

# Conjoncture

## L'actualité économique et immobilière

Octobre 2022  
N°100

### Conjoncture économique et financière du 3<sup>e</sup> trimestre 2022

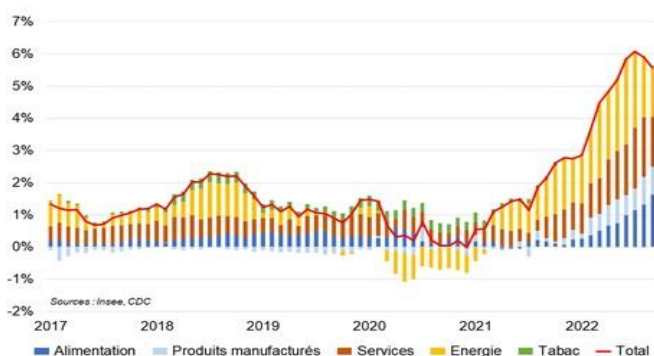
*Au cours du 3<sup>e</sup> trimestre 2022, la conjoncture internationale a été marquée par les développements du conflit en Ukraine : la situation géopolitique s'annonce durablement dégradée, la crise énergétique nourrit la hausse des prix et menace l'activité. En parallèle, l'accélération de l'inflation conduit au resserrement sensible des politiques monétaires, au péril de la croissance et de la stabilité financière.*

#### Macroéconomie

En France, le PIB a enregistré un net rebond au cours du 2<sup>e</sup> trimestre (+0,5 % T/T), à la faveur du relâchement des contraintes sanitaires à l'échelle nationale et internationale. Pour le 3<sup>e</sup> trimestre, les premiers indicateurs pointent vers une croissance de l'ordre de +0,2/0,3 % T/T selon l'Insee et la Banque de France. Cependant, le risque d'une légère récession à l'automne/hiver est sérieux avec des aléas négatifs toujours nombreux et prégnants, dont certains se sont renforcés sur la période récente. Au total, la croissance serait de l'ordre de +2,5 % sur l'année 2022.

Du côté de l'inflation, les derniers points ont été moins élevés que prévu, en raison d'un repli des prix du pétrole. Nonobstant le renforcement du bouclier tarifaire sur l'énergie voté cet été, l'inflation devrait néanmoins dépasser 6 % d'ici la fin de l'année, en raison de la forte hausse de l'alimentation en particulier. Une recomposition de l'inflation est donc à l'œuvre, avec une diffusion du choc énergétique initial à l'ensemble des familles de biens et services plus marquée que prévu. Cela plaide pour une persistance du choc inflationniste (hors énergie) plus prononcée (plus haut, plus longtemps), avec une désinflation qui ne serait que très progressive au cours de 2023.

#### > France : contributions à l'inflation totale



Sur le marché de l'immobilier, les derniers mois ont été marqués par l'augmentation continue des taux des crédits à l'habitat : selon l'Observatoire CSA-Crédit Logement, le taux moyen aurait atteint 1,8 % au mois d'août, soit 0,7 point de plus qu'en début d'année. Cette hausse est significative : elle représente déjà de l'ordre de 7 % de capacité d'endettement en moins. Surtout, elle n'en est – vraisemblablement – qu'à ses débuts : le relèvement du taux d'usure au 1<sup>er</sup> octobre, qui freinait jusqu'alors l'augmentation des taux d'intérêt, pourrait accélérer la hausse et le niveau moyen des taux pourrait dépasser les 2 % d'ici la fin de l'année. À terme, l'augmentation des taux sur les crédits à l'habitat devraient atteindre des proportions semblables à celle de l'OAT, c'est-à-dire de l'ordre de 150-200 points de base. Des niveaux de l'ordre de 2,5-3 %, voire au-delà, sont tout à fait possibles pour 2023. Pour l'heure, l'on ne peut pas dire que les effets de l'augmentation des taux sur la dynamique du marché de l'immobilier soient très visibles : certes en repli par rapport aux records de l'année 2021, quand les transactions dépassaient les 1,2 million sur 12 mois, le volume des ventes reste ancré au-dessus de 1,1 million à la mi-année. La production de nouveaux crédits, proche de 19 milliards d'euros en août selon la Banque de France, n'est pas si éloignée de son niveau moyen de 2021. En somme, malgré le renchérissement du crédit et, selon certains intermédiaires financiers, une hausse de la part des dossiers rejetés, les transactions résistent. C'est également le cas des prix malgré une visible décélération ces derniers trimestres (+6,8 % au 2<sup>e</sup> trimestre après +7,3 % au 1<sup>er</sup>). Comment expliquer cette résilience ? La perspective d'une remontée rapide des taux a sans doute conduit de nombreux ménages à concrétiser rapidement des projets d'acquisition en attente. Par ailleurs, le marché national reste très hétérogène et les acheteurs potentiels sont touchés de manière très différente par la dégradation de l'environnement économique et financier : au niveau agrégé, le repli dans certaines régions ou sur certains segments d'acquéreurs peut ainsi être compensé par un regain de dynamisme ailleurs (à Paris, les transactions seraient ainsi en hausse selon les Notaires du Grand Paris). Enfin, en raison de la manière dont elles sont calculées, les statistiques relatives aux prix et aux transactions ne reflètent qu'avec un retard considérable les évolutions de l'environnement macro-financier. Au vu de l'importance des mouvements récents, un atterrissage

du marché vers des niveaux d'activité plus bas paraît difficilement évitable.

