

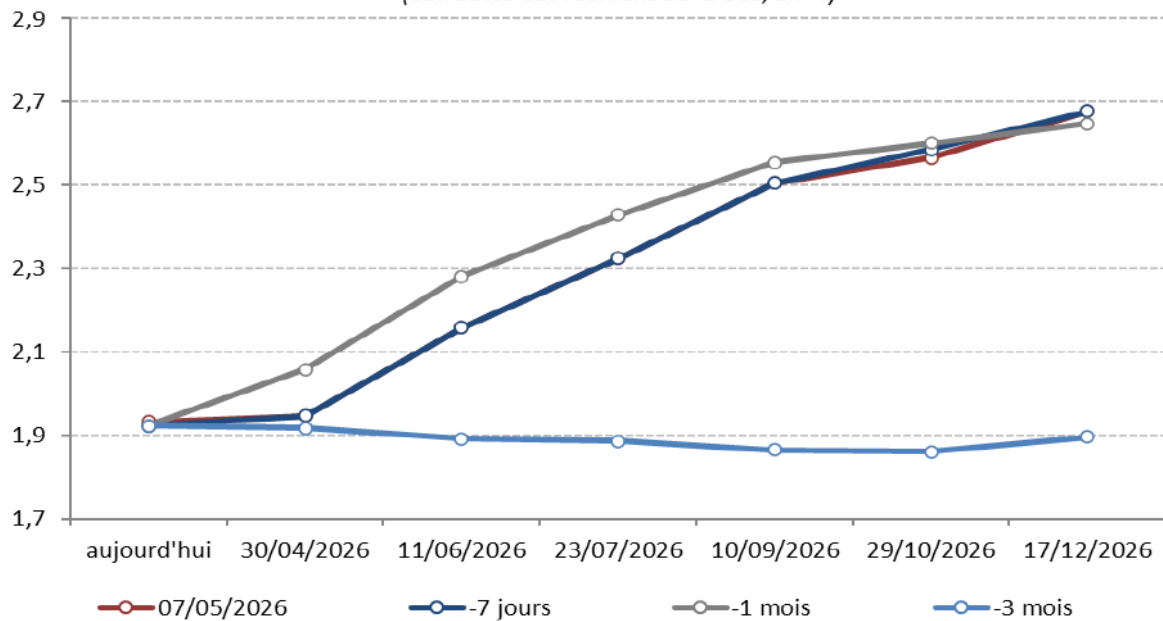
Chronique d'une erreur de politique monétaire annoncée en Europe : que faire en termes de stratégie d'investissement ?

La BCE a évité une hausse des taux au mois d'avril, ce qui est un moindre mal.

Néanmoins, C. Lagarde a clairement indiqué qu'un maintien de la situation actuelle conduirait à une hausse de taux lors de la réunion du mois de juin.

Le marché intègre à 75% la hausse du mois de juin et 2 hausses complètes d'ici la fin d'année (cf. graphique ci-dessous).

Zone euro : attentes de taux effectif de la BCE par les marchés
(aux dates des réunions de la BCE, en %)



Source : Bloomberg, Les Cahiers Verts

Cela a d'ores et déjà abouti à un durcissement des conditions financières avec une hausse des taux longs et de l'euro.

Notre analyse normative via des règles de politique monétaire standard suggère qu'une hausse de 25 pb d'ici la fin d'année serait raisonnable en intégrant le fait qu'il s'agit d'un choc d'offre plutôt qu'un choc de demande.

Néanmoins, les fonctions de réaction empiriques de la BCE indiquent plutôt 50, voire 75 pb de hausse dans le contexte actuel.

La rhétorique de la BCE ne constitue donc pas une surprise. Dans le fond, les années Draghi n'ont semble-t-il constitué qu'une parenthèse, la BCE retournant depuis à son rigorisme historique.

La BCE n'a pas appris des erreurs de 2008 ou encore 2011 (hausse des taux en phase récessive et pendant la crise de la dette souveraine).

En d'autres termes, pour ne pas réitérer l'erreur de 2022 (où elle était en effet quelque peu en retard sur le processus de resserrement), la BCE est prête à refaire celles plus dramatiques (puisqu'elles contribuèrent à des récessions) de 2008 et 2011.

Sur le plan fondamental, ce qui est essentiel pour la conduite de la politique monétaire dans le cadre d'un choc d'offre est la balance entre le risque d'emballement inflationniste en raison d'effets de second tour vs le risque récessif sur l'activité. Nous analysons la balance des risques ci-dessous.

