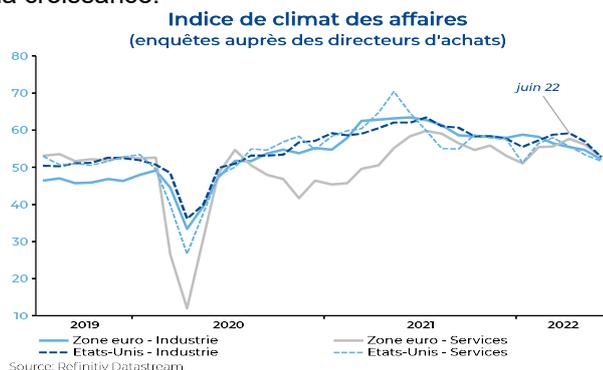


8 juillet 2022

## Premiers signes de ralentissement de l'activité

- Après avoir plutôt bien résisté jusqu'ici, **les enquêtes de conjoncture ont donné des signes d'affaiblissement de l'activité en juin**. A très court terme, **des contre-forces existent**. La première est le rebond de l'économie chinoise, sous l'effet de la levée progressive des contraintes sanitaires. La seconde est une certaine normalisation des déplacements, y compris à l'international, qui favorise le redémarrage des activités touristiques. Enfin, on peut espérer que certains goulets d'étranglement au niveau de l'offre de produits industriels finissent par se desserrer. On pourrait ajouter la politique budgétaire dans certains pays, avec la mise en œuvre de mesures destinées à lutter contre les conséquences de l'inflation, comme en France. Mais la charge de la dette va augmenter avec la hausse des taux longs, ce qui va limiter les capacités d'action des Etats.
- Les banques centrales ont commencé à resserrer leur politique monétaire avec en perspective une hausse marquée des taux directeurs alors qu'elles ont mis fin à leurs programmes d'achats d'actifs. **En zone euro, l'équation est compliquée par le fait que, par nature, l'Union monétaire implique que la politique mise en œuvre s'applique à plusieurs pays qui connaissent des conditions économiques différentes**. Les écarts de rendement entre les pays considérés comme les plus fragiles, surtout l'Italie, et ceux du noyau dur de la zone euro se sont creusés, notamment du fait de l'importance de la dette publique. La BCE devrait présenter un nouvel outil en juillet, lui permettant à la fois de lutter contre l'inflation et de préserver l'intégrité de l'Union monétaire.
- **Dans un contexte de resserrement monétaire marqué, les taux longs ont fortement augmenté jusqu'à la mi-juin. Ils se sont ensuite détendus du fait des craintes de freinage marqué de l'activité**. Pendant ce temps, **les indices boursiers sont restés orientés à la baisse**, d'abord avec la poursuite de la remontée des taux longs, ensuite sous l'effet de la dégradation des perspectives d'activité.
- Dans un environnement géopolitique toujours empreint d'une grande incertitude, **l'arrêt partiel des livraisons de Gazprom à plusieurs pays européens pourrait être une source de difficulté d'approvisionnement énergétique pour la fin de l'année**, ce qui génère un nouveau risque sur la croissance.



Alain Henriot

(contributeurs P. Aurain, M. Blanchet, C. Ponton et R. Rabeantoandro)

Pour recevoir automatiquement nos publications par mail, abonnez-vous !

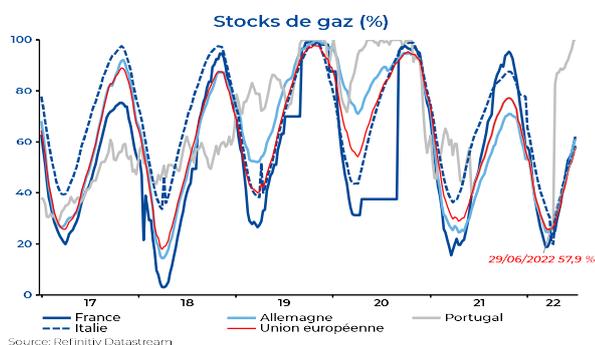
[CLIQUEZ ICI](#)

