

Conjoncture

L'actualité économique et immobilière

Juillet 2022
N°99

Conjoncture économique et financière du 2^e trimestre 2022

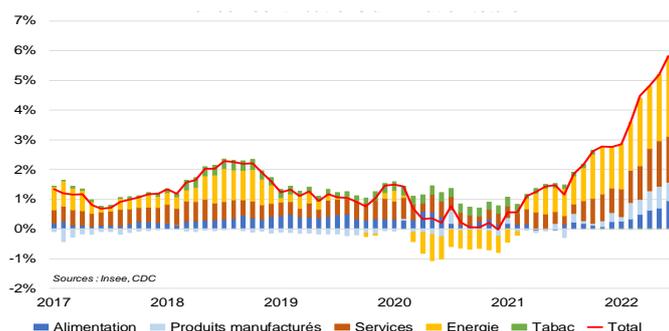
Au cours du 2^e trimestre 2022, la conjoncture internationale a été marquée par i) les développements du conflit en Ukraine, avec une situation géopolitique qui s'annonce durablement dégradée, engendrant notamment une incertitude élevée et persistante, et ii) la résurgence du risque sanitaire en Asie, avec la stratégie zéro-Covid en Chine et ses répercussions sur les difficultés d'approvisionnement à l'échelle mondiale. Ce sont deux facteurs qui à la fois pénalisent l'activité et accroissent davantage encore les tensions inflationnistes, ce qui a attisé les velléités de resserrement monétaire de la part des banques centrales.

Macroéconomie

En France, la croissance enregistrée au cours du 1^{er} trimestre a finalement été légèrement négative, à -0,2 % T/T, contre +0,2/0,3 % attendu. Conjugés aux révisions baissières de l'Insee sur les trimestres précédents, les indicateurs conjoncturels récents (avec en particulier une chute de la confiance des ménages face au recul de leur pouvoir d'achat) conduisent les prévisionnistes à tabler sur une croissance annuelle 2022 bien moindre que prévu il y a encore trois mois (à peine 2,5 % contre près de 3,5 %). L'aléa semble encore baissier, avec un risque sérieux de récession à l'automne/hiver compte tenu de l'ampleur des menaces présentes, notamment le risque géopolitique et le choc inflationniste.

En effet, le redressement déjà en cours des prix à la consommation s'est encore renforcé au 2^e trimestre, avec désormais une large diffusion du choc initial sur les prix de l'énergie à l'ensemble des familles de biens et services, menant l'inflation jusqu'à 5,8 % en France au mois de juin.

> France : contributions à l'inflation totale



L'immobilier ancien donne l'impression de résister à toutes les crises – les derniers chiffres disponibles, tant pour les prix que les transactions, témoignent toujours d'un marché robuste et dynamique au 1^{er} trimestre (+7,3 % pour les prix sur un an, transactions toujours supérieures à 1,1 million). Le 2^e trimestre devrait encore renforcer cette image lorsque les chiffres officiels auront été publiés, mais cette impression pourrait être trompeuse : pour de nombreuses raisons (délais de disponibilité des données, mesure des prix seulement à la signature de l'acte de vente définitif, etc.), les indicateurs du marché de l'immobilier reflètent de manière très retardée les mécanismes et les forces à l'œuvre. Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que l'immobilier résidentiel paraisse, pour l'heure, encore épargné par les soubresauts que traversent l'économie mondiale et les marchés. Les vicissitudes du moment finiront très vraisemblablement par le rattraper cependant : les taux de crédit à l'habitat sont en effet désormais inscrits sur une trajectoire de hausse assez claire, et un niveau de 2 % d'ici la fin de l'année paraît tout à fait possible (soit 1 point de plus que les niveaux moyens en début d'année). Ce qui paraît certain, c'est que l'augmentation des taux sur les crédits à l'habitat finira à terme par atteindre les mêmes proportions que l'augmentation des taux OAT, c'est-à-dire de l'ordre de 150-200 points de base depuis le début de l'année. Cette augmentation fera mécaniquement baisser la capacité d'endettement des ménages, de manière sans doute très significative, et il sera difficile de trouver d'autres leviers pour maintenir l'accès au crédit à ses niveaux actuels (durées moyennes d'endettement déjà poussées à leur maximum, critères d'octroi devenus plus contraignants). Une baisse des transactions paraît donc très probable et, avec elle, la forte pression qui s'exerce depuis plusieurs années sur les prix devrait aller en s'atténuant. Dans certaines villes, comme Paris où les prix baissent depuis plusieurs trimestres, c'est déjà le cas. Du côté du neuf, les nouvelles constructions restent péniblement bloquées autour de 400 000 logements depuis 1 an ½ malgré la forte hausse des permis de construire. Le secteur, en plus des obstacles déjà existants, doit aujourd'hui composer avec de nouveaux freins à l'activité liés à divers goulets d'étranglement et l'envolée des coûts. Il est aujourd'hui confronté à un double risque : celui d'une aggravation de la pénurie de logements, et celui d'un dérapage des coûts et donc des prix, ces deux risques s'alimentant entre eux.

