

Perspectives

Hebdomadaire – N°18/050 – 26 février 2018

EUROPE – L'actualité de la semaine

La redistribution des cartes

La semaine dernière nous a gratifiés d'une stabilisation des marchés européens. Depuis sa remontée en début de semaine le rendement du Bund s'est stabilisé autour de 0,7%, alors que les primes de risque sur les souverains périphériques se sont légèrement écartées ; plus brutalement, le *spread* du BTP italien, suite aux déclarations, rapidement corrigées, du président de la Commission européenne Juncker qui exprimait ses craintes de voir un gouvernement « non opérationnel » se mettre en place en Italie après le vote du 4 mars. Mais les marchés restent globalement « complaisants » vis-à-vis de cette échéance électorale, comme ils l'ont été dans l'attente de la formation d'un gouvernement en Espagne (un an), aux Pays-Bas (sept mois) et en Allemagne (six mois). En cela, ils ont été plutôt confortés par la publication du compte-rendu de la dernière réunion des gouverneurs de la BCE, qui indiquait que des changements dans la communication de la BCE étaient encore prématurés du fait d'une inflation modeste et que les préoccupations d'une remontée plus précoce des taux étaient excessives. Le peu de réaction à la dégradation de la dernière enquête PMI sur l'activité dans la zone euro montre que le sentiment que le cycle reste soutenu n'est pas ébranlé, même s'il a été affaibli par la volatilité des marchés au cours des dernières semaines. L'Europe va rester suspendue encore cette semaine (et peut-être plus longtemps) au vote des adhérents du parti social-démocrate allemand sur l'accord de coalition CDU/CSU-SPD et aux élections italiennes. La partie qui se joue dans ces deux pays n'est pas si différente : c'est celle des difficultés de la social-démocratie à limiter l'érosion du consensus après l'exercice du pouvoir ; c'est aussi celle du choix que doit faire la droite entre une vision modérée et une vision plus conservatrice. Quoi qu'il arrive à la Grande coalition allemande, A. Merkel a déjà pris sa décision et légué son héritage. Avec la nomination d'A. Kramp-Karrenbauer au poste de secrétaire de la CDU, elle ancre clairement le parti dans son positionnement historique, à savoir celui d'une droite modérée. Elle veut surtout éviter que son parti ne fasse le lit des libéraux du FDP. Faut-il en extrapoler que tout sera fait pour que la Grande coalition trouve une nouvelle concrétisation ? Faut-il lire que le cas échéant une alliance avec le FDP serait rendu plus difficile ? En Italie, S. Berlusconi qui mène en tête la campagne de

la coalition de centre-droit doit aussi se poser ces questions. Son héritage sera plus clair après le scrutin du 4 mars, mais dès aujourd'hui la question de la nature de la droite italienne est posée, sera-t-elle modérée ou extrême ? Ces équilibres seront d'autant plus importants qu'au cours des deux prochaines années nombre d'institutions européennes verront leurs équipes dirigeantes renouvelées. De la BCE (avec le président Draghi et les membres du conseil Coeuré, Praet, Mersch, mais aussi Nouy et Angeloni au SSM) à la Commission européenne et au Parlement européen en 2019. L'élection de Luis de Guindos en remplacement de Vitor Constancio à la BCE, un politicien dans un conseil dominé par des banquiers centraux et économistes, trouve-t-elle sa justification dans la volonté de modérer une interprétation trop monétariste du mandat de la BCE par son prochain gouverneur ? Entretemps, l'Allemagne place un proche de Merkel au puissant poste de secrétaire général de la Commission européenne. Le grand jeu des chaises musicales ne fait que commencer.

Paola Monperrus-Veroni

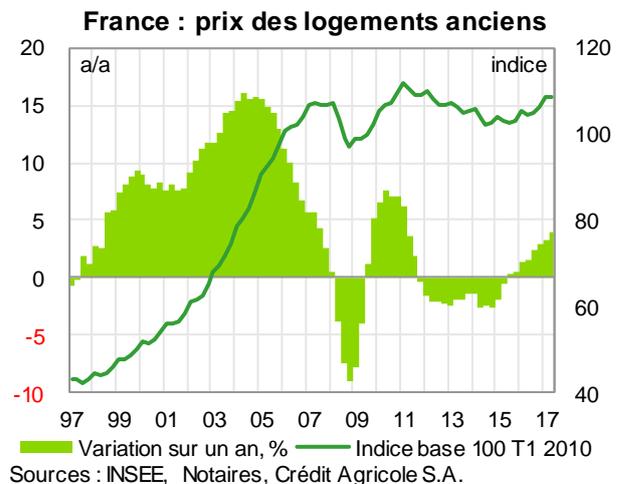
paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