## ZONE EURO – Une équation complexe pour la BCE

**En juin, les indices PMI fléchissent.** Dans l'industrie, l'indice reste au-dessus du seuil de 50 mais la composante production passe en dessous, décrivant donc une contraction de l'activité pour la première fois depuis les confinements du printemps 2020. Dans les services, l'indice se replie aussi très nettement, tout en se maintenant au-dessus de 50. De manière plus qualitative, les chefs d'entreprise indiquent que le tourisme et les loisirs, qui avaient enregistré des hausses record en avril et en mai, ont vu leur activité se tempérer en juin (conséquence de la hausse du coût de la vie, fin du rattrapage *post* pandémie). La croissance a également ralenti dans les secteurs des transports et des services industriels, tendance reflétant notamment la dégradation de la conjoncture manufacturière. Les activités financières auraient aussi été pénalisées par le durcissement des conditions de crédit.

**L'inflation est encore montée d'un cran en juin (à 8,6 % un an après 8,1 % en mai).** La hausse des prix des produits alimentaires se renforce (+8,9 % sur un an). La modération des prix de l'énergie observée en mai ne se prolonge pas (+41,9 % sur un an après +39,1 % le mois précédent). Invoquant des problèmes techniques, le producteur russe Gazprom a fortement réduit ses livraisons de gaz à travers le gazoduc *Nord Stream 1*. Les craintes de pénurie ont fait bondir de nouveau le prix du gaz sur le marché européen. Le niveau des stocks de gaz n'est pas particulièrement bas pour cette période de l'année mais un arrêt définitif des livraisons russes rendrait quasiment impossible leur reconstitution à l'automne prochain. La hausse des prix des produits manufacturés augmente peu (4,3 % après 4,2 %) et celle des services plafonne (3,4 % après 3,5 %). Cette accalmie pourrait n'être que temporaire si le renchérissement de l'énergie se poursuit.

Par ailleurs, le marché du travail reste très tendu. Le taux de chômage a légèrement baissé en mai (6,6 % après 6,7 % en avril). Le taux d'emplois vacants était très élevé au 1<sup>er</sup> trimestre. Cela constitue un terreau favorable à une accélération des salaires, sur fond de tensions inflationnistes.

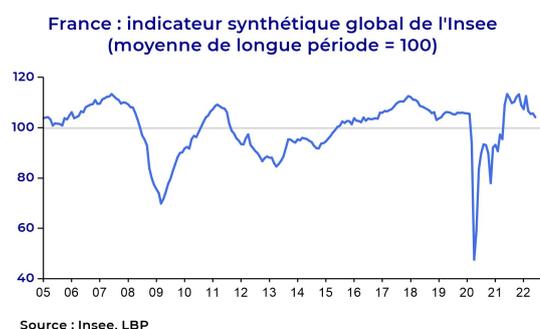


**Lors du Conseil des gouverneurs du 9 juin, la BCE a confirmé le resserrement de sa politique monétaire.** Après avoir mis fin à ses achats d'actifs nets de l'APP début juillet, elle augmentera ses taux directeurs de 25 points de base (pb). Un second relèvement interviendra en septembre (peut-être de 50 pb). Les investisseurs attendent au total une hausse des taux directeurs de 125 pb d'ici la fin de l'année. La BCE devra

cependant gérer les écarts de rendement entre emprunteurs : le taux italien avait dépassé 4 % mi-juin. L'équation n'est pas simple car elle ne peut favoriser un pays vis-à-vis d'un autre. Le réinvestissement ciblé des tombées du PEPP tient la corde, sans peut-être conserver ces titres jusqu'à maturité.

### France – L'équation budgétaire se complique

**En juin, le climat des affaires en France s'effrite.** Si le niveau de l'indicateur qui le synthétise reste supérieur à la moyenne de longue période, l'inflexion est maintenant assez nette par rapport au début d'année. Le climat des affaires marque le pas dans les services (mais reste très favorable pour l'hébergement-restauration) et surtout dans le commerce de détail, les chefs d'entreprise redoutant un freinage de la consommation. En mai les achats de biens se sont un peu redressés mais ils demeurent bien en deçà de leur niveau de fin 2019. La confiance des ménages reste très dégradée. Elle est proche de son point bas de 2013.



