



Frageurs pré-électorales

Les marchés actions ont marqué le pas au cours de la semaine précédant Pâques : -1,13% pour le S&P américain, où les données macro sont moins bonnes, -1,76% pour le Nikkei et -1,36% pour l'Euro Stoxx 50. Le marché a sans doute subi des prises de profits avant le long weekend Pascal. Les matières premières ont également souffert, même si l'or et le pétrole font exception avec des hausses de 2,46% et 1,80% respectivement. Seuls les secteurs défensifs ont enregistré des progrès en Europe. Autre voyant qui s'est mis à clignoter, **la volatilité s'est sensiblement tendue la semaine dernière.**

Il ne nous a pas échappé qu'en Europe, ce sont les marchés dits "périphériques" qui ont souffert, alors que la plupart des marchés hors zone euro progressaient et que les places hollandaise et allemande résistaient un peu mieux. On peut faire la même remarque au sujet des marchés obligataires. Les taux allemands étaient en baisse, tractés par un solide marché américain, tandis que progressaient les rendements des emprunts phares souverains français et surtout italien. Il semble que l'ensemble des marchés européens ne soient nerveux à la veille des élections françaises.

Le calendrier économique était peu fourni la semaine dernière. Un peu comme en Europe, l'inflation a marqué un net recul **aux USA en mars. Les prix à la consommation ont baissé** de 0,3% sur le mois (dont -0,1% pour l'indice sous-jacent) ce qui a ramené le glissement annuel de 2,7% à 2,4% (alors que les économistes tablaient sur 2,6%). Au-delà de la volatilité de certains prix, énergétiques en particulier, il faut retenir que l'inflation sous-jacente est également en baisse de 2,2% à 2,0% (alors que l'on tablait sur une hausse à 2,3%). Cette évolution laisse aussi présager un repli d'un autre indice, sur lequel la Fed s'appuie pour fixer et mesurer son objectif d'inflation, le déflateur de la consommation (qui mesure aussi l'inflation hors énergie et alimentation). Il est probable que ce dernier, qui était de 1,8% en février, s'éloigne en mars de son objectif de 2,0%. Les indices des prix à la production, enfin, publiés le 13 avril, montraient une hausse marginalement en deçà des anticipations, de 2,3% sur un an (1,6% pour les prix hors énergie et alimentation) soit seulement un dixième de plus qu'en février (pour l'indice total comme pour le sous-jacent).

La sagesse des augmentations de salaire réduit les tensions inflationnistes par les coûts. Il en va de même pour la demande, puisque **les ventes au détail affichent également une performance médiocre** (-0,2% sur le mois de mars après -0,3% en février) en données corrigées des effets saisonniers et calendaires. En dépit de la confiance des ménages, très dynamique, les consommateurs américains sont un peu moins enclins à dépenser. Nous suivrons de près, au cours des prochains mois, la façon dont convergent la confiance et la consommation effective, soit surtout par baisse de la première, soit davantage par rebond de la seconde.

Cette situation apporte de l'eau au moulin des membres de la Fed les plus conciliants. Bien que les marchés aient été fermés le Vendredi Saint, les opérateurs ont fait cette interprétation, puisque **le dollar s'est déprécié** de 0,15% contre euro et de 0,25% contre Yen dans la demi-heure qui a suivi ces publications, et parient sur de **moindres hausses futures des taux directeurs américains.**

L'événement principal des prochaines semaines sera bien évidemment l'élection présidentielle française qui revêt davantage d'incertitudes qu'elle ne le devrait. En effet, l'enjeu n'est pas celui d'une élection droite-gauche traditionnelle, mais l'affrontement entre d'un côté des candidats présentant des réformes et des évolutions dans le cadre des traités européens actuels, et de l'autre des candidats aux propositions extrêmes pouvant notamment conduire à la sortie de la France de la zone euro et de l'Union Européenne, et donc à l'implosion de l'euro ainsi qu'à des tensions très fortes sur la dette française la rendant difficilement refinançable.

Sans être certaine loin s'en faut, la probabilité d'une victoire des candidats raisonnables est beaucoup plus élevée que celle des extrêmes. Par ailleurs, même dans l'hypothèse d'une victoire d'un parti extrême, les élections législatives pourraient neutraliser le vainqueur. Il n'en reste pas moins qu'entre les deux élections, les marchés se montreraient particulièrement agités.

Jusqu'aux jours derniers, les marchés n'accordaient que très peu d'importance aux risques politiques français, seul l'écart de rendement entre l'OAT et le Bund montrant quelques signes d'inquiétude. Ainsi, les instruments pour affronter ces risques, qu'il s'agisse de couvertures ou d'utilisation des options pour s'exposer aux marchés sans encourir de risques de pertes élevées, permettent de rester investi tout en conservant une certaine prudence. C'est le choix général que nous avons fait depuis le début de l'année.

Dimanche soir, les yeux seront braqués sur les participants au duel du 2nd tour. Nous retenons trois types de possibilités :

- Emmanuel Macron ou François Fillon face à Marine Le Pen : c'est le scénario de marché le plus favorable, qui devrait conduire à des rachats de couverture dès lundi matin et à moyen terme valider le scénario du redécoupage européen;
- Un second tour indécis : par exemple entre François Fillon et Jean-Luc Mélenchon. Une nouvelle vague de tensions est probable dans un tel scénario.
- La plus négative en termes de réaction de marché : un 2nd tour entre Marine Le Pen et Jean-Luc Mélenchon. Dans une telle configuration, la probabilité est élevée d'une forte baisse des marchés et d'une volatilité importante jusqu'aux élections législatives dont l'issue sera malgré tout incertaine.