



## L'arrivée des beaux jours ?

Dans l'ensemble, **les marchés actions ont progressé** au cours de la semaine dernière, tandis que les taux obligataires sur les grands marchés occidentaux se tendaient très légèrement. Cette semaine calme a surtout été marquée par **une franche détente de la volatilité**, le VIX américain revenant en dessous de 18 et le VSTOXX européen vers 15.

Principal mouvement de marché, **le prix du pétrole a rebondi** pour atteindre à un moment son plus haut niveau depuis fin 2014, à plus de 73\$ pour le Brent. Les bombardements de représailles en Syrie ne semblent pas annoncer une escalade, au contraire la perspective d'un abaissement du niveau de violence persiste. La hausse des prix, qui a affecté le marché européen un peu plus sévèrement que le marché américain, est due à l'annonce d'une baisse de 200 000 barils jours de la production de l'OPEP. Même si ce recul est largement technique, le marché y est sensible en raison du repli des stocks au sortir d'un hiver froid, tant en Europe qu'aux Etats-Unis. La hausse limitée des valeurs du secteur de l'énergie, qui ne reflète pas l'envolée des cours du pétrole, vient à l'appui de cette interprétation "technique". L'écart entre le prix du WTI et celui du Brent s'est réinstallé au-dessus de 5 dollars le baril (bien que le WTI soit plus léger), car l'augmentation du nombre de puits aux Etats-Unis annonce la poursuite de la hausse de la production des pétroles non-conventionnels.

**L'ambiance économique est rassurante.** Le léger ralentissement de la croissance au premier trimestre, sensible tant en Europe (la production industrielle de la zone euro a reculé de 0,8% en février après -0,6% en janvier) qu'en Amérique du nord, ne devrait être que transitoire, sans doute largement dû à un hiver rigoureux. La hausse des prix des métaux industriels plaide aussi pour un cycle industriel toujours en phase ascendante. Les seules données économiques intéressantes de la semaine ont été l'accélération de l'inflation américaine et le ralentissement de la croissance britannique, sur lesquels nous reviendrons ci-après.

Le contexte politique est plus calme, le sujet protectionniste est provisoirement mis de côté et pourrait même côté ALENA ou TPP (le Partenariat Trans-Pacifique) réserver de bonnes annonces. Dans ce cadre apaisé, ce sont surtout **les résultats des entreprises pour le premier trimestre qui pourraient déterminer la tendance** des semaines et mois à venir.

Nous remarquons que **les attentes des marchés sont ambitieuses**, il ne sera pas aisé de les satisfaire... surtout avec un trimestre d'activité un peu moins dynamique. Aux Etats-Unis, la réforme fiscale devrait aider à rehausser le bénéfice moyen par action, mais ce facteur ne joue pas ailleurs. Il faudra suivre de près les objectifs qui seront annoncés. Là-aussi, les marchés ont des attentes élevées, or les résultats à venir seront exposés à deux risques nouveaux qui supposent de suivre de près les commentaires : l'impact des **mesures protectionnistes** annoncées par D. Trump en coût ou en perte de marchés ; les éventuels commentaires aux USA sur les goulots d'étranglement de l'emploi et les perspectives salariales. Ces dernières peuvent aussi aider à préciser la réalité des tensions sur les salaires et l'emploi, avec des effets d'interprétation macro sur l'inflation.

En attendant, sur un mois **les prix à la consommation aux Etats-Unis** ont très légèrement reculé d'à peine 0,1% en données CVS. L'inflation reste donc très sage. L'accélération de l'inflation annuelle mesurée par l'IPC, de 2,2% à 2,4%, ou par l'IPC sous-jacent, de 1,8% à 2,1%, était parfaitement anticipée par le marché. Elle résulte de la disparition d'un effet de base créé par la baisse exceptionnelle des prix des télécommunications en mars 2017, laquelle, dorénavant, n'affecte plus le taux annuel d'inflation. Certes les deux mesures s'affichent maintenant **au-dessus de la barre des 2%**. La hausse récente du pétrole va accentuer les tensions inflationnistes à court terme et les tensions sur le marché du travail alimenteront l'inflation à plus long terme. Cependant, l'objectif de 2% de la Fed est applicable au déflateur sous-jacent de la consommation qui progresse plus lentement que l'IPC (0,2% de moins que l'IPC de février pour l'inflation sous-jacente de et 0,4% de moins pour l'inflation totale). L'indice fétiche de la Fed, qui sera publié en fin de mois, devrait donc s'aligner sur son objectif. Il pourrait ensuite progresser lentement. Ce contexte ne peut qu'**inciter la Fed à poursuivre la hausse des taux en cours, mais sans précipitation.**

**Au Royaume-Uni**, la production manufacturière, par-delà les petites fluctuations de court-terme, continue à croître mais elle ralentit. Dans le même temps, le déficit de la balance commerciale s'est réduit en février, à 10,2 milliards de livres contre 12,2 milliards en janvier, mais l'évolution du commerce extérieur inquiète. En effet, **les exportations sont en recul** de 6,8% sur le mois ce qui ramène la hausse annuelle à presque rien (+0,8%), pendant que **les importations s'effondrent**, -13,0% sur un mois et -1,7% sur un an. Il est peu probable que les chiffres de mars parviennent à corriger le tir. On ne connaît pas encore le partage volume / prix, mais le redressement récent du sterling est loin de pouvoir expliquer des mouvements d'une telle ampleur. C'est peut-être le signe avant-coureur d'un repli anticipé de la demande interne britannique.

Dans la construction l'activité est peut-être entrée en récession, si l'ampleur du recul de janvier est révisée (à -2,1% au lieu de -3,9% sur un mois), février poursuit la tendance avec une chute de 3,0%. La météo a joué un rôle, sans doute transitoire, la faillite de Carillion, mi-janvier, a un effet plus durable.

Côté politique il existe un risque de désillusion. Cette semaine, nous prêterons une grande attention à la rencontre Merkel - Macron du 19 avril. Ces deux dirigeants ont plusieurs années de visibilité avant les prochaines élections nationales, ils peuvent saisir cette opportunité pour tenter de relancer **le processus de construction européenne**, mais on entend des oppositions au sein de la CDU-CSU. S'ils ne le font pas maintenant ce sera une occasion manquée.

Enfin, à plus long terme, nous retenons que la mise en cause de Facebook a révélé au grand jour **la fragilité d'un modèle qui repose souvent sur une utilisation intensive voire excessive des données personnelles** à laquelle les gouvernements et les opinions publiques sont de plus en plus réticents. Ceci est associé à des positions ultra dominantes et vaut aussi pour Google et Amazon. Le risque de long terme est double, celui des restrictions de collecte/emploi des données et celui de l'antitrust que les autorités américaines aiment manier.