramené de -1,6% à -1,1%.

Le plus remarquable c'est que **cette croissance n'est accompagnée d'aucune tension inflationniste**. Le déflateur du PIB et celui de la consommation ont tous deux progressé à un rythme annualisé de 0,6% seulement au T1. Cette excellente nouvelle devrait permettre à la Fed, qui se réunit cette semaine, non seulement de laisser ses taux inchangés, ce dont personne ne doutait, mais aussi de maintenir un ton conciliant, ce qui conforte déjà les pronostics que le prochain mouvement de taux sera une baisse, sans doute avant la fin de l'année. Cela a rasséréner les marchés de taux et **permis une détente des taux à long-terme**. Il convient de noter que la courbe des taux américaine reste positive (2,42% sur le 3 mois vs. 2,50%, au plus bas, sur le 10 ans) de sorte que l'épisode d'inversion de la courbe, brièvement observé pendant 8 jours juste avant la fin mars, demeure un épiphénomène, peu significatif sur le plan économique.

Les principaux risques pour l'inflation sont actuellement d'origine géopolitique. Les marchés occidentaux parient toujours sur une issue favorable, et assez proche, du **conflit commercial** sino-américain. Néanmoins, les actions chinoises ont beaucoup souffert au cours de la semaine écoulée. L'approche d'une semaine creuse, avec plusieurs jours fériés, ne peut expliquer l'ampleur des prises de profits. Les tensions n'ont pas disparu dans la zone pacifique, et les relations entre les Etats-Unis et l'Europe demeurent tendues.

Le marché pétrolier est également sous pression. Outre les foyers d'instabilité en Afrique et au Moyen-Orient, et le cauchemar vénézuélien, l'annonce de la mise en œuvre effective de l'embargo sur le pétrole iranien a encore poussé les prix la semaine dernière. Notamment ceux du Brent, alors que l'Europe subit la hausse du dollar qui alourdit sa facture énergétique. Cela dit, le pétrole est un cas très important, mais isolé, **les autres prix énergétiques mondiaux (gaz naturel, charbon) étant orientés à la baisse** depuis novembre dernier.

Avec une croissance mondiale moins ferme, la demande globale en énergies fossiles tend à ralentir, qui s'en plaindrait ?

Pour autant, il ne faudrait pas vendre trop tôt la peau de l'ours. Le statu quo de la Fed pourrait bien durer encore six mois. Or beaucoup de choses peuvent évoluer d'ici-là, à commencer par le rythme de hausse des salaires américains, qui seront sans doute la clé de la prochaine action sur les taux des Fed Funds. A ce titre, les chiffres du rapport sur l'emploi d'avril, qui sera publié vendredi, seront essentiels. Car la Fed gère sa politique monétaire en fonction d'objectifs nationaux, et non du contexte mondial d'activité. **Une baisse des taux directeurs dès cette année n'est pas acquise**.

Dans plusieurs pays d'Europe nous aurons les premiers chiffres de croissance du PIB du T1 au cours de la semaine qui débute. En attendant le marché a enregistré **les résultats des enquêtes conjoncturelles qui confirmaient les PMI plutôt médiocres** de la semaine précédente. Cela n'augure pas d'une récession, mais plutôt d'une croissance atone. A l'approche du mois de mai, les volatilités implicites ont commencé à se tendre, notamment en Europe. Mais **les marchés boursiers européens résistent, aidés par des résultats d'entreprises** dans l'ensemble supérieurs aux attentes.

Dans la foulée du marché américain, **les rendements se sont détendus sur le vieux continent. Surtout, les écarts de taux souverains s'y sont resserrés** à l'approche du weekend. Un mouvement qui s'est amplifié lundi à l'ouverture, après deux "relatives" bonnes nouvelles. D'abord, S&P a maintenu inchangé le rating souverain italien, à BBB, avec toujours une perspective négative. Ensuite, les élections espagnoles ont laissé au PSOE du Premier ministre sortant, certes pas une majorité, mais plusieurs options pour tenter de constituer une coalition.

En Asie, les chiffres sont toujours médiocres au Japon : le PMI manufacturier reste en deçà de 50 pour le 3e mois consécutif, l'indicateur avancé mauvais, le commerce extérieur faible et la production industrielle décevante. Cela explique que le rendement des JGB 10 ans reste bloqué en dessous de 0%, quasiment depuis deux mois.

Mais les données sont meilleures en Chine. Plus qu'un PIB très légèrement supérieur aux attentes (à +6,4% sur un an au T1, comme au T4 2018, contre 6,3% anticipé) ce sont les rebonds de la production industrielle (+8,5% sur un an en mars après +5,3% en février et des ventes au détail (+8,7% après 8,2%) qui sont rassurants. C'est bon signe pour le T2 et dans l'économie mondiale la Chine pèse bien davantage que le Japon.

Aux Etats-Unis la croissance aide les marchés, en Europe se sont les résultats des entreprises qui rassurent, en Asie c'est le pouvoir politique chinois qui semble à même de soutenir la demande interne. A chaque zone son moteur.