France	2
☞ Prix des logements : légère accélération au T4 2017, à 4% sur un an	2
☞ Climat des affaires : léger fléchissement en février....	2
☞ Prix à la consommation, janvier : légère accélération de la hausse des prix sur un an	2
Zone euro	3
☞ Après son pic de janvier, l'indice PMI enregistre son plus fort repli mensuel en cinq ans	3
☞ Le feuilleton politique allemand se rapproche de son dénouement.....	3
☞ Italie : les derniers sondages ne délivrent pas une majorité, mais le centre-droit a une chance.....	3
Royaume-Uni	4
☞ Le taux de chômage augmente pour la première fois depuis l'été 2016	4
☞ La croissance du PIB au T4-2017 révisée à la baisse en raison de la fermeture du pipeline Forties	4
Calendrier des indicateurs	5

France

Prix des logements : légère accélération au T4 2017

Les prix des logements anciens continuent à accélérer graduellement. La hausse sur un an atteint 4% au quatrième trimestre, après 3,3% au troisième et 3,1% au deuxième. Les prix remontent de 5,1% en Ile-de-France et de 3,5% en province. Ils augmentent plus vite pour les appartements, 5%, que pour les maisons, 3,2%. À Paris, les hausses de prix deviennent marquées, 8,6% sur un an. Sur l'ensemble de la France, ces hausses de prix restent toutefois mesurées si on les compare à celles du *boom* des années 2000, 12% par an en moyenne en 2004-2007. Rappelons que les prix ont connu une légère baisse, -5% en cumulé, entre 2007 et 2014. Ils remontent depuis, mais assez modérément, alors même que les ventes de logements anciens atteignent un record historique en 2017, 968 000 unités, +15% sur un an.

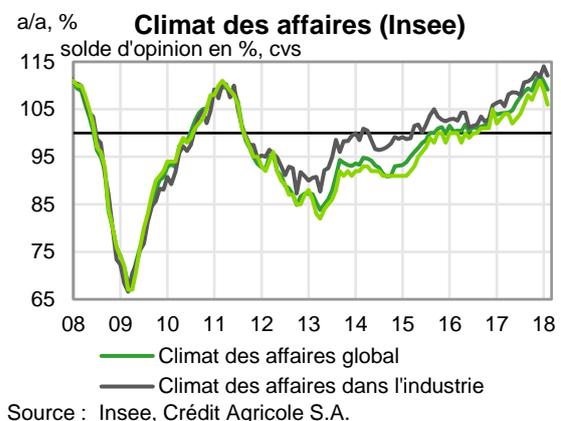


☑ Notre opinion – Cette hausse mesurée des prix, malgré le fort dynamisme des volumes de ventes, traduit les exigences des acheteurs. Ceux-ci sont très nombreux et accélèrent leurs projets pour bénéficier de taux de crédit toujours très bas. Mais ils veulent préserver leur capacité d'achat et éviter que de fortes hausses de prix gommant l'effet des taux bas. Les hausses de prix devraient rester du même ordre sur les prochains mois. Un freinage du marché immobilier semble toutefois probable en 2018-2019, du fait de la remontée prévue des taux de crédit et, dans le neuf, de mesures fiscales moins favorables.

Climat des affaires : léger fléchissement en février

En février, le climat des affaires de l'Insee connaît un modeste fléchissement. Il perd deux points par rapport au mois précédent, à 109 points. Il demeure toutefois largement au-dessus de sa moyenne de longue période.

L'indicateur recule de trois points dans les services (à 106 points), de deux points dans l'industrie (à 112 points), et d'un point dans le bâtiment (à 107 points). Il est stable dans le commerce de détail (à 114 points). Dans l'ensemble des secteurs, il est au-dessus de la moyenne de long terme et indique la poursuite d'une expansion à une cadence soutenue. À noter enfin que le climat de l'emploi reste stable (à 109 points).