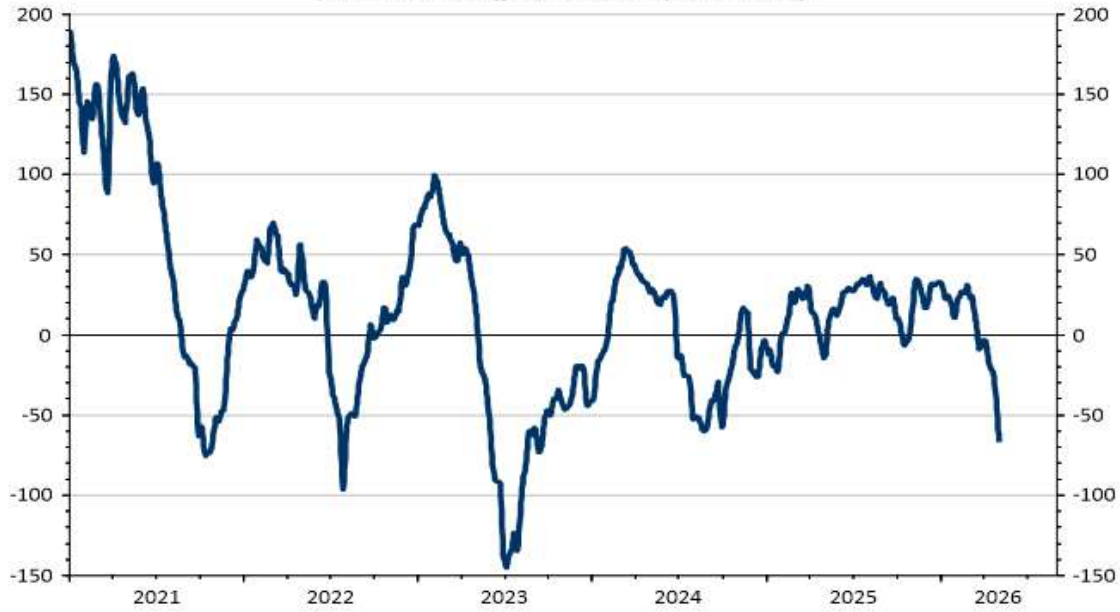
Quelles sont les réelles perspectives d'activité en Europe ?

Nous sommes sans illusions sur le potentiel économique de l'Europe depuis très longtemps et nous étions déjà sous le consensus en matière de prévision de croissance 2026 en début d'année.

Or, la croissance trimestrielle du PIB au T1 s'est limitée à 0,1% (0,8% en glissement annuel), alors même que la guerre d'Iran n'a impacté que le mois de mars. Et les surprises macro évoluaient négativement avant même le mois de mars (cf. graphique ci-dessous).

Indices de surprises macro-économiques Europe

(écart entre les chiffres macro anticipés et réalisés)

