

Climat des affaires en Europe : ça commence à craquer

Jeudi 23 Juin 2022

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

Le climat des affaires en zone euro a significativement faibli en juin. Dans le secteur manufacturier, la cause en est la persistance des contraintes sur la production, sans espoir d'apaisement à horizon visible compte tenu de la guerre en Ukraine et de la crise énergétique qui lui est liée. Dans les services, comme il était prévisible, l'effet de réouverture post-Omicron s'épuise. Les conditions courantes s'érodent modérément, en particulier touchant l'emploi, mais les perspectives de demande baissent nettement sur fond de tensions inflationnistes. Pour ne rien arranger, la BCE a provoqué un sévère resserrement des conditions financières.

Au-dessous de la normale

Depuis le début de la guerre en Ukraine, il y a quatre mois, la lecture des enquêtes de confiance des entreprises européennes donnait un sentiment mitigé. Il y avait des signes de faiblesse certes, le contraire eût étonné vu la soudaineté et la gravité de ce choc, mais ils n'étaient ni assez diffus entre les secteurs, ni assez forts pour signaler un retournement significatif. De plus, comme ce conflit est survenu alors que le moral était bien supérieur à la normale, cela laissait un coussin de sécurité avant d'aborder les niveaux critiques. **Il n'y a plus aucune ambiguïté dans les signaux envoyés par les entreprises de la zone euro en juin : ils sont tous négatifs.**

Selon les estimations flash des enquêtes PMI réalisées du 13 au 21 juin¹, le fléchissement s'est nettement accentué, tous pays et secteurs confondus (tableau). Dans le secteur manufacturier, le moral des directeurs d'achat recule pour le cinquième mois à la file. Dans le secteur des services, jusqu'alors bien aidé par le rattrapage consécutif au reflux de la vague Omicron, c'est la deuxième baisse de suite. **En zone euro, les indices de climat des affaires restent au-dessus du "seuil critique" d'entrée en récession (50 points) mais repassent tous sous leur niveau pré-Covid. Cela présage un freinage de la croissance de l'activité au second semestre 2022.**

		Purchasing Managers Indices (PMI)									
		pre-Covid	2020-2021		Q1	Q2	May	June	June 2022 vs...		
		2015-2019	Trough	Peak	2022	2022	2022	2022	May	Q2	pre-Covid
Eurozone	manufacturing	53.0	33.4	63.4	57.8	54.0	54.6	52.0	↓	↓	↓
	services	54.0	12.0	59.8	54.1	55.5	56.1	52.8	↓	↓	↓
	composite	53.9	13.6	60.2	54.2	54.2	54.8	51.9	↓	↓	↓
Germany	manufacturing	53.2	34.5	66.6	58.4	53.8	54.8	52.0	↓	↓	↓
	services	54.3	16.2	61.8	54.7	55.0	55.0	52.4	↓	↓	↓
	composite	54.2	17.4	62.4	54.8	53.1	53.7	51.3	↓	↓	↓
France	manufacturing	52.0	31.5	59.4	55.8	53.8	54.6	51.0	↓	↓	↓
	services	53.5	10.2	57.8	55.3	57.2	58.3	54.4	↓	↓	↑
	composite	53.2	11.1	57.4	54.8	55.8	57.0	52.8	↓	↓	↓

*for services and composite, output index.

Par ailleurs, vu l'état des relations UE-Russie, les perturbations logistiques et les tensions inflationnistes attisées par la guerre en Ukraine ne sont pas sur le point de s'apaiser. Sanctions d'un côté, réduction des livraisons de gaz de l'autre, tout fait craindre des pénuries. **Il est tout à fait possible que les gouvernements européens aient à rationner la distribution d'énergie dans les prochains mois, du moins travaillent-ils sur des plans d'urgence de ce type. Dans cette extrémité, nul ne peut douter que cela provoquerait une contraction d'activité.** Les pays ayant un secteur industriel large sont les plus directement exposés. L'Allemagne est ici en première ligne².

¹ En France, l'enquête mensuelle de l'INSEE, réalisée sur une période plus longue, du 27 mai au 20 juin, signale aussi un reflux du climat des affaires mais plus modéré que l'enquête PMI. Se pourrait-il que le fléchissement du sentiment se soit brutalement accentué ces derniers jours, précisément alors qu'il n'est partout question que de récession ou de risque de récession ? Il y a des craintes qui peuvent être auto-réalisatrices.

² Voir notre Flash éco du 30 mars 2022 : "Allemagne : au bord de la récession". Le rapport mensuel de la Bundesbank en avril estimait qu'un embargo sur l'énergie pourrait provoquer sans délai une perte d'activité de 5 points de PIB, dont plus de la moitié lié à des effets de rationnement.

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.

