

Perspectives

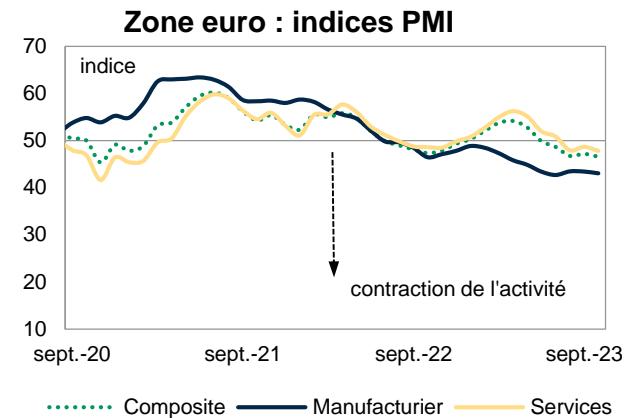
N°23/294 – 6 novembre 2023

ZONE EURO – Les enquêtes PMI d'octobre signalent un nouveau repli de l'activité et un premier recul de l'emploi

À 46,5 points en octobre (après 47,2 en septembre), l'indice PMI composite pour la zone euro enregistre sa cinquième baisse consécutive et atteint son plus bas niveau depuis trois ans. Si on exclut la période de la pandémie, le recul de l'activité est le plus marqué de la dernière décennie. Néanmoins, cette dynamique est à relativiser, compte tenu des rythmes très soutenus de départ en lien avec la réouverture *post-pandémie*. La baisse des nouvelles commandes accélère fortement, continuant de réduire les arriérés de production. Malgré ces évolutions, la confiance s'améliore légèrement avec des perspectives de production en hausse.

Dans le secteur manufacturier, l'indice se dégrade davantage (à 43 points après 43,4) pour le septième mois consécutif. Une nouvelle forte baisse des commandes est à l'œuvre, mais elle s'accompagne d'une baisse significative des stocks de produits finis, de sorte que le ratio commandes/stocks se redresse pour la première fois depuis le mois de mars. Les achats d'intrants sont aussi réduits et avec une baisse des commandes plus rapide que la baisse de la production, les arriérés de travail continuent de se réduire, limitant ainsi la production future. Les directeurs d'achats anticipent encore une expansion de la production manufacturière future mais son rythme est en voie d'épuisement. La contraction des embauches en cours depuis quatre mois s'accentue.

Dans les services, l'indice (à 47,8 points après 48,7) signale le troisième mois consécutif de contraction de l'activité avec une accélération de celle-ci. Malgré la dégradation des nouvelles affaires, l'activité future est signalée en plus forte expansion. Les créations d'emplois toujours positives perdent néanmoins de la vigueur.



Sources : S&P Global, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – La demande affiche des signes clairs d'affaiblissement dans la zone euro. Demande et activité sont déjà affectées dans le secteur du logement et le volume des dépenses des entreprises s'adaptent à des taux d'intérêt bien supérieurs au niveau d'équilibre. La transmission du resserrement monétaire est puissante, notamment via le canal bancaire, à la fois sur les volumes et sur les taux. Et une partie de la transmission est encore dans les tuyaux et se manifestera d'ici la moitié de 2024. La masse monétaire dans la zone euro s'est encore réduite au mois de septembre sur un an (-1,2%, après -1,3% pour M3) avec parmi ses contreparties une forte diminution de la contribution, toujours positive, du crédit au secteur privé (avec une moindre progression sur un an de 0,2% après 0,6%). Le ralentissement des crédits (ajustés) aux sociétés non-financières (SNF) est plus marqué (de 0,7% sur un an à 0,2%) que celui des crédits aux ménages (de 1% sur un an à 0,8%). Surtout lorsqu'on compare les premiers à leur pic de croissance post-crise financière de 8,9% en septembre-octobre 2022.

Pour le crédit aux ménages, le ralentissement est intervenu un peu plus tôt et à partir d'un taux de croissance moins élevé (le pic post-crise financière étant un rythme de 4,6% en avril-juin 2022). Néanmoins le ralentissement du crédit logement est aussi très marqué avec une progression de seulement 0,2% sur un an en septembre. La baisse de la demande de crédit a été significative et plus forte qu'anticipé au T3 2023 selon l'enquête BLS de la BCE, à la fois en provenance des SNF et des ménages, pour ces dernières à la fois pour le crédit logement et le crédit à la consommation.

Pour les entreprises, c'est principalement la baisse de l'investissement et des opérations de fusion-acquisition qui a guidé le repli de la demande de crédit, tandis que les besoins de capital circulant et de stocks ont généré une demande stable de crédit. Les banques anticipent une nouvelle baisse de la demande nette des entreprises et des ménages au T4 2023, bien qu'à un moindre rythme. Mais ce n'est pas que la baisse de la demande qui guide l'affaiblissement des flux de crédit. L'offre aussi se réduit avec un nombre de demandes rejetées en hausse et supérieur à leur moyenne historique. Les termes et conditions de crédit se sont aussi fortement resserrés au T3, notamment pour le crédit logement, mais de façon non négligeable aussi pour les SNF. Si le rythme de resserrement s'est un peu relâché il reste supérieur à sa moyenne depuis le T2 2022. Pour le T4 2023, les banques anticipent une poursuite du resserrement à un rythme plus modéré pour les SNF, au même rythme pour le crédit logement et à un rythme plus élevé pour le crédit à la consommation. L'accès au financement bancaire est considéré plus difficile par les banques et le risque porté par le secteur privé plus élevé justifiant ainsi un ultérieur resserrement de l'offre de crédit dans les prochains trimestres.