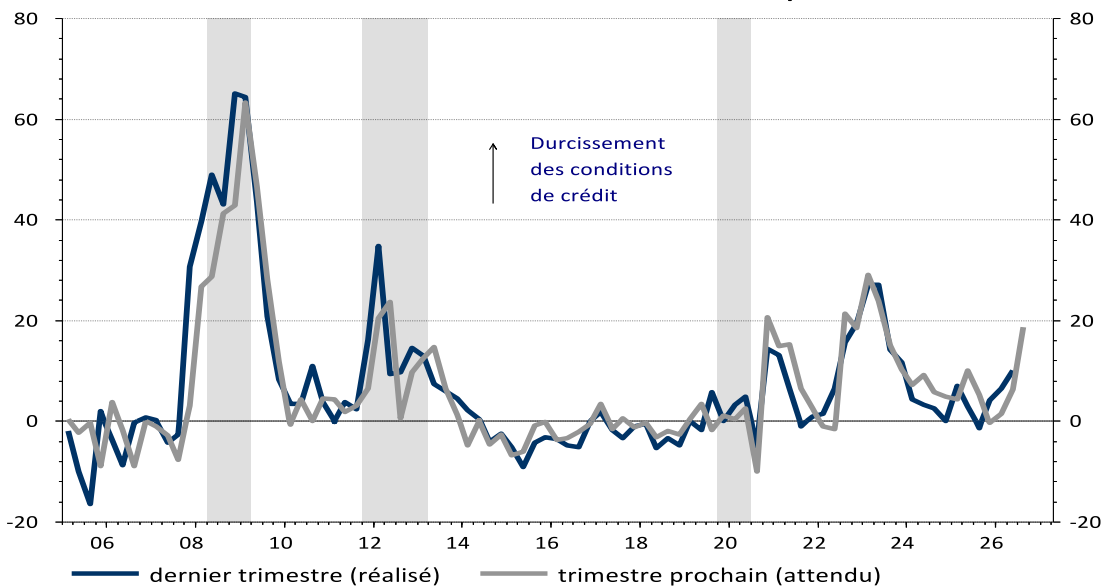


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

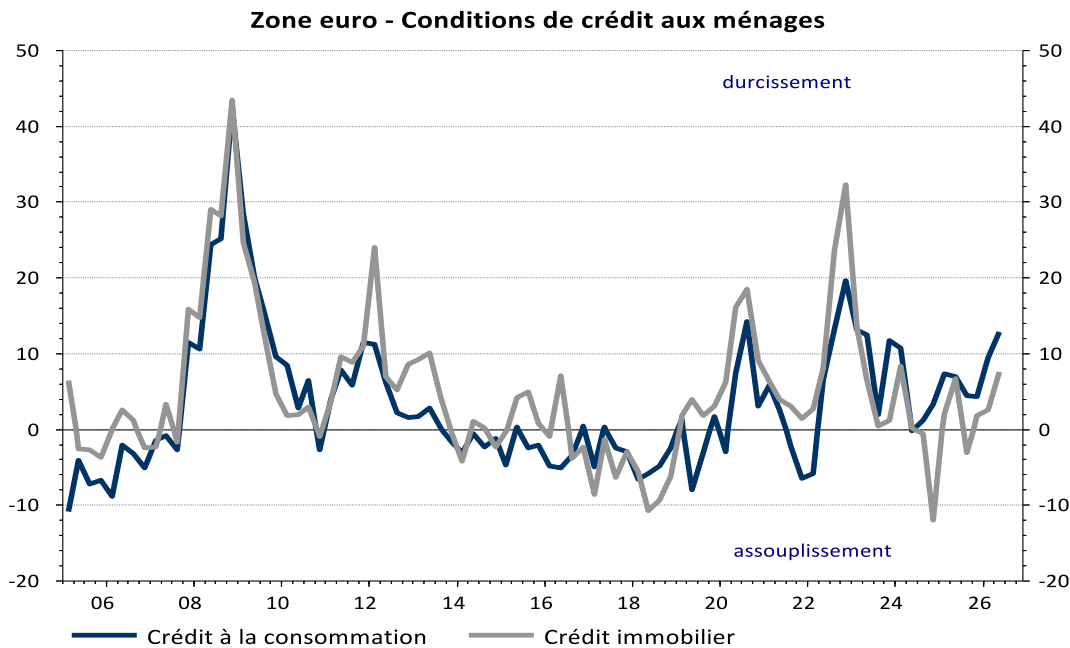
Le conflit du Moyen Orient accentue naturellement les difficultés (prix de l'énergie, incertitudes géopolitiques, début de goulets d'étranglement, resserrement des conditions financières).

Soulignons notamment que les conditions de crédit se durcissent (cf. graphiques ci-dessous), ce qui va pénaliser l'investissement. Dans le cas des entreprises, le durcissement n'est pas si éloigné que cela des niveaux atteints lors des précédents pics de 2022 ou de 2011-12.

Zone euro : conditions de crédit aux entreprises



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Il va sans dire que l'ultimatum de Trump à l'UE fixé au 4 juillet pour la mise en œuvre de l'accord de Turnberry de juillet 2025 sur les droits de douane constitue un risque supplémentaire sur l'activité. L'accord a certes été approuvé par le Parlement européen en mars dernier. Néanmoins, le processus législatif prévoit des négociations avec les États membres ? ce qui pourrait retarder l'application du texte.

En cas d'échec, Trump menace l'UE d'une hausse inédite des tarifs, des droits de douane de 25% sur le secteur automobile ayant d'ores et déjà été annoncés.

Certes, pour l'instant et contrairement à ce qu'on aurait pu craindre, le secteur industriel semble faire preuve d'une assez belle résistance. Le PMI manufacturier de l'ensemble de la zone a continué de progresser pour le 4e mois consécutif en avril (+0,6 pt à 52,2 au plus haut depuis juin 2022).

Il faut toutefois faire preuve de prudence dans l'interprétation. En effet, bon nombre d'industriels, craignant des pénuries, anticipent leur production pour se prémunir contre l'aggravation des perturbations des chaînes d'approvisionnement.

Les délais de livraison ont, de fait, bondi à des plus hauts de plusieurs années, tirant les indices PMI à la hausse. Or cet allongement des délais de livraison n'est pas causé par une forte production (choc de demande positif), mais par des contraintes de production (choc d'offre négatif) ; cf. graphique ci-dessous.

Monde: indice de délais fournisseurs proxy sur 7 pays Z-score



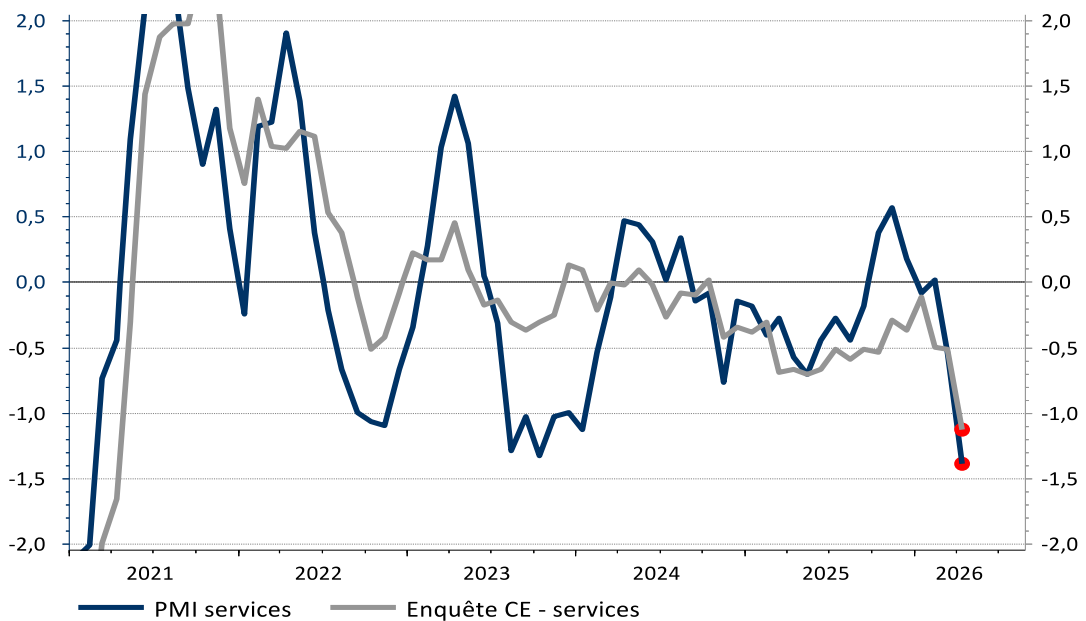
Source: Datastream, Les Cahiers verts de l'économie