☑ Notre opinion – L'enquête sur le climat des affaires de l'Insee connaît un modeste repli depuis le début de l'année. Celui-ci peut trouver une partie de sa justification dans les récentes turbulences sur les marchés boursiers. Il suggère aussi que le niveau de la croissance resterait robuste mais pourrait se modérer un peu au cours des prochains trimestres.

Prix à la consommation, janvier : légère accélération de la hausse des prix sur un an

Sur un an, les prix à la consommation accélèrent en janvier (+1,3%, après +1,2% en décembre). Sur un mois, les prix sont quasi stables (+0,1%, après +0,3% en décembre). Sur un an, la hausse de l'inflation en janvier provient en grande partie de

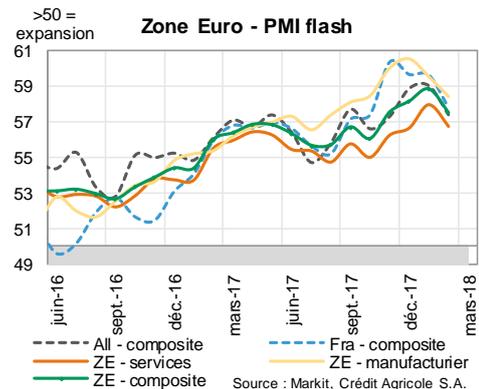
l'énergie dont les prix augmentent de 5,2%, après 5,0% en décembre. Cette hausse se justifie aussi par l'accélération des prix des services, en hausse de 1,3% sur un an (après +1,0% en décembre).

☑ Notre opinion – Il s'agit du plus fort rythme d'augmentation des prix en glissement annuel depuis novembre 2012. Il est en partie lié à la hausse des prix énergétiques mais aussi à une hausse des prix des services. À noter que l'inflation sous-jacente accélère à +0,9% sur un an, après +0,6% sur un an en décembre.

Zone euro

➔ Après son pic de janvier, l'indice PMI enregistre son plus fort repli mensuel en cinq ans

Reculant de 1,3 point en février 2018, l'indice PMI composite est revenu à son niveau de novembre dernier à 57,5 points, principalement en raison du repli des composantes des nouvelles commandes et du travail en attente déjà revenus à des niveaux inférieurs à ceux observés en septembre. Alors que l'activité dans les services affiche une accélération continue depuis octobre 2017, il s'agit du second mois d'affilée de décélération pour le secteur manufacturier.



☑ **Notre opinion** – Si le repli de février est important, l'indice composite pour la zone euro reste toutefois à un niveau très élevé (sa moyenne sur les deux premiers mois de 2018 est de 58,1 points contre 57,2 au T4 2017), ce qui implique une croissance du PIB toujours soutenue au T1 2018.

➔ Le feuilleton politique allemand se rapproche de son dénouement

La consultation par courrier des quelque 464 000 membres du Parti socio-démocrate pour valider l'accord de coalition avec la CDU/CSU est lancée depuis le 20 février et se clôturera le 2 mars. Les résultats définitifs seront dévoilés le dimanche 4 mars. Il s'agit là du dernier obstacle à surmonter pour permettre la constitution d'un gouvernement stable. Si les membres venaient à rejeter la proposition de coalition, le pays se retrouverait à nouveau dans l'impasse politique pour quelque temps et il n'y aurait d'autres choix possibles que de trancher entre la mise en place d'un gouvernement

minoritaire, que la chancelière ne souhaite pas, ou bien de nouvelles élections législatives qui risqueraient de mettre en péril les deux principaux partis en baisse dans les intentions de vote. Toutefois, cette probabilité demeure assez faible au regard des intentions de vote des membres précédemment sondés. Quelle que soit l'issue de la consultation, les leaders du SPD et la CDU en ressortent avant tout affaiblis et leur influence est remise en cause par les jeunes pousses de leur parti.

☑ **Notre opinion** – Nous connaissons enfin le 4 mars le dénouement de ce long processus de négociations de coalition. Celui-ci devrait se solder par la validation définitive de cette nouvelle grande coalition, mais un rejet ne peut être totalement exclu. A. Merkel et M. Schulz en ressortent affaiblis politiquement et contraints de préparer leur succession au sein de leurs partis respectifs.