En dépit de la puissance de la transmission et de son impact visible sur l'inflation, le message de la BCE lors de sa dernière réunion du 26 octobre est le suivant : ne pas se laisser tromper par la proximité de la destination, car le dernier kilomètre est toujours le plus difficile à parcourir. Donc, lors de sa dernière réunion dans laquelle il a maintenu les taux directeurs à leur niveau de 4,5% pour le taux de refinancement et de 4% pour le taux de dépôt, le Conseil des gouverneurs n'a discuté ni une date pour une première baisse des taux, ni de l'ampleur de cette éventuelle baisse. On ne vit plus à l'heure du guidage des anticipations, mais à celle de l'observation des données. La BCE va continuer d'accumuler les preuves d'un repli durable et généralisé de l'inflation. Elle veut surtout s'assurer que le risque d'effets de second tour soit définitivement écarté. La remontée des salaires en 2023 est interprétée par la BCE comme le ratrappage naturel de l'inflation de 2022 et, désormais, elle veut s'assurer que ce processus prendra fin en 2024 avec un ralentissement de la croissance des salaires cohérent avec le processus désinflationniste en cours. Pour l'instant, les informations en provenance des dernières négociations salariales de juin 2023 (avec une croissance sur un an des salaires négociés de 4,3% au T2) pour les douze mois suivants ne signalent pas clairement un point de retournement dans la croissance des salaires, même si l'indicateur avancé Indeed sur les emplois postés signale une nette décélération de la croissance des salaires sur ces emplois depuis le printemps. La BCE veut aussi vérifier à quel point les hausses salariales seront absorbées par les profits sans être entièrement transférées sur les prix. Certes, la réponse des entreprises dépendra des conditions de la demande, déjà négativement affectées par la politique monétaire. La capacité des entreprises à verser des salaires plus élevés paraît déjà diminuée avec une première baisse du taux de marge au T2 2023 dans la zone euro et une moindre contribution des marges à la croissance du déflateur du PIB.

Mais ce ne sera qu'au printemps 2024, à la lumière des premiers résultats des négociations collectives, que la BCE pourra être rassurée sur la stabilité des anticipations d'inflation autour de sa cible. Celles-ci restent encore ancrées dans les enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels (SPF) au T4 et auprès des analystes monétaires (SMA) en septembre qui montrent une stabilité de la médiane des anticipations de long terme à 2%. Les anticipations de marché extraites par les instruments de compensation de l'inflation ont montré une remontée des anticipations à cinq ans dans cinq ans au-delà de 2,5% depuis juillet, imputable surtout à une hausse de la prime pour le risque plus qu'à un relèvement des anticipations. L'affaiblissement des perspectives de croissance a contribué plus récemment à ramener ces anticipations à 2,5%. La BCE surveille avec plus d'attention les derniers résultats du mois d'août de son enquête auprès des consommateurs qui montre une révision à la hausse pour le deuxième mois consécutif de la médiane des anticipations à l'horizon 2026 qui se situe désormais à 2,5%. Cette remontée des anticipations d'inflation, bien qu'à l'horizon d'un an, est signalée aussi par les enquêtes auprès des consommateurs de la Commission européenne de septembre, mais pas par ces mêmes enquêtes auprès des entreprises dans le secteur du commerce de détail, ni des services. Si les indices PMI d'octobre signalent une légère accélération des prix des intrants dans les services, la hausse des prix de vente continue de s'amoindrir avec une compression des marges et, dans l'industrie, tous les indices de prix sont en contraction.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
02/11/2023	France – Conjoncture – Flash PIB : sans surprise, modération de la croissance au T3-2023	France
31/10/2023	Italie – Scénario 2023-2024 : une croissance en panne	Italie
31/10/2023	Royaume-Uni – Scénario 2023-2024 : le resserrement monétaire pèse sur les perspectives	Royaume-Uni
30/10/2023	Zone euro – Scénario 2023-2024 : stagnation entre deux forces puissantes	Zone euro
27/10/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
26/10/2023	En Pologne, une victoire pour l'État de droit et pour l'Europe	PECO
26/10/2023	France – Scénario 2023-2024 : un redémarrage en douceur malgré les vents contraires	France
25/10/2023	France – Le climat des affaires n'est pas au beau fixe, quelles implications pour la croissance ?	France
24/10/2023	Espagne – Plan budgétaire 2024, vers un déficit public de 3%	Zone euro
20/10/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/10/2023	Open Banking, les entreprises en ont-elles pour leurs données ?	Fintech
19/10/2023	Afrique sub-saharienne – La croissance économique est revue à la baisse pour 2023	Afrique
18/10/2023	Hong Kong – L'éternelle question du "peg"	Asie
18/10/2023	Italie – Reprise de la production industrielle, un mirage ?	Italie
17/10/2023	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agroalimentaire
16/10/2023	France – Les ménages et les entreprises modifient leur comportement face à l'inflation	France
16/10/2023	Parole de banques centrales – BCE : la science de la patience ou l'assurance contre le risque	Zone euro
16/10/2023	Scénario 2023-2024 – Inde : de la croissance, mais les vieux démons ne sont jamais loin	Asie
13/10/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
11/10/2023	L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Analyse financière des métiers du grain	Agri-Agroalimentaire
11/10/2023	Italie – La politique budgétaire à la croisée des chemins	Italie
10/10/2023	France – Le pays au top niveau à l'international en termes de PIB ressenti	France
09/10/2023	Égypte – L'inflation au plus haut envoie un signal macro-économique très négatif	Moyen-Orient – Afrique du Nord
06/10/2023	Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un équilibre délicat	Monde

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau – **Statistiques** : DataLab ECO

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

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

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

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

iPad : application **Etudes ECO** disponible sur App store

Android : application **Etudes 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.