**En juin, l'inflation augmente encore un peu (à 5,8 % sur un an après 5,2 % en mai).** Les prix des produits alimentaires et de l'énergie accélèrent alors que la hausse des prix des services plafonne. L'augmentation des prix des produits manufacturés se tempère un peu.

**En juin, le solde d'opinions des grandes entreprises et des ETI sur la trésorerie d'exploitation (enquête AFTE/Rexecode) cesse de se dégrader. Il est proche du niveau observé en 2018-2019.** Rappelons que mi-avril, les TPE et PME françaises jugeaient la situation de trésorerie globalement favorable malgré une légère dégradation liée aux hausses de coûts que la guerre en Ukraine avait accentué (baromètre BPI/Rexecode).

**Le gouvernement a annoncé le 7 juillet un ensemble de mesures.** La remise carburant sera prolongée jusqu'à fin septembre avant d'évoluer vers un dispositif ciblé sur les déplacements professionnels. Entre avril et juin, 3 Md€ ont été budgétés pour financer la remise de 18 centimes. La prolongation jusqu'à fin 2022 du "bouclier tarifaire" (plafonnement des prix de l'électricité et du gaz) est actée. Son coût avoisinerait 14 Md€ pour 2022. Un « chèque alimentation » sera destiné aux foyers les plus modestes. Une hausse rétroactive au 1<sup>er</sup> juillet de 4 % interviendra pour un ensemble de prestations sociales et la prime d'activité. Le point d'indice des fonctionnaires est relevé de 3,5 %. L'équation budgétaire va être compliquée par la remontée des taux d'intérêt et de l'inflation : **le coût des obligations indexées augmenterait la charge de la dette de 15 Md€ en 2022.**

La production industrielle mondiale s'était tassée en avril, du fait de la contraction de la production chinoise. **L'indice PMI mondial est resté quasiment stable en juin** (au plus bas depuis 22 mois) malgré le redressement observé en Chine. **Si l'on se restreint à la composante « production », cette dernière marque un réel rebond en juin mais qui s'appuie essentiellement sur le redressement de la Chine avec la levée des contraintes sanitaires. Hors Chine, l'indice fléchit nettement par rapport à mai, s'approchant de la zone de stagnation de l'activité.**

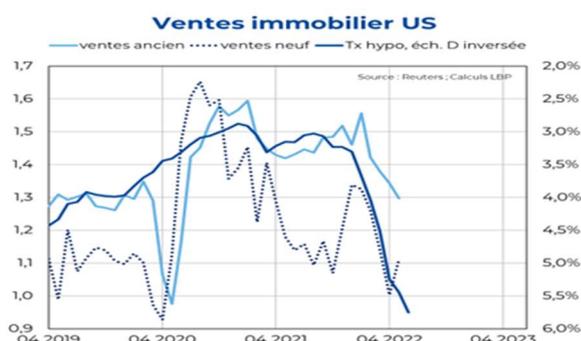
## ETATS-UNIS – Un ralentissement inévitable

**Au mois de mai, la production industrielle a augmenté de 0,2% (5,5% g.a), variation mensuelle la plus faible depuis janvier 2022.** Le taux d'utilisation des capacités est monté à 79,2 % (vs moyenne long terme 79,5).

**Les indicateurs de tensions salariales semblent repartir à la hausse (graphique).** Le salaire moyen horaire a crû de 5,2% (sur un an), l'indice d'Atlanta de 5,5% et le revenu personnel de +0,5% sur le mois. Le RDB a crû de 0,5% et le pouvoir d'achat a légèrement baissé (-0,1%). **Les ventes au détail de mai sont en baisse de -0,3%** principalement à cause de l'automobile (+0,5% ex auto). La consommation réelle a baissé de -0,4%. (vs 7,3% au T4 2019). La consommation voit un redressement progressif des services (immobilier, hôpitaux et voyages) au détriment des biens (automobiles). Le taux d'épargne rebondit à 5,4%.



