

# Conjoncture

## L'actualité économique et immobilière

Avril 2023  
N°102

### Conjoncture économique et financière du 1<sup>er</sup> trimestre 2023

*Au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, la conjoncture internationale a été marquée, côté croissance, par une nette dissipation des craintes de récession à très court terme, l'impact de la crise énergétique sur l'activité ayant été moins fort que prévu en Europe. Parallèlement, la désinflation liée à l'énergie se confirme, mais les tensions sous-jacentes sont encore trop fortes au goût des banques centrales (Fed et BCE en particulier), qui ont poursuivi leur resserrement monétaire, nonobstant les turbulences bancaires.*

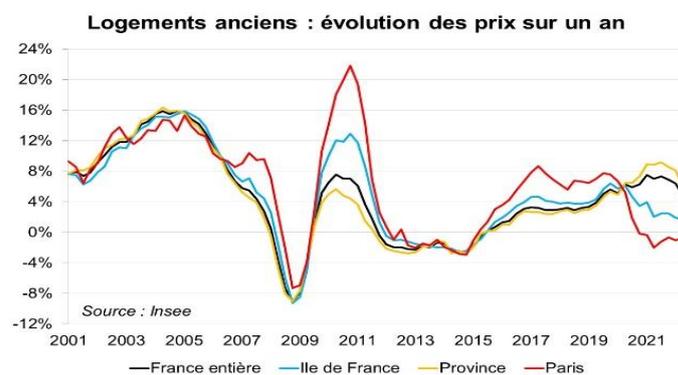
#### Macroéconomie

En France, le PIB a encore ralenti au cours du 4<sup>e</sup> trimestre 2022 (+0,1 % T/T après +0,2 % au T3). Pour le premier trimestre 2023, les enquêtes de conjoncture suggèrent une croissance très légèrement positive (+0,1 % selon la Banque de France et l'Insee), avec des facteurs négatifs qui resteront prégnants à court/moyen terme : l'inflation persistante qui pénalise la consommation, des contraintes encore marquées sur l'offre (difficultés d'approvisionnement et de recrutement) et un resserrement global des conditions de financement dont les effets devraient s'accroître au cours des prochains mois/trimestres... De plus, outre la situation géopolitique/énergétique, les tensions bancaires récentes sont une source supplémentaire d'incertitude. Ainsi, même sans déclaration d'un risque majeur, une légère récession trimestrielle ne peut être écartée au cours de 2023. Quant à l'inflation, elle est en recul à +5,6 % sur un an en mars, en lien avec le net ralentissement des prix de l'énergie. Toutefois, compte tenu de la dynamique des prix alimentaires, du comportement des entreprises qui cherchent à préserver leurs marges bénéficiaires ou encore des tensions sur le marché du travail qui soutiendront les salaires, la désinflation ne sera que très progressive au cours de 2023. En moyenne annuelle, l'inflation totale sera probablement encore proche de 5 % cette année.

Sur le marché du logement ancien, les taux d'intérêt sur les crédits à l'habitat augmentent à un rythme plus franc depuis le relèvement du taux d'usure au début de l'année et son passage d'une révision mensuelle plutôt que trimestrielle (en vigueur jusqu'à l'été). Selon les données de l'Observatoire CSA-Crédit Logement, le taux moyen aurait atteint plus de 2,8 % en février, soit +0,2 pt de plus que le mois précédent. Depuis l'amorce du cycle de hausse