Dans le même temps, la composante production future du PMI est restée stable, après sa forte baisse de mars, l'incertitude géopolitique élevée continuant de peser sur la confiance des entreprises.

Pour avoir une meilleure idée de la conjoncture, mieux vaut donc se focaliser sur les indices de confiance dans le secteur des services, qui affichent des baisses plus significatives (pas de stockage préventif, ni de délais de livraison) ; cf. graphique ci-dessous.

Zone euro : confiance dans les services

indices centrés - réduits



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Parallèlement, la guerre d’Iran et les incertitudes attachées renforcent sans surprise un comportement attentiste en termes d’embauches de la part des entreprises.

Les intentions d’embauche ont d’ailleurs lourdement baissé en avril (cf. graphique ci-dessous), suggérant un gel du marché de l’emploi, voire des destructions nettes, alors même que la hausse des créations d’emplois avant la guerre d’Iran s’était stabilisée sur un rythme d’environ 0,7% en données trimestrielles annualisées.

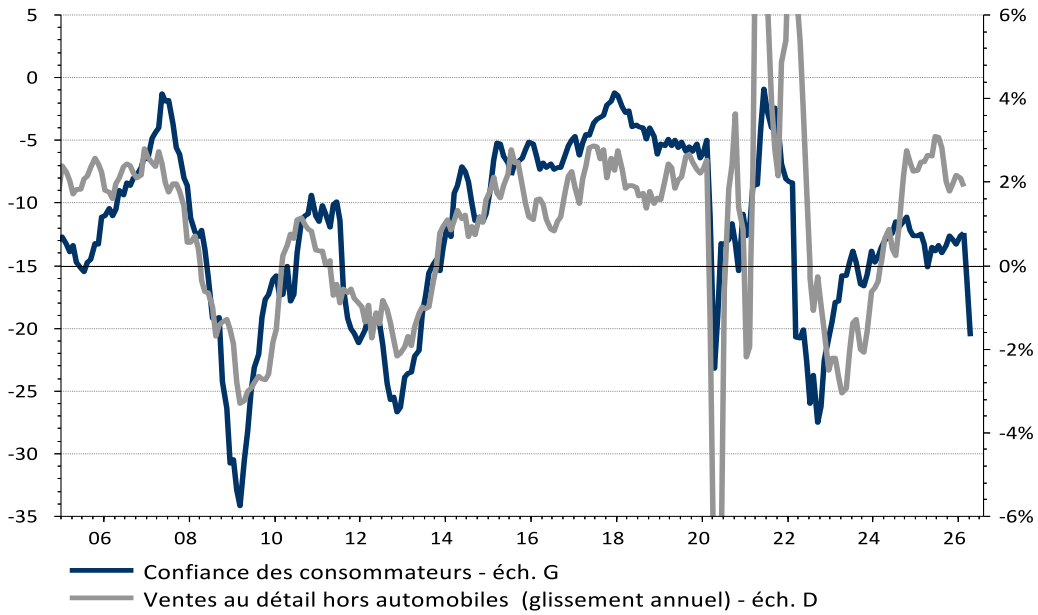


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Nous tablons pour le moment sur une croissance quasi nulle de l’emploi au cours des prochains trimestres, mais le risque est que la situation se détériore si les entreprises ne devaient constater aucune amélioration de leurs perspectives d’activité.

Du côté de la demande, la confiance des ménages et la consommation privée sont très mal orientées et il n’y a pas, selon nous, un gros potentiel de baisse de l’effort d’épargne compte tenu du contexte (cf. graphiques ci-dessous).