**Concernant l'immobilier, si les ventes de neuf ont rebondi de 10% en mai, les permis ont diminué de -7% sur le mois et les mises en chantier de -14%.** Dans l'ancien, les ventes ont baissé de -3,4% sur le mois (-17% depuis fin janvier). Le marché montre des signes de faiblesse alors que le taux Mortgage 30 ans atteint 5,7% au 27 juin. Paradoxalement, les prix dans l'ancien (CS20) continuent à progresser à 21,2% a/a. malgré la hausse des taux 30 ans.



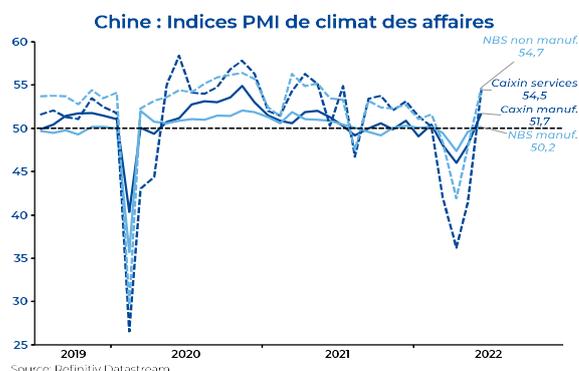
**Les indicateurs du mois de juin envoient des signaux de ralentissement persistants.** Le PMI manufacturier S&P s'établit au plus bas sur 23 mois à 52,4. Le S&P PMI service à 52,7 est au plus bas sur 3 mois. Le ralentissement est marqué sur le dernier mois. La confiance des consommateurs est au plus bas (Michigan 50). Néanmoins, l'emploi résiste. Ainsi les inscriptions hebdomadaires au chômage sont proches de leur moyenne au 30 juin à 230 K (2017-2019 à 225 K), le nombre des bénéficiaires d'indemnités reste inférieur au niveau pré-crise (1330 K vs 1800 K moy. 2017-2019), les créations nettes d'emplois (NFP) restent élevés à 372 K (vs 180 K moy. 2017-2019) avec un taux de participation en baisse de 0,1 ppt à 62,2% (vs 63% 2017-2019). Le chômage s'établit inchangé à 3,6%.

**L'inflation du mois de mai est ressortie à 8,6% (6% sous-jacente).**

**La FED a augmenté son taux directeur de 75 pb en juin (à 1,5-1,75%) et la hausse est attendue au même niveau en juillet.** Les « Dots » reflétant les prévisions des membres du Comité monétaire indiquent un taux de référence à 3,4% fin 2022. La vente d'actif a commencé en juin (47 Md\$) et va s'accroître.

## CHINE – Politique du « stop and go »

**Les autorités continuent d'appliquer une politique de « stop and go » en Chine.** L'activité chinoise s'est contractée en avril et mai 2022 du fait de l'importance des restrictions sanitaires imposées dans des régions industrielles comme Shanghai. **Depuis la mi-mai, les restrictions sont toutefois progressivement levées – en parallèle de la diminution du nombre de nouveaux cas de Covid – et l'activité se redresse.** Au mois de mai, la production industrielle s'est ainsi stabilisée sur un an à +0,7 %, contre -2,9 % sur un an en avril. En particulier, la production de machines & équipements (+7,3 %) et de produits informatiques (+7,3 %) se redressent nettement, tandis que l'industrie automobile reste en difficultés (-7,0 %). Enfin, les ventes au détail se contractent moins sévèrement en mai qu'en avril, à -6,7 % sur un an contre -11,1 % en avril. Les restrictions sanitaires ont continué de peser sur les services, en particulier sur le secteur de la restauration (-21,1 % en mai contre -22,7 % en avril).



**Les indicateurs du climat des affaires indiquent une poursuite de ce redressement de l'activité pour le mois de juin.** Les indicateurs pour le secteur manufacturier repassent en zone d'expansion de l'activité (50), à la fois pour l'indice PMI NBS (à 50,2 après 49,6 en avril) et pour l'indice PMI Caixin-Markit (à 51,7 après 48,1

