

# Conjoncture

L'actualité économique et immobilière

Janvier 2023  
N°101

## Conjoncture économique et financière du 4<sup>e</sup> trimestre 2022

*Au 4<sup>e</sup> trimestre 2022, la conjoncture internationale a encore été marquée par les développements du conflit en Ukraine : la situation géopolitique dégradée se traduit par une crise énergétique durable qui pèse sur l'activité et attise l'inflation. En conséquence, les banques centrales (Fed et BCE en particulier) ont poursuivi leur resserrement monétaire, au détriment de la croissance et de la stabilité financière.*

### Macroéconomie

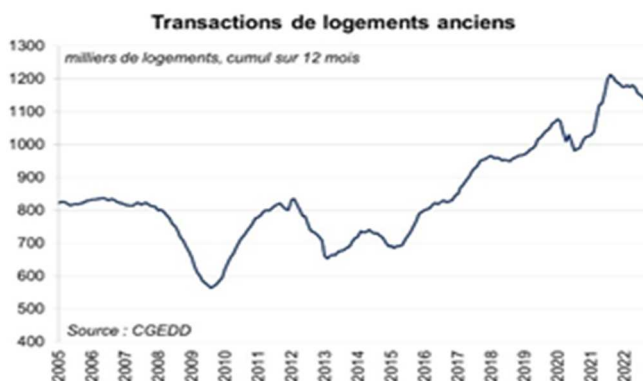
En France, le PIB a ralenti au cours du 3<sup>e</sup> trimestre (+0,2 % T/T après +0,5 % au T2). Pour le dernier trimestre 2022, les enquêtes de conjoncture suggèrent une croissance à peine positive selon la Banque de France (+0,1 %), voire une légère contraction du PIB selon l'Insee (-0,2 %). Certes la situation sur le front énergétique est, à ce stade, moins défavorable qu'on pouvait le craindre en Europe, mais l'incertitude à cet égard ainsi que la persistance de l'inflation qui pèsera sur la demande et des contraintes sur l'offre (approvisionnement, difficultés de recrutement, resserrement des conditions de financement...) ne permettent pas d'écarter le risque de récession à court terme.

L'inflation a reculé en décembre, à +5,9 % sur un an, en lien avec le ralentissement des prix de l'énergie. Toutefois, le pic reste à venir avec un rebond attendu en janvier/février autour de +6,5 % avant de refluer à partir de mars, à la faveur des effets de base sur les prix de l'énergie (ils avaient fortement augmenté en mars 2022 avec l'éclatement du conflit en Ukraine). Par la suite, la désinflation ne serait que très progressive au cours de 2023. En moyenne annuelle, l'inflation totale s'est inscrite à +5,2 % en 2022 et sera probablement encore proche de 5 % sur l'année 2023.

Sur le marché de l'immobilier, la remontée des taux d'intérêt sur les crédits à l'habitat se poursuit et s'amplifie. Au mois de décembre, le taux moyen aurait atteint 2,34 % selon les chiffres de l'Observatoire CSA-Crédit Logement, soit une hausse de l'ordre de 130 points de base depuis le début de l'année 2022. Toutes choses égales par ailleurs, le ménage « moyen » a d'ores et déjà vu s'évaporer de l'ordre de 13 % de sa capacité d'endettement. Cette dernière devrait encore significativement se dégrader : le taux de l'OAT 10 ans a augmenté de l'ordre de 250-300

points de base depuis janvier 2022 et les taux sur les crédits à l'habitat finiront par augmenter dans les mêmes proportions. À l'arrivée, des taux compris entre 3,5 et 4 % en moyenne paraissent probables (soit entre -25 et -30 % de capacité d'endettement en moins, environ, par rapport à 2021). À partir de février prochain, la révision du taux d'usure, jusqu'alors trimestrielle, interviendra de façon temporaire à fréquence mensuelle : cela aura pour effet d'accélérer la remontée des taux sur les crédits à l'habitat. Le frein qu'il représentait sera de moins en moins puissant au fil des mois, de sorte que des taux à 3,5-4 % d'ici l'été ou l'automne prochain ne paraissent pas hors de portée. Pour l'heure, l'effet de la remontée des taux sur l'activité immobilière n'apparaît pas de manière frappante : le nombre de transactions cumulées sur 12 mois atteignait environ 1,1 million en novembre, en baisse de seulement -6 % par rapport au même point de l'an dernier et la production de crédit à l'habitat n'aurait reculé que de -3 % en 2022 par rapport à 2021 selon la Banque de France.

### > Transactions de logements anciens



Les statistiques de l'Observatoire CSA-Crédit Logement, en revanche, racontent une tout autre histoire avec une baisse du volume de nouveaux crédits qui aurait atteint environ -20 % en 2022. Les prochains trimestres permettront d'y voir plus clair sur l'ampleur du recul de l'activité : les différences de champ, les différences de méthodologie et les décalages temporels dans les chiffres peuvent, en effet, conduire à des divergences entre les sources, surtout en période de retournement. Ce qui paraît certain, en revanche, c'est que l'atterrissage du marché est bien amorcé et devrait s'amplifier. Pour l'heure, les prix

sont encore peu affectés et s'affichent toujours en nette progression par rapport à leurs niveaux de l'an dernier, *i.e.* +6,4 % au 3<sup>e</sup> trimestre 2022 selon l'indice des prix Notaires-Insee, mais la tendance est désormais au ralentissement. À Paris, les prix sont même en baisse depuis plusieurs trimestres. Selon les informations communiquées par le Conseil Supérieur du Notariat dans sa dernière note de conjoncture, le ralentissement devrait s'accroître au cours des prochains mois.