fin 2021, les taux moyens ont ainsi déjà augmenté de 180 points de base (à l'été 2021, ils étaient de l'ordre de 1,1 %) et cette augmentation devrait se poursuivre, jusqu'à atteindre un nouvel équilibre que nombre d'observateurs situent entre 3,5 et 4 % (voire au-delà). Ce niveau correspond à une fourchette d'augmentation de 250-300 points de base, soit une hausse comparable à celle des taux OAT à 10 ou 20 ans. Alors que l'année 2022 avait été caractérisée par une résilience inattendue des transactions – les projets d'acquisition en attente ont sans doute été accélérés pour préempter la hausse des taux – les derniers chiffres disponibles montrent que l'atterrissage commence à se dessiner. Le nombre de transactions cumulées sur 12 mois, en janvier, se situerait autour de 1,1 million selon les chiffres du CGEDD, soit une baisse de l'ordre de -6 % sur un an. Mesuré par la production de crédit qui permet un suivi plus fin des évolutions mensuelles, le recul serait encore plus net : la production de crédits nouveaux à l'habitat sur les 3 derniers mois aurait atteint 146 Md€ en février selon les données de la Banque de France, comparé à 207 Md€ sur la même période l'an dernier, soit une baisse de près de -30 %.

#### > Evolution des prix des logements anciens



Cette baisse d'activité commence déjà à se faire ressentir sur l'évolution des prix au niveau national : selon les indices Notaires-Insee, les prix des logements anciens ont fortement décéléré au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 (dernier point connu), n'augmentant que de +0,2 % d'un trimestre sur l'autre à l'échelle nationale (à comparer à +1,4 % les deux trimestres précédents). En variation annuelle, les prix sont ainsi en hausse de +4,8 % au 4<sup>e</sup> trimestre 2022, après +6,4 % au trimestre précédent. À certains endroits, les prix sont plus clairement en baisse : c'est le cas par exemple à

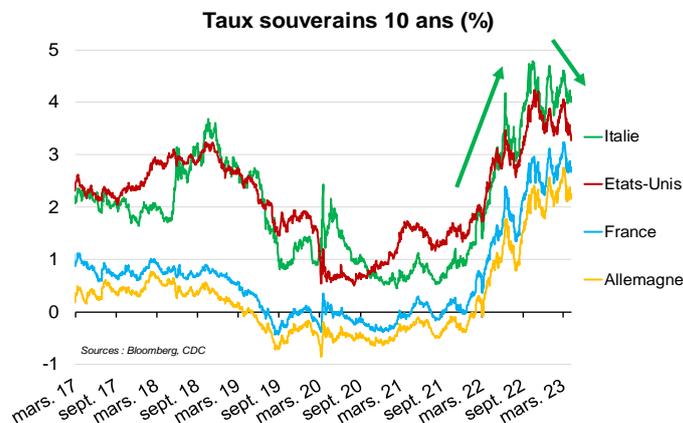
Paris. Les prochains mois devraient voir cette tendance se prolonger. Le relèvement du taux d'usure et sa mensualisation pourraient avoir évité un ajustement encore plus fort des transactions et de la production de crédit en ce début d'année, mais cet effet paraît de second ordre comparé à l'impact massif de la hausse des taux d'intérêt sur la capacité d'emprunt des ménages. À terme, c'est une baisse d'au moins 25-30 % de la capacité d'endettement qui se dessine par rapport à 2021, dont une part importante – autour de 20 % – est déjà visible aujourd'hui. La fragilisation de l'activité immobilière n'épargne pas le neuf. Le secteur de la construction, qui souffrait déjà des freins « classiques » à son activité (rareté et coût du foncier, entre autres), auxquels s'étaient ajoutés les problèmes d'approvisionnement et d'envolée du coût des matières premières, doit aujourd'hui composer avec la raréfaction de la demande : les particuliers sont, comme sur le marché de l'ancien, frappés par la hausse des taux d'intérêt qui grève leur capacité d'endettement tandis que les investisseurs font face eux aussi à un environnement de taux moins favorable pour l'immobilier. Les réservations de logements neufs par des particuliers sont ainsi en recul ces derniers mois, tandis que les encours de logements disponibles à la vente augmentent.