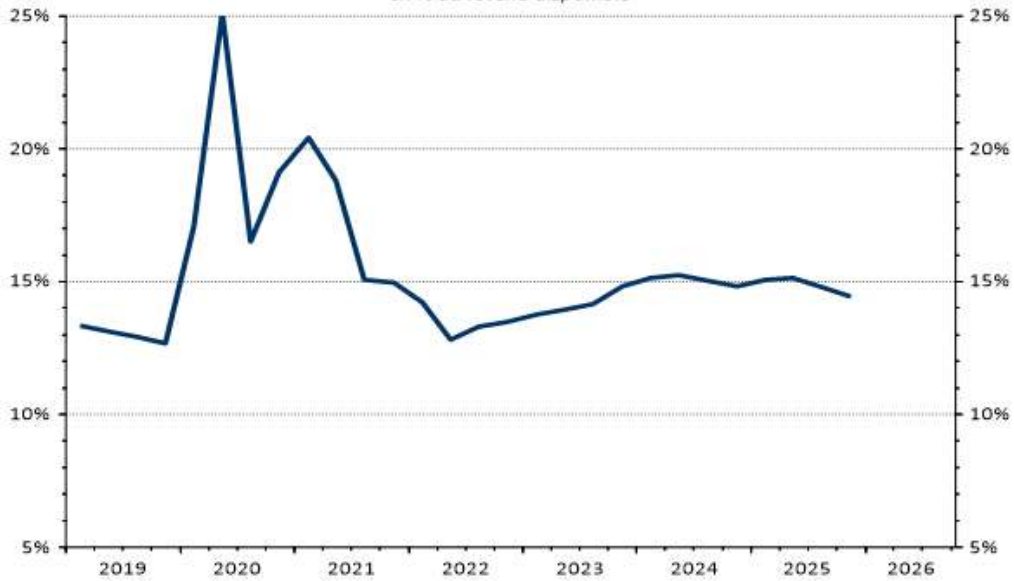
Zone Euro: Confiance des consommateurs et ventes au détail



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Zone euro - Taux d'épargne des ménages

en % du revenu disponible



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Bref, l'activité en zone euro devrait selon nous se limiter à 0,6% de croissance (soit notre prévision de début mars vs un consensus qui, même s'il a baissé depuis le début de la guerre, se situe aujourd'hui à 0,9%).

Quant à l'inflation générale, elle est remontée depuis le conflit sous l'effet de la hausse des prix de l'essence (4% de l'indice des prix à la consommation). Elle s'est ainsi établie à 3% en avril contre 1,7% avant la guerre.

La hausse aurait pu être plus importante sans les mesures prises par les gouvernements européens pour limiter les prix de l'essence à la pompe (pression sur les marges des raffineurs, réduction de la fiscalité, parfois un mix des deux).

Par ailleurs, les prix de l'électricité sont restés stables : depuis la guerre d'Ukraine, la CE a pris des mesures pour découpler le prix de l'électricité des prix du gaz (tout en gardant le principe de tarification au coût marginal).

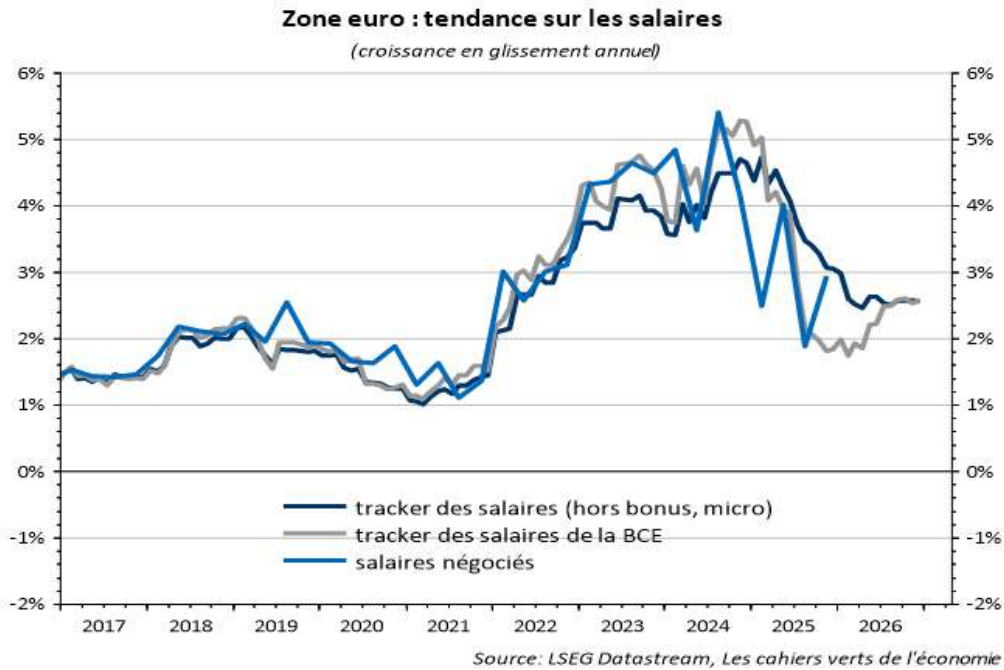
Il faut toutefois s'attendre dès mai à une hausse du prix du gaz dans les indices de prix (+15% en France pour environ 40% des ménages). Il faut par ailleurs surveiller la hausse des prix alimentaires (du fait de la hausse du prix des engrais). Celle-ci était déjà assez robuste avant la guerre d'Iran (2,5%).

Au-delà, nous pensons que la diffusion de la hausse des prix au reste de l'économie sera assez limitée car, contrairement à 2021/2022, les entreprises manquent de pricing power (demande atone). L'inflation sous-jacente n'a d'ailleurs pas bougé (2,2% en avril comme en janvier).

