

Conjoncture

L'actualité économique et immobilière

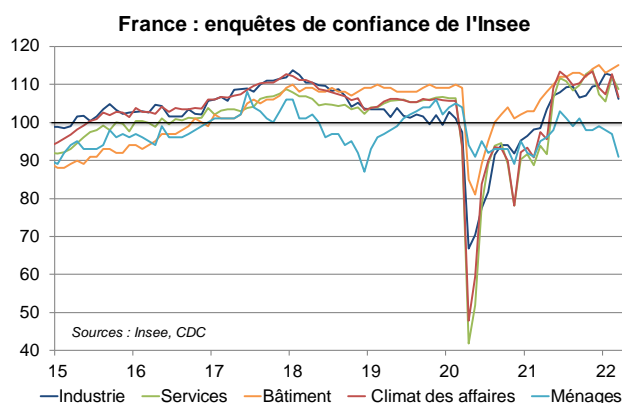
Avril 2022
N°98

Conjoncture économique et financière du 1^{er} trimestre 2022

Au cours du 1^{er} trimestre 2022, la conjoncture internationale a été marquée par la diffusion du variant Omicron puis par l'éclatement du conflit en Ukraine. Si l'impact sur l'activité est encore limité à ce stade, l'incertitude est extrême et les dernières enquêtes de confiance témoignent d'un choc négatif sensible. Du côté de l'inflation, l'impact est déjà visible, avec un aléa haussier en mars plus fort qu'escompté, en France et encore davantage en zone euro, en lien avec les prix de l'énergie mais aussi, bien que dans une moindre mesure, ceux de l'alimentation. Dans ce contexte, les banques centrales montent au créneau et les investisseurs se repositionnent.

Macroéconomie

> France : enquêtes de confiance de l'Insee



En France, les indicateurs avancés pour mars sont assez contrastés, avec des différences sectorielles prononcées : les indices PMI montrent une certaine résistance de l'activité dans les services, mais déjà une nette décélération dans l'industrie, tandis que les enquêtes de confiance de l'Insee, qui intègrent les perspectives à court terme, illustrent l'impact de la dégradation de la situation géopolitique, y compris dans les services, et encore plus fortement dans l'industrie. Du côté des ménages, le recul de la confiance est également très sensible, nettement sous la moyenne de longue période et à un niveau comparable à ceux enregistrés lors des confinements de 2020/21, voire des tensions sociales de fin 2018. Ces craintes ont spectaculairement trait aux perspectives de hausse des prix, bien davantage qu'à celle du chômage. En effet, le redressement déjà en cours des prix à la

consommation s'est encore renforcé au 1^{er} trimestre, en raison avant tout du choc mondial sur les prix de l'énergie, menant l'inflation jusqu'à 4,5 % en France au mois de mars, et 7,5 % en zone euro.

Enfin, pour le 1^{er} trimestre, la croissance du PIB est attendue entre +0,3 et +0,5 % T/T selon l'Insee et la Banque de France, après +0,7 % au trimestre précédent.

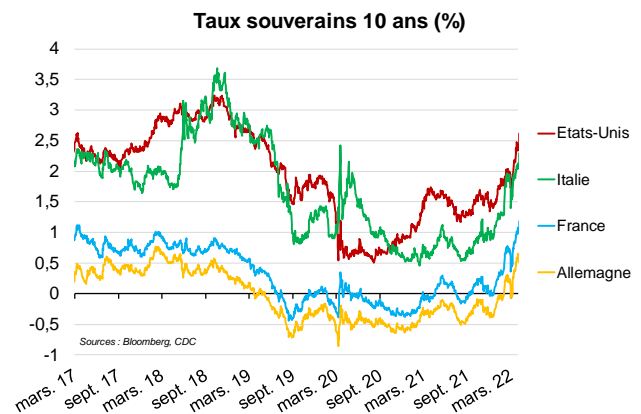
L'immobilier ancien s'inscrit toujours dans le sillage des performances exceptionnelles enregistrées depuis 2019 : les transactions restent très hautes, et les prix ont continué de progresser à l'échelle du pays au 4^e trimestre 2021 (+7,1 % sur un an), à un rythme qui reste relativement stable. Les premiers signaux laissent penser que cela aurait aussi été le cas au début de l'année 2022, qui démarrait jusqu'aux chocs récents sous d'assez bons auspices. L'atterrissage commence cependant à se dessiner : certes hautes, les transactions commencent à marquer un repli, et le découplage entre l'Île-de-France et le reste du pays qui semblait poindre depuis un an s'observe maintenant de manière très nette (hors Paris, où ils sont en repli, les prix ont progressé de +4,7 %, vs. +8,8 % dans le reste de la France). La poursuite de ce ralentissement paraît aujourd'hui assez probable : le retour de l'inflation et la hausse des taux longs qui l'accompagne signent sans doute le début d'une phase de hausse des taux d'intérêt sur les crédits à l'habitat (ils atteignaient 1,09 % en moyenne février contre 1,05 % quelques mois plus tôt), ce qui grèvera la capacité d'emprunt des ménages déjà pénalisés par le renchérissement des dépenses du quotidien. La tension sur les prix pourrait ainsi aller en s'atténuant. Du côté du neuf, le franc rebond des permis de construire depuis 2021 (à plus de 480 000 sur 12 mois, ils sont 10 % au-dessus de leur moyenne historique) ne s'accompagne pas du même dynamisme dans les mises en chantier qui stagnent péniblement autour du même niveau depuis près d'un an (autour de 390 000, proche de leur moyenne historique). Le secteur n'est pas épargné par les difficultés (approvisionnements, coût des matières premières, etc.) qui s'ajoutent aux obstacles déjà existants et bien connus (rareté et coût du foncier, etc.) : la pénurie de biens et la concurrence accrue entre acheteurs concourent directement à la tension sur les prix, qui devrait perdurer.