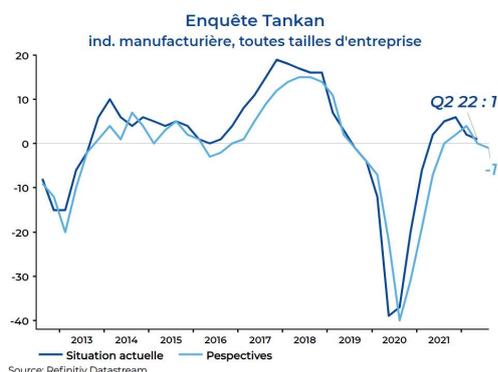
en avril). L'indice de Markit note un redressement des sous-composantes liées à la production et aux nouvelles commandes à l'exportation, qui s'établissait en zone de contraction depuis juillet 2021. De leur côté, les indicateurs dans les services se redressent également nettement avec la levée des mesures de distanciation : l'indice NBS s'établit à 54,7 (après 47,8) et l'indice Caixin-Markit à 54,5 (après 41,4 en mai).

La baisse du nombre de cas de Covid ces dernières semaines a permis un desserrement des mesures sanitaires et un rebond de l'activité. **Des foyers épidémiques sont toutefois réapparus ces derniers jours notamment à Shanghai, où un test massif de la population est en cours.** Cette résurgence des cas de Covid devra être surveillée étroitement, dans la mesure où les autorités chinoise appliquent depuis le début de la crise sanitaire une politique de « zéro-Covid », n'hésitant pas à mettre à l'arrêt l'économie pour endiguer la dynamique épidémique.

### JAPON – Engagement pour une économie plus verte

**Le gouvernement japonais prévoit de créer un fonds de 20 000 Mds de yens (148 Md€), partiellement financé par la tarification du carbone, pour aider les plus grandes industries émettrices de CO<sub>2</sub> à passer sur des moyens de production moins polluants.** Pour atteindre l'objectif gouvernemental de zéro émission nette de gaz à effet de serre à horizon 2050, un investissement, public et privé, à hauteur de 17 000 Mds de yens par an dans la stratégie décarbonation serait nécessaire d'ici la fin de la décennie (contre environ 4 800 Mds de yens actuellement).

**L'indice PMI manufacturier est affiché à 52,7 pour le mois de juin (après 53,3 en mai).** Cette nouvelle baisse fait suite au ressenti d'un ralentissement de la demande lié à la hausse des prix. En outre, **l'indice Tankan (indicateur de mesure de la confiance des entreprises) du 2<sup>ème</sup> trimestre s'est beaucoup affaibli et anticipe même une dégradation à venir de l'activité.**



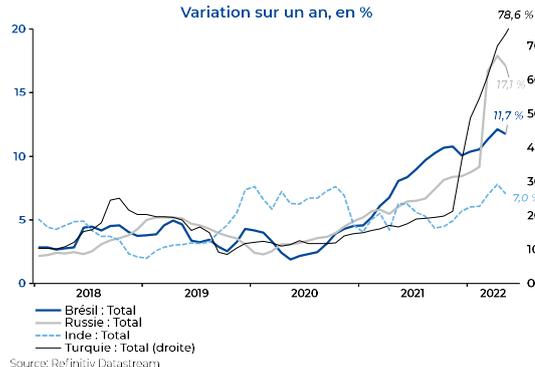
**Les prix à la consommation ont augmenté de 2,5 % sur un an en mai (+2,1 % pour l'indicateur hors produits alimentaires frais suivi par la Banque du Japon et +0,2 % pour le sous-jacent). La hausse des prix de l'énergie continue de se tempérer (+17,1 %) mais celle des prix de l'alimentation (+4,1%) devrait se poursuivre** car la hausse des coûts de production n'a pas encore été pleinement répercutée dans les prix de vente.

### PAYS EMERGENTS – Petite respiration sur le front de l'inflation

**La production industrielle s'est repliée nettement en Asie émergente depuis mars.** Le repli de l'activité industrielle en Chine a emmené dans son sillage une partie de l'Asie émergente : la production industrielle recule de -4,3 % en Thaïlande en avril et de -0,7 % à Taïwan. Les signaux du mois de mai et de juin sont plus positifs avec le rebond progressif de l'activité chinoise. Elle progresse de nouveau fortement en Inde (+9,0 %) en raison notamment de la forte progression de la production d'engrais avec comme intrant le pétrole russe. Depuis le début du conflit en février, notons que la production industrielle russe a reculé de 2,1 %.