La poussée inflationniste initiale va réduire la demande adressée aux entreprises, ce qui va ensuite modérer la hausse des prix.

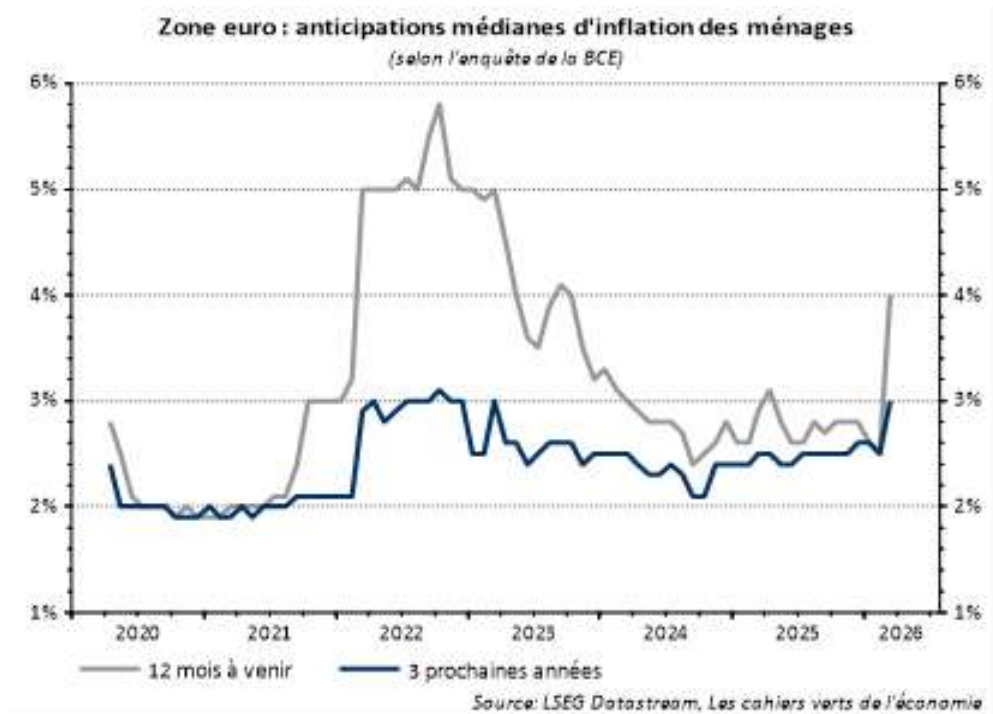
De même nous ne nous attendons pas à des effets de second tour très marqués (atonie de l'emploi, contrairement à 2022¹). La dynamique salariale (actuellement stabilisée autour de 2,5% par an) devrait se modérer sur le restant de l'année. Les salariés ne semblent pas disposer d'un rapport de force suffisant pour réclamer des hausses de salaires (cf. graphique ci-dessous).

¹ Voir notre chronique hebdo du 12 avril dernier : 2026 vs 2022 : un choc plus « stag que flationniste »



Les effets de second tour devraient donc être très peu marqués, contrairement à 2021-2023.

Quant aux anticipations d'inflation (ménages et marchés), elles restent assez contenues tant du côté des ménages que des entreprises (cf. graphiques ci-dessous).





Au total, nous tablons sur une inflation générale à 2,5% fin 2026 après un pic à 3,3% en juin.

Au total, à très court terme, la décision de la BCE de relever ses taux est bien intégrée par les marchés financiers et nous semble être de second ordre vs les évolutions des tensions dans le Golfe Persique.