➔ Italie : les derniers sondages ne désignent pas une majorité, mais le centre-droit a une chance

Le 4 mars prochain, les Italiens retourneront aux urnes après un quinquennat dirigé par une majorité de centre-gauche. Les dernières intentions de vote, aujourd'hui définitives puisque, par la loi, plus aucun sondage n'a pu être pratiqué depuis le 16 février, signalent qu'aucune liste/coalition ne gagne la majorité absolue des voix ni des sièges. Cependant, la coalition de centre-droit formée par Forza Italia, la Ligue du Nord, Fratelli d'Italia et une partie du centre n'est pas loin d'une majorité. Le Nord vote majoritairement pour le centre-droit, il y aura une

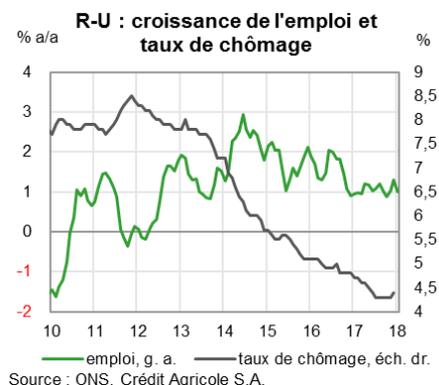
prime majoritaire très importante. Le Centre vote majoritairement pour le centre-gauche, il y aura une prime majoritaire également importante. Le Sud est devenu ces dernières années un bastion du M5S où il récolte 38% des intentions de vote. Le centre-droit devra gagner 61% des sièges dans les circonscriptions uninominales du Sud pour emporter le scrutin national. C'est ambitieux mais jouable si le vote du Sud ne s'accroche pas massivement aux candidats proposés par le M5S.

☑ **Notre opinion** – La probabilité que le résultat des urnes ne délivre pas une majorité est élevée. Un gouvernement de grande coalition entre les forces traditionnelles de la gauche, de la droite (Forza Italia) et du centre est notre scénario central, mais une victoire de la coalition de centre-droite est possible.

Royaume-Uni

Le taux de chômage augmente pour la première fois depuis l'été 2016

Le taux de chômage a augmenté légèrement au dernier trimestre 2017 à 4,4% depuis 4,3%. L'emploi, en hausse de 88 000 sur le trimestre, n'a pas été suffisant pour absorber un fort rebond de la population active de 134 000. Le nombre de chômeurs a ainsi augmenté de 46 000 sur le trimestre. La hausse de l'emploi a surtout concerné les salariés à temps plein (136 000), tandis que l'emploi des salariés à temps partiel a diminué de 50 000. Par ailleurs, la croissance des salaires a accéléré à 2,5% en moyenne sur les trois mois à fin décembre, après 2,3% en novembre. Elle atteint ainsi son plus fort rythme de hausse depuis un an.

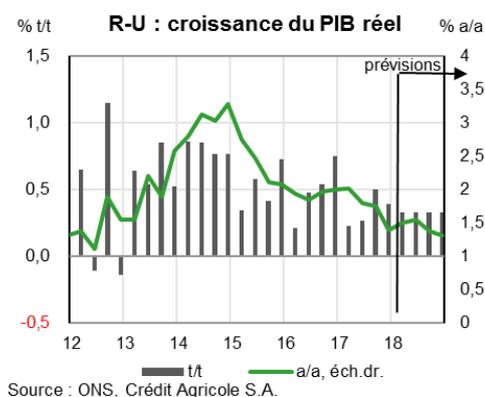


Notre opinion – Le rebond du taux de chômage semble le résultat d'une volatilité accrue de la population active au second semestre 2017. Il devrait donc se corriger au T1-2018. En revanche, nous continuons de prévoir une hausse du taux de chômage courant 2018 en raison d'une décélération anticipée de l'emploi.

La croissance du PIB au T4-2017 révisée à la baisse en raison de la fermeture du pipeline Forties