**La hausse de l'inflation marque un temps d'arrêt dans les économies émergentes.** En mai, l'inflation ralentit au Brésil (+11,7 % sur un an, après +12,1 %) soutenu par le ralentissement des prix dans l'alimentaire ; ainsi qu'en Inde (+7,0 % après +7,8 %) où il concerne tous les produits et en Russie (11,7 % après 12,1 %). Elle continue d'être à des niveaux alarmants en Turquie (+79 %).

Prix à la consommation (Brésil, Russie, Inde, Turquie)  
Variation sur un an, en %



**Des économies émergentes très inégales face au choc sur les matières premières.** D'après l'OCDE, l'Arabie saoudite, la Russie et la Colombie sont les pays qui tirent le plus partie de l'envolée des prix des MP en raison l'excédent commercial sur ces produits ; alors que l'Inde, la Thaïlande et la Turquie sont les plus exposés. Les risques d'approvisionnement, notamment sur les denrées alimentaires, sont aussi importants pour certains pays comme les pays d'Afrique du Nord et du Proche-Orient.

**La phase de resserrement monétaire continue.** Comme prévu, la banque centrale du Brésil a augmenté de nouveau son taux directeur (à 13,25 %, +50 bps). Une nouvelle hausse est attendue mi-août et le taux devrait être maintenu à un haut niveau sur une assez longue période. Le taux directeur a été aussi augmenté au Mexique (à 7,75 %, +75 bps). En revanche, la banque centrale russe a de nouveau baissé son taux directeur en mai (à 9,5 % après 11,0 %) après la forte appréciation du rouble.

## PETROLE – Offre et demande, un équilibre à trouver

De nombreuses incertitudes pèsent sur les anticipations d'offre et de demande de pétrole, ce qui rend le cours très volatil : il se maintient autour de 100 \$ le baril début juillet, après un pic à 125 \$ en juin. Les craintes autour des perspectives de demande, dans un contexte de ralentissement dans les économies développées ont pesé sur le cours. La reprise de l'activité en Chine pourrait toutefois stimuler davantage que prévu la demande. Côté offre, les pays membres de l'OPEP+ ont annoncé début juin une augmentation de leur production de +648 kb/j en juillet, contre +432 kb/j ces derniers mois. Toutefois, les pays de l'OPEP peinent à atteindre leurs cibles : en juin, la production OPEP a diminué de 100 kb/j par rapport à mai, notamment du fait de fortes baisses en Libye et au Nigéria. Enfin, **les exportations de pétrole russe restent dynamiques (à 7,8 mb/j en mai contre 8 en janvier 2022) et se redirigent progressivement vers l'Asie.** La Russie a ainsi exporté 3 mb/j vers l'Asie en mai (dont 2 mb/j vers la Chine et 0,9 mb/j vers l'Inde).



## BOURSE – Correction

Les marchés boursiers ont pris en compte la nouvelle donne sur les taux en revoyant les niveaux de valorisation. Les secteurs de croissance et technologiques ont logiquement sous-performé. Les bourses ont tenté un rebond en fin de mois, les indicateurs avancés de l'activité indiquant un fort ralentissement susceptible d'être pris en compte (à la baisse) par les banques centrales dans le cadencement du resserrement monétaire.

**Le CAC enregistre une performance de -17% sur l'année à fin juin.**



## TAUX A LONG TERME – Forte hausse

Le mois de juin a vu le renforcement des discours de resserrement des banques centrales associé à la poursuite de la progression de l'inflation. La publication des anticipations élevées de taux directeur des membres du Comité monétaire américain et les annonces de hausses des taux européens dès l'été ont entraîné une hausse des taux longs de 30 à 40 bp suivant les pays sur le mois. En fin de mois, les taux ont plutôt reflué en moyenne sur les craintes de ralentissement d'activité.

**L'OAT 10 ans affiche un rendement de 1,96 % fin juin.**



## CHANGE – L'euro avait tenté un rebond au mois de juin

Les annonces de la BCE ont comblé un écart de posture entre les banques centrales américaines et européennes ce qui avait permis une stabilisation de l'euro dollar fin juin.

