



## Un nouveau paradigme pour l'économie américaine ?

**Les marchés ont été assez calmes et sans tendance marquée** durant la semaine passée, en dépit d'un calendrier économique très chargé.

Les performances économiques américaines déjouent tous les pronostics. **La vive croissance économique du T1, +3,2%, s'est accompagnée d'un extraordinaire rebond de la productivité, +3,2% t/t en rythme annualisé.** Combiné à une relative sagesse salariale, cela a permis une décreue inattendue des coûts salariaux unitaires au T1, -0,9% t/t qui ne présentent plus qu'une hausse marginale de 0,1% sur un an, la plus faible depuis plus de 5 ans.

**Ainsi, l'inflation affiche un net recul au T1**, avec des déflateurs de la consommation à +1,3% (t/t annualisé) au T1 après +1,8% au T4 et, pour le *core* (hors énergie et alimentation) à +0,6% après +1,5%. Autant de chiffres bien en deçà de l'objectif de la Fed (+2% pour le core).

**Certes les prochains trimestres ne sauront répliquer de telles performances.** La hausse du pétrole depuis le début de l'année devrait peser sur la hausse des indices de prix à la production et à la consommation qui seront publiés cette semaine. **Mais**, par-delà cet effet transitoire, **la situation demeure très saine tant pour ce qui est de l'activité que de l'inflation.** Ainsi le rapport sur l'emploi est sans appel. Les créations de postes ont dépassé les attentes et le taux de chômage s'est replié à 3,6%, le plus bas depuis 1969. Pourtant les augmentations de salaires sont restées sages avec +3,2% sur un an, plutôt inférieures aux attentes (cf. FideasFlash du 3 mai accessible sur notre site [www.fideas.fr](http://www.fideas.fr) en Actualités Marchés). Cette combinaison devrait entretenir une demande soutenue des consommateurs et permettre à la croissance non-inflationniste de durer encore.

D'autant que deux des trois risques qui pèsent sur l'activité semblent écartés : celui d'une crise financière et celui d'un durcissement de la politique monétaire. Seul **demeure le risque protectionniste, qui reprend de la consistance** dans la mesure où les mesures mises en œuvre jusqu'à présent par Donald Trump semblent avoir bien moins nuit à l'économie américaine que prévu. Ces bons résultats que Trump va jusqu'à attribuer à la guerre commerciale peuvent l'avoir encouragé à durcir le ton vis-à-vis de la Chine. Ce qui semble une simple tactique de gestion de la dernière ligne droite, pourrait aussi signaler le retour d'une stratégie dure.

**En zone euro aussi la croissance a dépassé les anticipations au T1, avec +0,4% sur le trimestre** (contre +0,3% au T4 et autant prévu) et +1,2% sur l'année (après 1,1% au T4). Les bonnes surprises sont venues de la méditerranée, l'Espagne caracole toujours, avec +0,7% au T1, mieux qu'au cours des trimestres précédents, et de l'Italie qui est sortie de sa récession grâce à une hausse du PIB de 0,2% t/t et 0,1% sur un an (contre -0,1% attendu pour les deux chiffres). Tandis qu'en France la croissance est en ligne avec les anticipations affichant un gain de 0,3% t/t (comme au T4) et 1,1% sur un an (un peu mieux que le 1,0% du dernier trimestre 2018).

**Dans le cas de la France**, pour laquelle on dispose de la structure de la croissance, on observe **une contribution positive de la demande interne de 0,3 point.** Compte-tenu de la hausse

du pouvoir d'achat, liée aux multiples mesures fiscales, la consommation dispose encore de réserves. L'augmentation significative des stocks, qui a contribué pour 0,3 point à la croissance du T1, est largement un rattrapage et, comme souvent, **elle est associée à une contribution négative équivalente du commerce extérieur** en volume, qui sera à surveiller. La croissance française au T2 pourrait être plus forte et plus saine !

**Le taux d'inflation en zone euro est remonté de 1,4% en mars à 1,7% en avril**, soit un niveau supérieur aux anticipations et au 1,5% de février. L'inflation sous-jacente inscrit même un rebond de 0,8% à 1,2%, comme si avril corrigeait en hausse le chiffre très (trop ?) bas de mars. La tendance est peut-être toujours voisine de 1,0% l'an. La volatilité élevée et inattendue du chiffre allemand (auquel un changement méthodologique n'est pas étranger) explique en partie le résultat de la zone euro. Néanmoins, **ces niveaux d'inflation restent en-deçà de l'objectif de la BCE**, malgré une poursuite de la tendance baissière du taux de chômage, tombé à 7,7% en mars, seulement 0,4 point au-dessus du point bas de 2007-2008.

**Au Royaume-Uni l'incertitude n'a pas été dissipée.** Les discussions entre conservateurs et travaillistes se poursuivent, mais quoiqu'en disent certains politiciens, il n'y a aucune avancée concrète. La Banque d'Angleterre, elle aussi perdue dans un épais brouillard, a paru tétanisée par les incertitudes et les risques. Les élections locales ont montré **le grand mécontentement de l'opinion publique vis à vis de la classe politique, sans donner d'indication claire sur la voie à suivre.**

**Les chiffres britanniques nous dépeignent une économie en lévitation !** Le premier trimestre a évidemment été dopé par une accumulation de stocks de précaution, tant chez les ménages que dans le commerce ou l'industrie, avant un Brexit longtemps attendu pour le 29 mars. Le chiffre de croissance du T1 devrait confirmer cette situation, avant que l'on observe une inévitable chute des ventes au détail et de la production manufacturière en avril. Ce sont les perspectives pour la suite de l'année qui seront scrutées de près par les économistes, les marchés et même la Banque d'Angleterre. Premiers éléments intrigants, **les PMI d'avril tiennent bon.** Pour le secteur manufacturier, la forte chute des commandes exports est partiellement compensée par le rebond des commandes domestiques. Les PMI pour la construction et les services repassent au-dessus de 50 en avril ! D'ailleurs le prix des maisons n'affiche toujours pas de baisse sur 12 mois.

C'est à se demander s'il ne faut pas **jeter aux orties une bonne partie nos manuels de théorie économique orthodoxe.** Le **financement monétaire** des déficits publics ne rimerait plus avec inflation, au moins depuis 2009. Le **protectionnisme** ne causerait, du moins pas dans l'économie dominante, ni récession, ni inflation. Partout, la **courbe de Phillips** serait devenue pratiquement plate. Et le **cycle économique** aurait presque **disparu** dans les pays avancés où dominent les services. Du moins pour le moment...