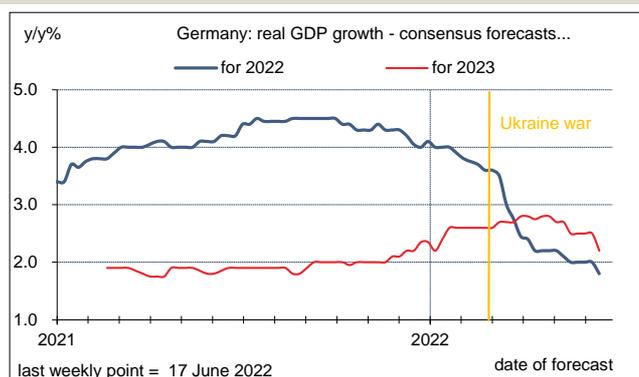


Le rationnement de l'énergie est la menace majeure pour l'activité en Europe. Dans un cycle économique plus ordinaire, on est davantage enclin à s'interroger sur l'éventuel rationnement de l'emploi ou du crédit³. En ces domaines, les nouvelles récentes ne pas aussi alarmistes, loin s'en faut.

- A ce jour, il n'y a pas d'indications que les conditions du marché du travail se soient nettement affaiblies. En France, par exemple, les données d'embauches dans le secteur privé connues jusqu'en mai et l'indice du climat de l'emploi jusqu'en juin pointent toujours dans le sens d'une progression de l'emploi supérieure à la normale. Un freinage des créations d'emploi est vraisemblable au S2 2022 mais rien ne laisse présager une chute soudaine.
- Concernant le crédit, les signaux sont plus sombres. Depuis le printemps, les banques ont resserré leurs standards de prêt. De plus, la vive remontée des taux d'intérêt est amenée à se répercuter sur les taux d'emprunt et la demande, notamment sur le segment hypothécaire. En Allemagne, sur la base des corrélations passées, les taux de crédit immobilier réagissent presque un-pour-un et sans grand délai au rendement du Bund. Après une hausse de plus de 150bp depuis le début de l'année, cela mettrait le coût d'emprunt au plus haut depuis 2011. Après une hausse soutenue au rythme d'environ 1% par mois depuis deux ans, les prix des logements donnent des premiers signes de repli.

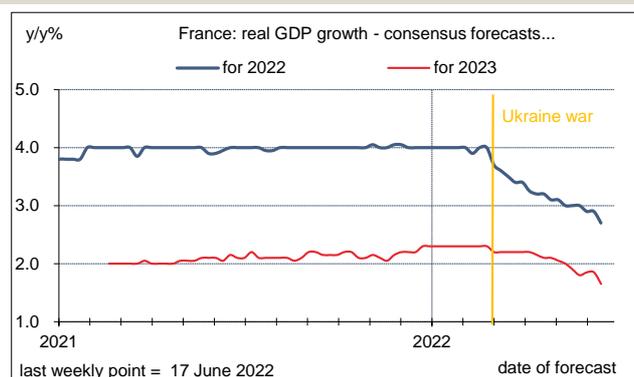
La guerre en Ukraine a totalement changé les perspectives économiques de l'Europe. Depuis février, les prévisions de croissance ont été abaissées de manière substantielle, davantage en Allemagne (graphe de gauche) qu'en France (graphe de droite). Compte tenu de la croissance embarquée après le fort rebond de 2021, les moyennes annuelles ne doivent pas faire illusion. Les prévisions du consensus se situent désormais juste un peu au-dessus du seuil d'entrée en récession, dans une zone où le PIB réel progresserait de 0.1% à 0.2% par trimestre.

Allemagne : consensus sur la croissance du PIB réel



Sources : Consensus Inc, Bloomberg, Oddo BHF Securities

France : consensus sur la croissance du PIB réel



Outre la guerre, la fragilité de l'économie européenne a été accentuée par la BCE.

Depuis février, dans la région la plus exposée aux répercussions négatives de ce choc, la BCE tient un discours de plus en plus agressif au point que, sur cette période, le resserrement des conditions financières a été plus fort en zone euro qu'aux Etats-Unis. Ni l'état de la demande (il n'y a pas d'excès généralisé en zone euro), ni la dynamique des salaires, ni les causes profondes du choc d'inflation (contraintes d'offre) ne peuvent justifier un tel écart. En somme, les marchés n'ont pas attendu que la BCE délivre les hausses de taux pour s'ajuster, et la BCE n'a rien fait pour infléchir les anticipations de taux des marchés. Logique circulaire ! Il a fallu la surréaction des spreads souverains la semaine passée pour que la BCE consente à réagir en promettant d'élaborer un outil anti-fragmentation. **La prochaine réunion de la BCE est fixée au 21 juillet⁴. Il est trop tard maintenant pour stopper le train des hausses de taux de la BCE, mais peut-être pas pour en modérer la vitesse. Au lendemain de cette réunion seront publiées les estimations flash des PMI du mois de juillet. On espère qu'ils ne tomberont pas au-dessous des 50 points. Ce serait vraiment ballot.**

³ Voir notre Flash éco du 19 mai 2022 : "Zone euro : l'emploi résiste, le crédit un peu moins".

⁴ Voir notre Flash éco du 10 mai 2022 : "La BCE et la malédiction du mois de juillet".



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).
Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Réglementations des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Louis paul ROGER, Président (louis-paul.roger@oddo-bhf.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 646-286-2137.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & cie.