**Le taux de change €/ \$ s'établissait à 1,05 fin juin**



BOURSE

	NIVEAUX			PERFORMANCE			
	Plus bas en 2022	Plus haut en 2022	01/07/22	en monnaie locale		en euros	
				En 2021	Depuis le 1/1/2022	En 2021	Depuis le 1/1/2022
<b>ETATS-UNIS</b>							
Dow Jones	29 889	36 800	31 097	18,7%	-14,4%	27,6%	-6,7%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>3 667</b>	<b>4 797</b>	<b>3 825</b>	<b>26,9%</b>	<b>-19,7%</b>	<b>36,3%</b>	<b>-12,5%</b>
Nasdaq Composite	10 646	15 833	11 128	21,4%	-28,9%	30,4%	-22,5%
<b>JAPON</b>							
Nikkei 225	24 718	29 332	25 936	4,9%	-9,9%	1,2%	-16,0%
<b>ZONE EURO</b>							
<b>Euro Stoxx 50</b>	<b>3 428</b>	<b>4 392</b>	<b>3 448</b>			<b>21,0%</b>	<b>-19,8%</b>
<b>France (CAC 40)</b>	<b>5 883</b>	<b>7 376</b>	<b>5 931</b>			<b>28,9%</b>	<b>-17,1%</b>
Allemagne (Dax 30)	12 784	16 272	12 813			15,8%	-19,3%
Espagne (IBEX 35)	7 645	8 934	8 176			7,9%	-6,2%
Italie (FTSE MIB)	21 294	28 163	21 355			23,0%	-21,9%
<b>EUROPE</b>							
FTSE 100 (RU)	6 959	7 672	7 169	14,3%	-2,9%	21,5%	-5,4%
Stoxx	402	494	407			22,2%	-16,5%
<b>MONDE</b>							
MSCI-Monde	2 486	3 248	2 560	20,1%	-20,8%	29,1%	-13,6%
MSCI-Emerging Markets	988	1 267	993	-4,6%	-19,4%	2,5%	-12,1%

TAUX À LONG TERME

Taux à 10 ans	déc-21	juin-22	24-juin	01-juil
Allemagne	-0,31	1,50	1,44	1,23
France	0,05	2,06	1,98	1,80
Italie	1,02	3,63	3,49	3,21
Espagne	0,43	2,65	2,56	2,28
Etats-Unis	1,46	3,15	3,12	2,90
Japon	0,05	0,24	0,23	0,22
Royaume-Uni	0,83	2,38	2,30	2,08

TAUX DE CHANGE

Taux de change	déc-21	juin-22	24-juin	01-juil
1 euro = ... dollars	1,13	1,06	1,06	1,04
1 euro = ... yens	128,76	141,56	142,54	140,37
1 euro = ... sterling	0,85	0,86	0,86	0,86
1 dollar = ... yens	113,92	134,14	135,17	135,19
1 sterling = ... dollars	1,33	1,23	1,23	1,21
1 dollar = ... yuans	6,37	6,69	6,69	6,70

**Pour s'abonner à nos publications :**



[Ouvrir ce lien pour s'abonner](#)

**Direction Finance et Stratégie – Direction des études économiques :**

**Philippe Aurain**, Directeur des études économiques

**Alain Henriot**, Responsable des études économiques

**Maël Blanchet**, Économiste

**Corentin Ponton**, Économiste

**Ranto Rabeantoandro**, Statisticien économiste

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Etudes Economiques de La Banque Postale. Bien que ces informations soient établies à partir de sources considérées comme fiables, elles ne sont toutefois communiquées qu'à titre indicatif. La Banque Postale ne saurait donc encourir aucune responsabilité du fait de l'utilisation de ces informations ou des décisions qui pourraient être prises sur la base de celles-ci. Il vous appartient de vérifier la pertinence de ces informations et d'en faire un usage adéquat.

[www.labanquepostale.com](http://www.labanquepostale.com)

---

La Banque Postale – Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 6 585 350 218 euros  
Siège social et adresse postale : 115 rue de Sèvres – 75 275 Paris Cedex 06  
RCS Paris 421 100 645 – Code APE 64 19Z, intermédiaire d'assurance, immatriculé à l'ORIAS sous le n° 07 023 424