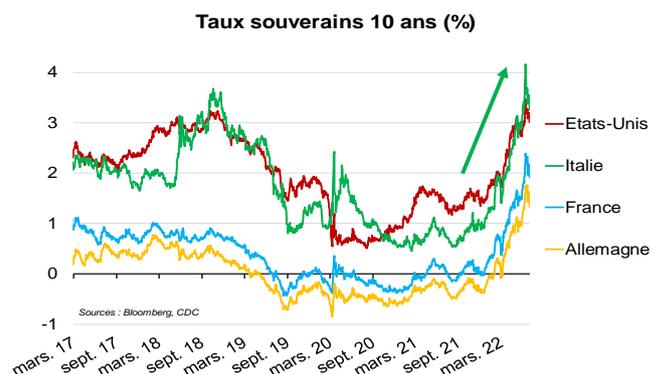
Marchés financiers

Sur les marchés financiers, ce 2^e trimestre a marqué l'entrée dans un nouvel environnement monétaire. Alors qu'en début d'année la politique de la BCE était anticipée en hausse très graduelle et modérée, la BCE jugeant elle-même « improbable une hausse des taux en 2022 », les chocs inflationnistes successifs et superposés (contraintes d'approvisionnements post-covid, crise énergétique, guerre en Ukraine) n'ont cessé de surprendre à la hausse. En conséquence, les grandes banques centrales ont progressivement réadapté leurs communications et leurs outils de politique monétaire pour répondre à cette emprise inflationniste. La Fed a commencé sa normalisation monétaire, avec 150 pb de hausse entre mars et juin, (les taux Fed se situant aujourd'hui dans la fourchette [1,50 ; 1,75 %]), a mis fin à son programme d'achat d'actifs et a annoncé un début de réduction de son bilan. Du côté de la BCE, la diffusion rapide des poches inflationnistes ainsi que les pressions politiques (dissensions internes, décalage avec la Fed, dépréciation du change jusqu'à la parité euro/dollar), ont impliqué un changement de posture de la BCE. Christine Lagarde a ainsi annoncé l'arrêt des achats d'actifs (mais tous les actifs resteront réinvestis, de sorte que le bilan de la BCE restera gelé jusqu'en 2024 au moins) et a indiqué que la BCE procéderait à une première hausse de taux en juillet, et poursuivrait en septembre. En conséquence des révisions de politiques monétaires et des anticipations d'inflation en très forte hausse, le taux de l'OAT 10 ans a sensiblement augmenté (+ 90 pb depuis le trimestre précédent, passant de 0,9 % à 1,8 %), à l'instar de l'ensemble des taux souverains européens. En particulier, la hausse du taux italien laisse craindre un problème de soutenabilité de la dette publique entraînant *de facto* un risque de fragmentation de la zone euro, sur lequel la BCE a déjà commencé à travailler. Dans le sillage de la hausse globale récente des taux, les marchés actions ont sensiblement corrigé. Dans l'ensemble, le manque

d'alternative en contexte de taux bas avait forcé les investisseurs à entrer sur les marchés risqués (à la recherche de rendements), provoquant une hausse sensible des ratios de valorisation, mais la hausse récente des taux a créé de nouvelles alternatives de rendements moins risqués. Les investisseurs délaissent ainsi les marchés les plus à risque, et les bourses ont d'autant plus corrigé que leurs ratios de valorisations étaient élevés. Au total, le CAC 40 a ainsi corrigé de -9 % depuis le trimestre précédent, et son ratio de valorisation est passé de 13 à 10.

Finalement, comme redouté depuis plusieurs mois, le pilotage des banques centrales est périlleux et les atterrissages s'annoncent difficiles. Il faut donc s'attendre à une forte volatilité sur les marchés.

> Taux longs



Perspectives

La conjoncture économique et financière au cours des prochains mois sera extrêmement dépendante de la situation géopolitique, sans oublier - même dans une moindre mesure, l'évolution du contexte sanitaire. Les velléités des banques centrales de resserrer leur politique monétaire face à l'ampleur du choc inflationniste pourraient toutefois être contrariées par le risque de récession.

> Indicateurs clés au 30/06/2022

Croissance du PIB sur un an (%)	2018	2019	2020	2021	2022T1	Prévisions Consensus			
						2022*	2023*	Forward fin 2022	Forward fin 2023
France	1,8	1,9	-7,9	6,8	4,5	2,5	1,8	-	-
Zone euro	1,8	1,6	-6,3	5,4	5,4	2,8	1,9	-	-
Etats-Unis	2,9	2,3	-3,4	5,7	3,5	2,5	1,9	-	-
Chine	6,7	6,0	2,2	8,1	4,8	4,1	5,2	-	-
Taux (fin d'année, %)	2018	2019	2020	2021	30/06/2022	2022	2023	Forward fin 2022	Forward fin 2023
Taux repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,15	1,70	-	-
Eonia (ESTR à partir de 2022)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-	-	0,1	1,0
Euribor 3 mois	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,2	-	-	1,1	1,9
OAT 10 ans	0,7	0,1	-0,3	0,2	1,9	1,9	1,7	2,0	2,3
Inflation hors Tabac	1,5	1,0	-0,2	2,8	5,3*	5,2**	2,8**	-	-
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 dernières prévisions du consensus montrent une intégration du contexte baissier sur la croissance en 2022 et 2023 et haussier sur l'inflation. Parallèlement, sur les marchés financiers, les prix et les attentes intègrent une normalisation des politiques monétaires bien plus rapide qu'anticipé initialement avec, néanmoins, de possibles surprises baissières à venir du côté des taux longs en raison du risque de fragmentation en zone euro qui devrait être combattu par la BCE.