



Inflation: une hirondelle n'aura pas fait le printemps

Au cours de la semaine écoulée, une fois encore, **les marchés financiers européens ont surclassé les autres places**. L'Euro Stoxx a progressé de plus de 1,6%, le double de la hausse du S&P 500, alors que les bourses des marchés émergents étaient le plus souvent en baisse. Ce sont les marchés boursiers des grands pays de la zone euro qui ont réalisé les meilleures performances, France (+2,1% selon l'indice MSCI) et Allemagne (+1,9%) en tête. En France les inquiétudes politiques diminuent un peu et en Allemagne le marché est porté par le nouveau rebond de l'indice Ifo : alors qu'il était attendu stable, il est passé de 111,0 à 112,3, son plus haut depuis l'été 2011.

Ce mouvement s'est accompagné d'un déclin de l'ensemble des taux obligataires souverains. Les obligations ont bénéficiées à la fois d'un marché américain soutenu et **du net recul des taux d'inflation dans la zone euro en mars**. Selon l'indice flash d'Eurostat l'inflation totale a chuté de 2,0% en février à 1,5% en mars, alors que le marché tablait sur un repli plus limité à 1,8%. La baisse de l'inflation a été assez variable d'un pays à l'autre. Ce sont dans les pays où la hausse avait été la plus forte, au cours des trois mois précédents, qui ont connu le recul le plus net : de 3,0% à 2,1% en Espagne et de 2,2% à 1,5% en Allemagne, selon les données harmonisées. En Italie l'inflation recule de 2 à 3 dixièmes de point selon l'indice retenu, tandis qu'en France des facteurs exceptionnels et temporaires sont venus masquer la tendance de fond baissière.

Naturellement l'énergie et les produits frais expliquent une bonne part de la baisse de l'inflation totale; la violence des mouvements ayant compliqué les prévisions. Mais notons que **le taux d'inflation sous-jacent en zone euro a aussi baissé** de +0,9% au cours des trois derniers mois à +0,7% en mars, déprimé par une inflation réduite dans les services, ce qui témoigne de l'absence de pression haussière sur les coûts salariaux.

La BCE n'est donc pas prête d'atteindre son objectif d'inflation. Si l'estimation flash est confirmée, comme c'est habituellement le cas, par l'indice définitif de mars qui sera publié le 19 avril, il est même probable que l'objectif de 2% l'an s'éloigne un peu. Les taux d'intérêt pourraient continuer à diverger de part et d'autre de l'Atlantique, à court comme à long-terme. Gardons en mémoire le niveau de taux de chômage US à partir duquel on a commencé à penser au *tapering*, soit 7,5%, et le niveau qu'il a fallu pour voir un relèvement de taux, soit 5,0%. Des niveaux bien différentes du taux de chômage de février en zone euro : 9,5%. Cette perspective a pesé sur la parité euro/dollar qui a reculé de 1,35% sur la semaine.

Cet élément nouveau dans la conjoncture européenne nous semble **rassurant pour les marchés obligataires, neutre pour les actions**, qui par ailleurs ont des motifs de hausse, **mais toujours pénalisante pour les placements monétaires**.

La situation n'est pas aussi inquiétante en Europe qu'au Japon, où l'indice Nikkei a perdu 1,8%. Les indices de prix suggèrent que **l'économie nippone, qui continue à croître lentement, est en train de replonger en déflation** (si tant est qu'elle en soit réellement sortie en début d'année).

Aux USA, l'indice de confiance du *Conference Board* s'est envolé de façon inattendue. Alors que le marché anticipait une légère correction après un gain de 3 points de février, ce mois a été révisé en hausse de plus d'un point et l'indice de mars affiche un bond supplémentaire de 9,5 points à 125,6. C'est le plus haut niveau pour cet indice depuis l'an 2000. Le contraste est donc saisissant entre les difficultés politiques qui se multiplient à Washington et **l'apparente euphorie des ménages américains**. La question qui se pose est de **savoir si cette flambée d'optimisme sera une prophétie auto-réalisatrice**, et suffirait, même privée de ses motifs, à accélérer encore la croissance américaine, les indices de production et de dépenses sont en effet beaucoup plus mitigés.

Après l'échec retentissant de la réforme du système de santé, D. Trump semble bien en peine de faire approuver le budget rectificatif de 2017 (avec notamment des dépenses de défense importants et celles relatives au fameux mur), sans évoquer le budget de la prochaine année fiscale, qui commerce le 1^{er} octobre. **Même à court terme l'équation politique est compliquée** : l'autorisation temporaire de dépasser le plafond de la dette vient à terme le 28 avril, or aucun accord n'est en vue et le Congrès sera en congé pascal de la semaine prochaine jusqu'au 24 avril. Le risque d'un blocage administratif, certainement temporaire, n'est pas à exclure. Ce serait un comble alors que les républicains détiennent la présidence et la majorité dans les deux chambres !

Enfin, **les prix du pétrole ont bien rebondi**, +7% pour le WTI à Chicago après avoir perdu 12% au cours du mois précédent. C'est la question du prolongement des quotas au second semestre qui est au cœur des incertitudes. Ce rebond du pétrole a bénéficié aux secteurs énergie (+2,2%) et *utilities* (+2,6%). En revanche les autres matières premières n'ont pas bénéficié de la dynamique du pétrole.