



Encore un tour pour confirmer la victoire de la dynamique européenne !

La semaine écoulée a été **essentiellement marquée par le résultat du premier tour de l'élection présidentielle française qui a fait réagir l'ensemble des marchés**. Les bourses ont bondi de 3% en Europe (4,4% en France et en Italie), les taux allemands se sont tendus, en performance négative, notamment sur la partie longue de la courbe, l'euro a repris 1,6% contre le dollar, les spreads de crédit se sont resserrés, notamment ceux des institutions financières, et l'or a reculé de 1,3%. La probable victoire d'E. Macron, dans un duel dont le positionnement « pour » ou « contre » l'Europe est une ligne de fracture essentielle, conforte le sentiment des marchés.

De son côté, l'Union a annoncé des progrès notables dans les négociations avec la Grèce et une position unanime et ferme à l'égard du Royaume Uni. Elle montre solidarité avec le peuple grec (si le FMI signe c'est que l'allègement de la dette est acquis) et fermeté avec les défecteurs (on est mieux dedans que dehors). Le message est clair, la réalité aussi. Avec une victoire du camp européen en France, nous croyons que la dynamique européenne s'affirmera et, face à la montée des populismes, voudra renouer avec la croissance et l'emploi, partout.

La semaine a également été riche en événements et en chiffres économiques notamment en Europe.

La BCE n'a pas surpris les marchés. Le discours ne s'est que très légèrement infléchi sur un seul point, **les risques pesant sur la reprise économique sont moins nombreux**. Si les dangers d'un choc exogène persistent, l'assise interne de la reprise européenne semble plus assurée. **Les commentaires relatifs à l'inflation et à la politique monétaire demeurent inchangés**. La "forward guidance", qui concerne tout 2017, reste en place. Il faut dire que la BCE ne pouvait pas utiliser lors de sa réunion les données sur la croissance du premier trimestre ni celles sur l'inflation du mois d'avril. Lors de sa prochaine réunion, le 8 juin, elle disposera de davantage de données économiques, y compris un nouveau jeu de prévisions maison.

Les chiffres d'inflation pour avril ont montré une sensibilité à la date de Pâques très différente d'un pays à l'autre, même pour les indices des prix harmonisés. A une extrémité du spectre on trouve la France où les prix ne sont pas affectés (l'inflation harmonisée est demeurée stable à +1,4% sur un an en mars comme en avril) et à l'autre extrémité l'Allemagne où les fêtes de Pâques sont l'occasion d'une forte hausse des prix dans le secteur touristique (voyages, transport et hébergement). Ainsi Pâques étant en avril cette année et en mars l'an dernier, nous avons observé une nette baisse de l'inflation allemande en mars (de +2,2% à +1,5%) suivie d'une forte hausse en avril à +2,0%. On retrouve le même schéma d'une inflation volatile en Italie et en Espagne. Dans l'ensemble, **l'inflation dans la zone euro est remontée de 1,5% en mars à 1,9% en avril**, passant d'un niveau sous-évalué à un niveau surévalué. C'est tout aussi vrai de l'inflation sous-jacente, qui a bondi de 0,7% à 1,2%. Ces deux taux d'inflation devraient se stabiliser à mi-chemin dès le mois de mai. Ensuite, l'indice total fluctuera essentiellement au gré du prix du pétrole.

Le PIB français n'a progressé que de 0,3% t/t au T1, moins qu'attendu (+0,4%) et moins qu'au cours du trimestre précédent (qui a d'ailleurs été revu de +0,4% à +0,5%). Cette croissance médiocre cache une bonne nouvelle : la reprise de l'investissement des entreprises s'accroît avec un gain de 1,3% t/t, et une mauvaise, le recul des exportations de 0,7%. La quasi-stagnation de la consommation, en hausse de +0,1% seulement (après, il est vrai, +0,6% au T4) est principalement dû à une rechute de la consommation d'énergie avec une météo très douce en février et mars, nous faisons donc face à une faiblesse transitoire. Le recul des exportations et la faible consommation, conséquence d'un pouvoir d'achat probablement en berne, a conduit à une accumulation des stocks. La contribution des stocks à la croissance atteint 0,6 point, presque entièrement compensée par une forte hausse des importations +1,5% t/t (ce que la détérioration de la balance commerciale laissait présager). **La reprise française n'est pas remise en cause par cet incident de parcours**. Mais la croissance française fait toujours pâle figure au regard de la dynamique espagnole ; le PIB y a encore progressé de 0,8% au T1 après 0,7% au T4.

Les indices de confiance européens, quant à eux, sont très robustes et promettent la poursuite d'une croissance solide. Cela s'observe que ce soit pour les indicateurs Ifo (pour les entreprises) et GfK (pour les consommateurs) en Allemagne, pour les indices INSEE en France et Istat en Italie, ou encore les indices de la commission européenne pour la zone euro.

Aux Etats-Unis en revanche, la croissance du T1 a déçu avec un rythme annualisé de 0,7% au lieu des 1,2% attendus (après un rythme de 2,1% au T4), essentiellement du fait d'une quasi-stagnation inattendue de la consommation. Dans le même temps, les indicateurs relatifs à l'inflation bien qu'un peu plus élevés qu'attendus, restent à des niveaux faibles. Le déflateur du PIB indique que la hausse des prix est à peine supérieure à 2,0% (t/t annualisé) pour le second trimestre d'affilée. Plus important, il n'y a pas de risque de voir apparaître une spirale inflationniste puisque les coûts salariaux n'ont progressé qu'au rythme annualisé de 0,8% au T1 après +0,5% au T4.

Comme aux USA, **la croissance britannique a marqué le pas**, avec une hausse du PIB de 0,3% t/t après 0,7% au T4, soit quand même 2,1% sur un an (contre 2,2% attendus). La stagnation du pouvoir d'achat des ménages a certainement pesé, d'autant que les britanniques avaient déjà entamé leur taux d'épargne à la fin de 2016.

Enfin, la banque centrale de Suède a prolongé son programme d'achat d'actifs et va investir 15 mds de SEK supplémentaires. Malgré un taux de chômage bas une croissance soutenue, elle semble ne pas vouloir changer sa politique monétaire avant que la BCE n'ait modifié la sienne.