Du côté du logement neuf, ces derniers mois n'ont fait que confirmer les difficultés du secteur : les nouvelles constructions, restées bloquées autour des 400 000 logements depuis 1 an et demi, semblent depuis quelques mois avoir pris le chemin de la baisse (en août, elles se situaient ainsi autour des 380 000 logements). Les constructeurs, qui opèrent dans un environnement compliqué depuis plusieurs années, font aujourd'hui face à une forte augmentation des coûts dont l'ampleur et la persistance sont encore difficiles à jauger. Rien ne permet, dans le contexte actuel, d'espérer un rebond significatif à court terme, voire au-delà.

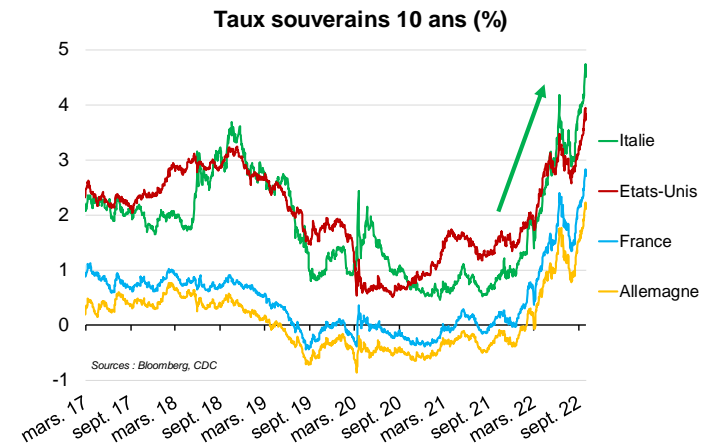
## Marchés financiers

Sur les marchés financiers, le 3<sup>e</sup> trimestre a scellé l'entrée dans un nouveau monde en matière de taux et de politique monétaire. En trois mois, la BCE a procédé à +125 pb de hausse des taux (taux de refinancement à 1,25 % et taux de dépôt à 0,75 %), et les investisseurs s'attendent à voir cette dynamique se poursuivre, avec un pic attendu courant 2023. Cette posture, bien plus agressive qu'anticipé initialement (en janvier, les taux étaient encore anticipés par les marchés à 0 % pour l'année 2022 et ne devaient pas dépasser 1 % à horizon 5 ans), s'explique notamment par i) l'emprise inflationniste plus forte et plus durable qu'anticipé, ii) la diffusion des poches inflationnistes à tous les pans de l'économie, iii) le décalage avec la politique monétaire de la Fed, plus avancée dans le cycle, ou encore iv) la dépréciation du change euro/dollar. En parallèle, l'ensemble des taux souverains a sensiblement augmenté : sur le trimestre, le taux de l'OAT 10 ans a gagné près de 100 pb et évolue désormais autour des 2,8 %. Le resserrement de la politique monétaire, déjà effectué, et à venir, est le principal facteur de hausse. En effet, les anticipations d'inflation n'ont pas augmenté depuis le trimestre dernier. Néanmoins, plusieurs facteurs peuvent laisser anticiper un certain plafonnement dans la hausse des taux longs, avec des taux qui n'atteindraient pas les niveaux élevés rencontrés par le passé, en situation comparable de politique monétaire. En particulier, i) le bilan massif de la BCE qui n'est pas anticipé en diminution avant au moins 2024, ii) la hausse du taux italien qui laisse craindre un problème de soutenabilité de la dette publique entraînant *de facto* un risque de fragmentation de la zone euro ou encore iii) l'observation des taux longs américains qui, malgré toutes les forces haussières en jeu actuellement, semblent montrer une certaine rigidité à la hausse.

Enfin, les nombreux aléas (géopolitiques, énergétiques, économiques) rendent toujours aussi périlleux le pilotage

des politiques monétaires des banques centrales, et les marchés naviguent sans grande visibilité : la forte volatilité devrait ainsi se poursuivre.

### > 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 et l'instabilité financière.

### > Indicateurs clés au 30/09/2022

Croissance du PIB sur un an (%)	2018	2019	2020	2021	2022T2	Prévisions Consensus			
						2022*	2023*	Forward fin 2022	Forward fin 2023
France	1,8	1,9	-7,9	6,8	4,2	2,5	0,5	-	-
Zone euro	1,8	1,6	-6,2	5,2	4,1	2,9	0,2	-	-
Etats-Unis	2,9	2,3	-3,4	5,7	1,8	1,6	0,8	-	-
Chine	6,7	6,0	2,2	8,1	0,4	3,3	5,1	-	-
Taux (fin d'année, %)	2018	2019	2020	2021	30/09/2022	2022	2023	Forward fin 2022	Forward fin 2023
Taux repo	0,00	0,00	0,00	0,00	1,05	2,30	2,45	-	-
Eonia (ESTR à partir de 2022)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-	-	1,2	2,4
Euribor 3 mois	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	1,2	-	-	2,2	3,0
OAT 10 ans	0,7	0,1	-0,3	0,2	2,7	2,4	2,1	2,8	2,9
Inflation hors Tabac	1,5	1,0	-0,2	2,8	6,0 <sup>o</sup>	5,8**	4,2**	-	-
Livret A	0,75	0,75	0,50	0,50	2,00	-	-	-	-

<sup>o</sup> 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 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.