## Marchés financiers

Sur les marchés financiers, le 1<sup>er</sup> trimestre 2023 a été caractérisé par une forte volatilité et un repositionnement global des investisseurs. Si les banques centrales ont poursuivi, comme prévu, leur cycle de restriction monétaire, la crise bancaire survenue en mars a contribué à renforcer les craintes des investisseurs sur l'impact économique et les risques pour la stabilité financière de la hausse rapide des taux. Les banques centrales se sont ainsi montrées moins offensives lors de leurs dernières prises de parole, provoquant un repositionnement global des marchés autour de politiques moins agressives qu'anticipé précédemment. Néanmoins, les banques centrales communiquent toujours sur la nécessité de positionner la politique monétaire en territoire restrictif afin d'avoir un impact sensible et durable sur les prix. Mais les banques centrales doivent aussi maintenant composer avec des risques économiques et financiers sous jacents à un relèvement rapide des taux. Sur le dernier trimestre, la BCE a procédé à +100 pb de hausse (taux de refinancement à 3,5 % et taux de dépôt à 3,0 %). Il semblerait néanmoins que la majeure partie du resserrement ait été réalisée et le « taux terminal » devrait être atteint prochainement. Parallèlement aux repositionnements sur les taux directs, les taux souverains ont connu une certaine détente depuis le début de l'année. Ainsi, celui de l'OAT 10 ans a perdu -30 pb depuis la fin de l'année 2022, dans le sillage de l'ensemble des taux souverains. Les attentes moins agressives sur la politique monétaire sont le principal facteur explicatif de ce repositionnement. Finalement, le taux de l'OAT 10 ans a

évolué autour de 2,8 % contre 3,1 % lors du trimestre précédent. De son côté, le CAC 40 a également été fortement chahuté par la panique bancaire, mais l'intégration d'un environnement monétaire et financier moins agressif que prévu (ce qui est porteur pour le marché actions) a finalement eu un impact positif. Le CAC 40 a ainsi sensiblement augmenté depuis la fin de l'année 2022, de +13 %, évoluant au dessus des 7 300 points.

### > Taux souverains



## Perspectives

La conjoncture économique et financière à court terme sera certes encore dépendante de la situation énergétique/géopolitique. Mais les banques centrales devraient concentrer l'attention des investisseurs, entre risque de récession notamment aux Etats-Unis, désinflation seulement limitée et prise en compte des risques sur le secteur bancaire. À ce stade, le cycle restrictif ne semble pas encore achevé, mais le pic sur les taux directeurs devrait être atteint dans les tout prochains mois.

### > Indicateurs clés au 14/04/2023

Croissance du PIB sur un an (%)	2020	2021	2022	2022T4	Prévisions Consensus			
					2023*	2024*	Forward fin 2023	Forward fin 2024
France	-7,9	7,2	2,6	0,5	0,5	1,0	-	-
Zone euro	-6,1	5,3	3,5	1,8	0,5	1,2	3,3	3,2
Etats-Unis	-2,8	5,9	2,1	0,9	1,0	1,0	3,5	3,0
Chine	2,2	8,4	3,0	2,9	5,3	5,0	-	-

Taux (fin d'année, %)	2020	2021	2022	31/03/2023	2023	2024	Forward fin 2023	Forward fin 2024
Taux repo	0,0	0,0	2,5	3,5	4,1	3,4	-	-
Eonia (ESTR à partir de 2022)	-0,5	-0,5	1,9	2,9	-	-	3,3	3,2
Euribor 3 mois	-0,5	-0,6	2,1	3,0	-	-	3,5	3,0
OAT 10 ans	-0,3	0,2	3,1	2,8	2,8	2,7	2,9	3,0
Inflation hors Tabac	-0,2	2,8	6,0	6,4*	5,3**	2,5**	-	-
Livret A	0,5	0,5	2,0	3,0	-	-	-	-

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

Les dernières prévisions du consensus tablent sur une croissance atone en 2023 et une inflation encore élevée. Parallèlement sur les marchés financiers, les attentes intègrent une poursuite du resserrement monétaire, mais dans une moindre ampleur que les mois précédents, avec un pic atteint prochainement. En conséquence, les taux longs s'ajustent et se stabilisent, intégrant ce nouveau positionnement moins agressif.