Du côté du logement neuf, l'environnement économique et financier n'est pas propice à un rebond – après plusieurs trimestres de stagnation, les constructions nouvelles ont pris le chemin de la baisse ces derniers mois (elles étaient autour de 380 000 logements sur un an en novembre 2022). Même si les derniers trimestres ont apporté une détente sur les prix de certains matériaux et sur les conditions d'approvisionnement, le secteur est loin d'être revenu aux conditions de l'avant-Covid : l'indice du coût de la production dans la construction par l'Insee est en hausse de +9 % sur un an au 3<sup>e</sup> trimestre 2022, avec des augmentations particulièrement marquées pour les matériaux (+16 % environ) et l'énergie (+29 % environ). Faisant face à des goulots de production importants liés, entre autres, à la persistance de difficultés de recrutement, le secteur n'est pas encore près de rebondir.

## Marchés financiers

Sur les marchés financiers, le 4<sup>e</sup> trimestre a montré une poursuite de la dynamique globale rencontrée depuis l'été : l'entrée dans un nouveau monde en matière de taux et de politique monétaire. En six mois, la BCE a procédé à +250 pb de hausse des taux, dont +125 pb sur le dernier trimestre (taux de refinancement à 2,5 % et taux de dépôt à 2,0 %). Bien que dans une proportion moindre, cette dynamique de hausse de taux devrait se poursuivre au début de l'année 2023. Cette posture particulièrement agressive s'opère en réaction à une emprise inflationniste forte contre laquelle la BCE indique vouloir lutter en adoptant une politique monétaire restrictive. Dans le sillage des taux directeurs, l'ensemble des taux souverains a sensiblement augmenté sur les derniers mois : sur le trimestre, le taux de l'OAT 10 ans a de nouveau gagné près de 40 pb (avec, sur l'ensemble de l'année 2022, +270 pb de hausse), et a clôturé l'année 2022 autour des 3,0 %. Le resserrement de la politique monétaire, déjà effectué, et à venir, est le principal facteur porteur ; les anticipations d'inflation élevée étant déjà intégrées dans les prix. En parallèle, sur le CAC 40, le nouvel environnement monétaire et financier n'est plus un facteur de soutien (en situation de taux élevés, l'arbitrage des investisseurs ne tend plus vers l'actif actions, moins attractif). Le CAC 40 a ainsi corrigé sur l'année 2022, de

- 9,5 %, bien qu'en hausse sur le dernier trimestre 2022, durant lequel le marché boursier a mis en place un rallye de fin d'année qui prend sa source dans des indicateurs conjoncturels rassurants autour de l'inflation qui pourraient, selon les marchés, encourager les banques centrales à se montrer moins agressives qu'annoncé initialement, avec en conséquence une moindre dégradation des conditions financières.

### > Indices actions



## Perspectives

La conjoncture économique et financière au cours des prochains mois sera dépendante de la situation énergétique/géopolitique, sans oublier - même dans une moindre mesure, l'évolution du contexte sanitaire, en particulier en Chine. Du côté des banques centrales, le risque de récession et d'instabilité financière ne remet pas (encore ?) en cause leur volonté de poursuivre les hausses de taux directeurs pour contrecarrer l'inflation élevée.

### > Indicateurs clés au 26/01/2023

Croissance du PIB sur un an (%)	2018	2019	2020	2021	2022T3	Prévisions		Forward fin 2023	Forward fin 2024
						2022*	2023*		
France	1,8	1,9	-7,9	6,8	1,0	2,5	0,2	-	-
Zone euro	1,8	1,6	-6,2	5,3	2,3	3,2	-0,1	3,1	3,1
Etats-Unis	2,9	2,3	-3,4	5,7	1,9	1,9	0,3	-	-
Chine	6,7	6,0	2,2	8,4	3,9	3,0	4,8	-	-
Taux (fin d'année, %)	2018	2019	2020	2021	31/12/2022	2022	2023	Forward fin 2023	Forward fin 2024
Taux repo	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,50	3,10	-	-
Eonia (ESTR à partir de 2022)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	1,9	-	-	3,1	3,2
Euribor 3 mois	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	2,1	-	-	3,6	3,1
OAT 10 ans	0,7	0,1	-0,3	0,2	3,1	2,8	2,5	3,2	3,3
Inflation hors Tabac	1,5	1,0	-0,2	2,8	6,0	6**	5,1**	-	-
Livret A	0,75	0,75	0,50	0,50	2,00	-	-	-	-

\* Consensus Bloomberg, moyenne annuelle, Source : Bloomberg

\*\* moyenne annuelle, pour l'inflation totale (IPC-H)

Les dernières prévisions du consensus confirment l'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 poursuite du resserrement des politiques monétaires avec, en conséquence, un ajustement aussi du côté des taux longs.