La croissance du PIB britannique du T4-2017 a été révisée à la baisse à 0,4% en variation trimestrielle dans la deuxième estimation par l'ONS depuis 0,5% dans l'estimation préliminaire. Cela est dû à une révision de l'estimation de production industrielle. En glissement annuel, la croissance recule à 1,4% depuis 1,8% au T3-2017 et 2% au T4-2016. Sur l'ensemble de l'année, le PIB croît de 1,7% après 1,9% en 2016. Concernant le détail par secteur, ce sont les services qui, avec une croissance de 0,6% sur le trimestre, en accélération par rapport au T3-2017 (0,4%) contribuent le plus à la croissance. Trois des quatre sous-secteurs principaux affichent une croissance positive, en particulier les services financiers et professionnels en hausse de 0,9% sur le trimestre et les services de transport et communication en hausse de 1,1% sur le trimestre. Le secteur de la distribution, de l'hôtellerie et de la restauration recule de 0,2% sur le trimestre. La croissance de la production industrielle, révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage (pp) à 0,5%, est tirée exclusivement par la croissance du secteur manufacturier qui augmente de 1,3% sur le trimestre après 1,5% au T3-2017. L'extraction minière et pétrolière recule de 4,7% sur le trimestre, en partie dû à la fermeture du pipeline Forties pour la majeure partie du mois de décembre 2017. Par ailleurs, le secteur de la construction (-0,7%) reste en territoire de contraction pour le troisième trimestre consécutif.

y a un an. La consommation des ménages n'augmente que de 0,3% sur le trimestre après 0,4% au T4-2017. Sur l'ensemble de l'année, la consommation des ménages croît de 1,8%, après 3,1% en 2016. Après une hausse soutenue de 0,9% au T3-2017, l'investissement productif affiche une variation nulle sur le trimestre. Des rebonds soutenus de l'investissement public (5,6%) et l'investissement immobilier (0,9%) permettent à la formation brute de capital fixe de croître de 1,1% après 0,7% au T3-2017 et d'apporter 0,2 pp à la croissance. Les variations de stocks affichent une contribution nulle. Les acquisitions nettes d'objets de valeur contribuent pour 0,4 pp à la croissance du trimestre. En revanche, les exportations sont décevantes. Elles baissent de 0,2% sur le trimestre, alors que les importations augmentent de 1,5% sur le trimestre. Le solde extérieur contribue ainsi négativement à la croissance de -0,5 pp.



La décomposition de la croissance en termes de dépenses continue de refléter une consommation des ménages très ralentie par rapport au rythme observé il

Notre opinion – La fermeture du pipeline Forties a vraisemblablement pesé sur l'investissement productif au T4-2017. Son retour au fonctionnement complet à la fin du mois de décembre devrait tirer à la hausse la croissance au T1-2018. En revanche, le principal moteur de celle-ci, la consommation privée, devrait rester déprimé et nous ne prévoyons donc pas d'accélération de la croissance dans les prochains trimestres.

Calendrier des indicateurs

La semaine à venir :

- **L'inflation préliminaire pour le mois de février** en zone euro devrait confirmer l'absence de pressions inflationnistes significatives en ce début d'année.
- **Theresa May va détailler la vision du Brexit du gouvernement britannique dans un discours très attendu vendredi prochain.** Des rapports de presse suggèrent une stratégie de « divergence gérée » où le Royaume-Uni choisit un alignement réglementaire plus ou moins strict selon les secteurs. Une telle approche sera très probablement rejetée par l'Union européenne.