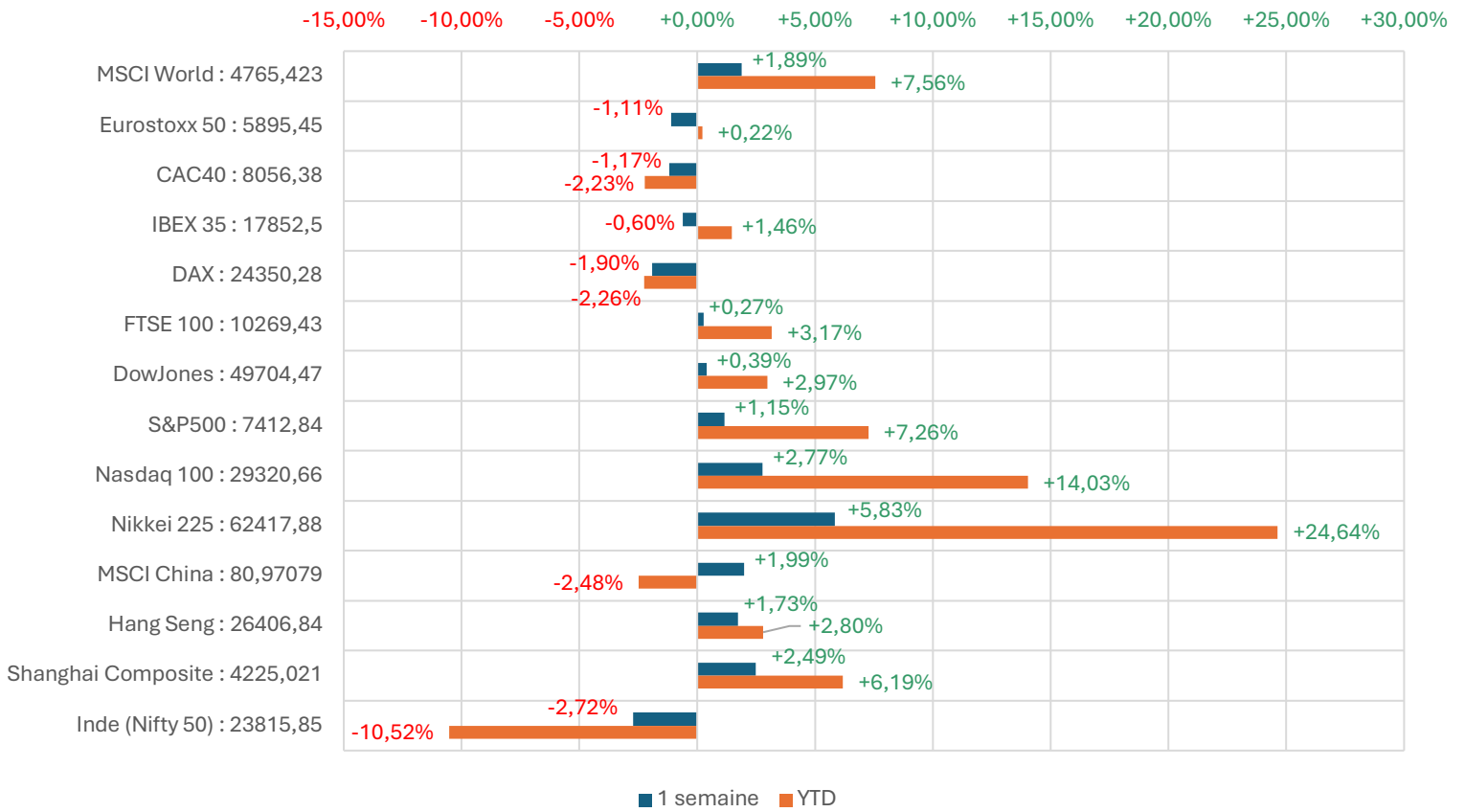
Au S2 le ralentissement cyclique plus marqué, l'euro cher et des taux longs plus élevés que nécessaire pèseront sur le sentiment de marché à l'égard de l'Europe.

Quid des conclusions opérationnelles (horizon fin 2026) ?

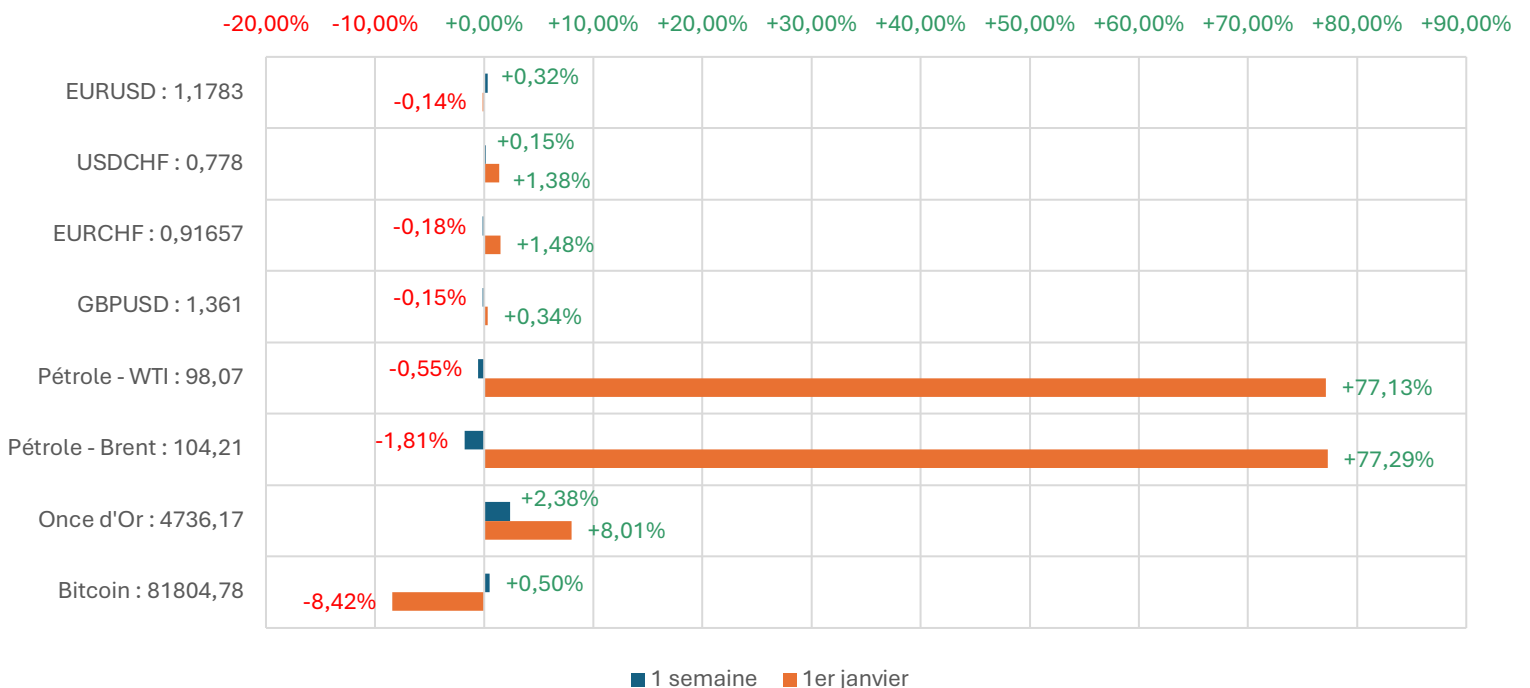
- Continuer à privilégier le marché actions US vs le marché européen
- Sous-pondérer en tendance les valeurs exportatrices européennes
- Rester neutres sur les secteurs cycliques européens vs les secteurs défensifs
- Rester neutres sur les Bancaires (léger biais à l'aplatissement de la courbe des taux)
- Surpondérer le style Value vs Growth
- Rester neutres sur les Small Caps vs les Big Caps (BPA impactés par le ralentissement cyclique et les conditions financières plus dures, mais valorisation attractive)
- Jouer l'aplatissement sur la courbe
- Sur le marché des changes, être long euro vs dollar à court terme (baissier ensuite en raison de l'erreur de politique monétaire)
- Sur le marché du crédit, surpondérer le crédit IG vs HY
- Sur la dette souveraine, continuer de préférer les meilleures signatures. Reprendre progressivement de la durée.