Marchés financiers

Sur les marchés financiers, ce 1^{er} trimestre a été marqué par l'engagement des investisseurs vers un contexte très inflationniste à venir. Du côté de la Fed, la reprise économique forte à laquelle s'ajoute l'emprise inflationniste a forcé les banquiers centraux à réagir agressivement, en débutant un cycle de hausse des taux en mars (+25 pb). Six nouvelles hausses de 25 pb sont anticipées d'ici la fin de l'année par les membres de l'institution et la politique monétaire est attendue en territoire neutre (elle ne sera plus un soutien à l'économie) dès le début 2023. Du côté de la BCE, le contexte fondamental est différent : la zone euro est bien moins avancée dans le cycle économique, et les effets de diffusion de l'inflation moins généralisés et moins forts. Néanmoins, alors que les marchés anticipaient la prudence compte tenu de la guerre en Ukraine et de ses conséquences récessives, la BCE s'est montrée plus agressive que prévu en ouvrant la porte à une première hausse de taux dès cette année. Cette communication a pour but de rassurer sur le fait que l'institution se tient prête à agir face à l'emprise inflationniste, même si la réaction est attendue de bien moindre ampleur qu'aux Etats-Unis : l'origine inflationniste se trouvant, en zone euro, à ce stade, du côté de l'offre (inflation des matières premières), la politique monétaire n'aura pas d'effet pour contenir l'inflation, elle peut même être un risque pour la croissance en cas de normalisation trop forte via le tarissement de la demande. En conséquence, un mouvement généralisé de hausse des taux longs souverains a été observé du fait des anticipations de normalisation monétaire et de la forte inflation. Le taux de l'OAT 10 ans a augmenté de 100 pb depuis le début de l'année, passant de 0,2 % à 1,2 %, soit un taux jamais atteint depuis 2017. Néanmoins, si les investisseurs anticipent un contexte à venir très inflationniste, il n'est pas accompagné d'une réévaluation des perspectives de croissance, les marchés semblent prendre en compte un contexte plutôt stagflationniste. Cet élément est renforcé par l'évolution des marchés boursiers depuis le début de l'année : le CAC 40 a perdu près de 9

%. Si l'aversion pour le risque explique en grande partie cette correction du fait des incertitudes entourant le conflit en Ukraine, les craintes autour de la croissance des bénéfices des entreprises (hausse des prix des matières premières impliquant une diminution des marges, craintes d'un choc de confiance et de ses effets sur la consommation des ménages...) peuvent également expliquer une partie de la correction récente. Notons que la prime de risque constituant un déterminant majeur des mouvements récents, l'évolution des marchés à court terme restera éminemment liée aux évolutions du contexte géopolitique et pandémique. Par conséquent, une période de forte volatilité est à attendre tant que les développements à venir seront à ce point incertains.

> Taux longs



Perspectives

La conjoncture économique et financière au cours des prochains mois sera extrêmement dépendante de la situation géopolitique, et dans une moindre mesure de l'évolution du contexte sanitaire. L'ampleur du choc inflationniste et les réactions des banques centrales qui en découlent en termes de politique monétaire constitueront un enjeu majeur.

> Indicateurs clés au 31/03/2022

Croissance du PIB sur un an (%)	2018	2019	2020	2021	2021T4	Prévisions Consensus	
						2022*	2023*
France	1,8	1,8	-8,0	7,0	5,4	3,4	2,2
Zone euro	1,8	1,6	-6,4	5,3	4,6	3,1	2,5
Etats-Unis	2,9	2,3	-3,4	5,7	5,5	3,5	2,3
Chine	6,7	6,0	2,2	8,1	4,0	5,0	5,2

Taux (fin d'année, %)	2018	2019	2020	2021	31/03/2022	2022	2023	Forward fin 2022	Forward fin 2023
Taux repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,65	-	-
Eonia (ESTR à partir de 2022)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-	-	-0,4	0,2
Euribor 3 mois	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-	-	0,3	1,3
OAT 10 ans	0,7	0,1	-0,3	0,2	1,0	0,9	1,2	1,1	1,3
Inflation hors Tabac	1,5	1,0	-0,2	2,8	3,7°	4**	1,8**	-	-
Livret A	0,75	0,75	0,50	0,50	1,00	-	-	-	-

° mois précédent, * Consensus Bloomberg, moyenne annuelle, ** moyenne annuelle, pour l'inflation totale (IPCH)
Source : Bloomberg

Les prévisions du consensus intégraient déjà une moindre croissance en 2022, après le fort rebond enregistré en 2021, ainsi qu'une inflation plus élevée. Le conflit en Ukraine devrait encore accentuer ces tendances à court terme. En parallèle, les marchés ont pris acte du choc inflationniste et du nouveau positionnement des banques centrales, avec une normalisation plus rapide des politiques monétaires qu'initialement anticipé ; même si, finalement, l'augmentation massive des bilans pour répondre à la crise covid pèsera encore longtemps sur les taux longs, en augmentation, certes, mais de manière graduelle et modérée.