Date	Heure	Pays	Indicateurs	Periode	Précédent	nsensus Reutisations	Crédit Agricole	Unité
27-févr	6:30	NL	Manufacturing Confidence	Feb	10,3			
27-févr	8:45	FR	Consumer Confidence	Feb	104,0			
27-févr	9:00	ES	HICP Flash YY	Feb				%
27-févr	9:00	SE	Consumer Confidence SA	Feb	107,2			
27-févr	10:00	IT	Consumer Confidence	Feb	115,5			
27-févr	10:30	PT	Business Confidence	Feb	1,9			
27-févr	10:30	PT	Consumer Confidence	Feb	1,3			
27-févr	11:00	IT	Flash Trd Bal Non-EU	Jan	6,2			Mds EU
27-févr	11:00	ZE	Business Climate	Feb	1,5			
27-févr	11:00	ZE	Consumer Confid. Final	Feb				
27-févr	14:00	DE	CPI Prelim YY	Feb		1,5		%
28-févr	1:01	GB	GfK Consumer Confidence	Feb	-9,0		-11,0	
28-févr	8:00	DE	GfK Consumer Sentiment	Mar	11,0			
28-févr	8:45	FR	GDP Detailed QQ	Q4	0,6		0,6	%
28-févr	8:45	FR	CPI (EU Norm) Prelim YY	Feb				%
28-févr	9:30	SE	GDP QQ	Q4				%
28-févr	9:30	SE	Retail Sales MM	Jan	-1,4			%
28-févr	10:00	DE	Unemployment Rate SA	Feb	5,4	5,4		%
28-févr	10:00	ES	Current Account Balance	Dec	3,0			Mds EU
28-févr	11:00	IT	Consumer Price Prelim YY	Feb				%
28-févr	11:00	GR	Retail Sales YY	Dec	-2,9			%
28-févr	11:00	ZE	Inflation, Flash YY	Feb		1,2		%
28-févr	12:00	PT	Unemployment Rate	Jan	7,8			%
28-févr	12:00	PT	GDP QQ Final	Q4			0,7	%
01-mars	8:30	SE	PMI Manuf MM	Feb	57,0			
01-mars	9:00	ES	GDP QQ	Q4	0,7		0,7	%
01-mars	9:00	NO	Manufacturing PMI SA	Feb	59,0			
01-mars	9:15	ES	Manufacturing PMI	Feb	55,2			
01-mars	9:45	IT	Markit/ADACI Mfg PMI	Feb	59,0			
01-mars	9:50	FR	Markit Mfg PMI	Feb	56,1			
01-mars	9:55	DE	Markit/BME Mfg PMI	Feb	60,3	60,3		
01-mars	10:00	IT	Unemployment Rate	Jan	10,8			%
01-mars	10:00	GR	PMI Manufacturing	Feb	55,2			
01-mars	10:00	ZE	Markit Mfg Final PMI	Feb	58,5	58,5		
01-mars	10:30	GB	BOE Consumer Credit	Jan	1,5			Mds GB
01-mars	10:30	GB	Mortgage Lending	Jan	3,7			Mds GB
01-mars	10:30	GB	Markit/CIPS Mfg PMI	Feb	55,3		55,6	
01-mars	11:00	ZE	Unemployment Rate	Jan	8,7	8,7		%
02-mars	8:00	DE	Retail Sales MM Real	Jan	-1,9			%
02-mars	10:00	IT	GDP Final QQ	Q4			0,3	%
02-mars	10:30	GB	Markit/CIPS Cons PMI	Feb	50,2			

Sources : Thomson Reuters, Crédit Agricole S.A

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
12/02/2018	Europe – L'actualité de la semaine	Europe
16/02/2018	Pays émergents - L'actualité de la semaine	Emergents
15/02/2018	Enjeux politiques – Populismes : le piège se referme en République tchèque	République tchèque
15/02/2018	France – Travail temporaire : tendances à mi-février 2018	France, sectoriel
14/02/2018	France – Établissements de santé : tendances à mi-février 2018	France, sectoriel
13/02/2018	France – Transports routiers de marchandises : tendances à mi-février 2018	France, sectoriel
12/02/2018	Europe – L'actualité de la semaine	Europe
02/02/2018	France - Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2018-2019	France, immobilier
23/01/2018	Roumanie – Conjoncture : entre croissance et incertitudes	Roumanie
19/01/2018	Royaume-Uni - Scénario 2018-2019 : perspectives au T4-2017	Royaume-Uni
19/01/2018	Allemagne - Enjeux politiques	Allemagne
18/01/2018	Italie : Conjoncture : Un cercle vertueux à ne pas entraver	Italie, éco et bancaire
15/01/2018	France – Scénario 2018-2019 : perspectives au T4-2017	France
15/01/2018	Allemagne – Scénario 2017-2018 : perspectives au T4-2017	Europe
20/12/2017	Monde – Scénario macro-économique 2017-2018 : cruelle imagination	monde
13/12/2017	Espagne – Enjeux politiques : Enjeux et conséquences des élections catalanes	Espagne
13/12/2017	Le baromètre des médias en France	Médias, sectoriel
21/11/2017	Allemagne – Enjeux politiques : quels scénarios après l'échec des négociations de la coalition Jamaïque ?	Allemagne

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Armelle SARDA – Paola MONPERRUS-VERONI

France : Olivier ELUERE, Ludovic MARTIN

Zone euro : Léopold JOUVEN, Paola MONPERRUS-VERONI, Anna SIENKIEWICZ, Philippe VILAS-BOAS

Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Documentation : Dominique PETIT

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

iPad : application [Études ECO](#) disponible sur App store

Android : application [Études ECO](#) disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.