Tableau de bord des marchés

ACTIONS

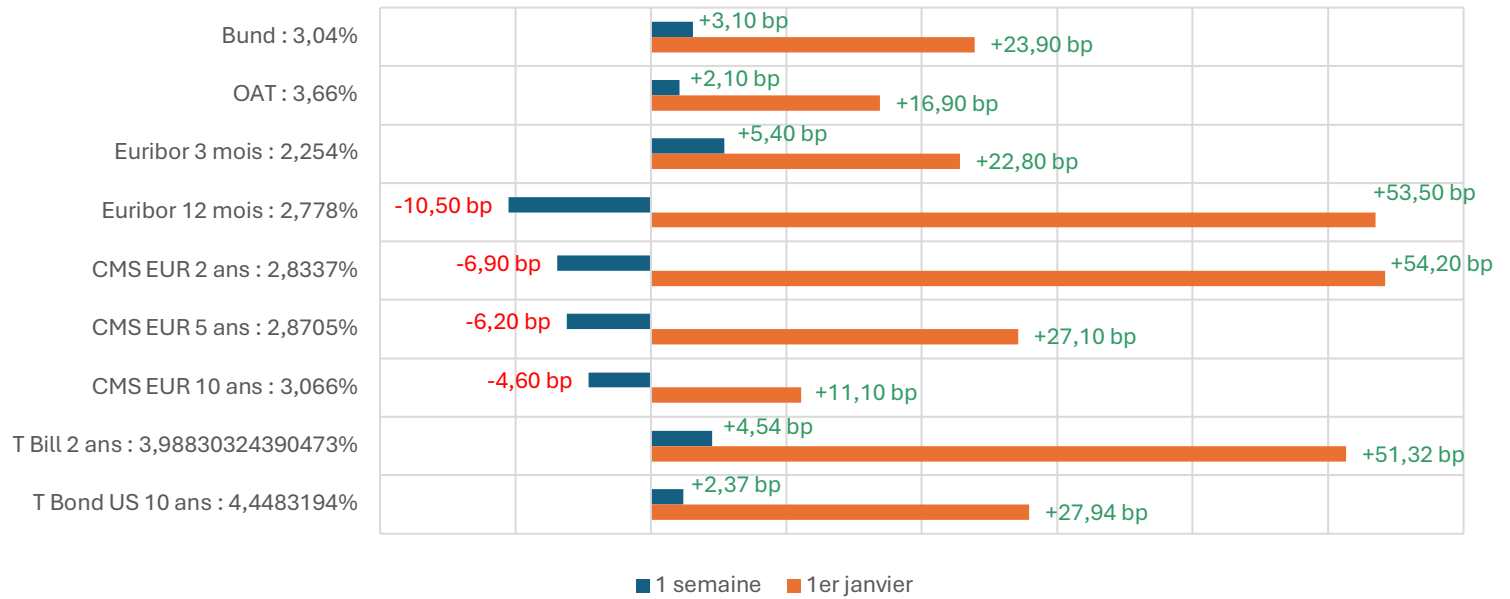


CHANGES ET MATIÈRES PREMIÈRES



TAUX D'INTÉRÊT

-20,00 bp -10,00 bp +0,00 bp +10,00 bp +20,00 bp +30,00 bp +40,00 bp +50,00 bp +60,00 bp



Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

socofi@socofi.com

À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguesseau, 92100 Boulogne Billancourt

www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.



Chronique hebdo du 11/05/2026

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.