

Conjoncture

L'actualité économique et immobilière

Octobre 2023
N°105

Conjoncture économique et financière du 3^e trimestre 2023

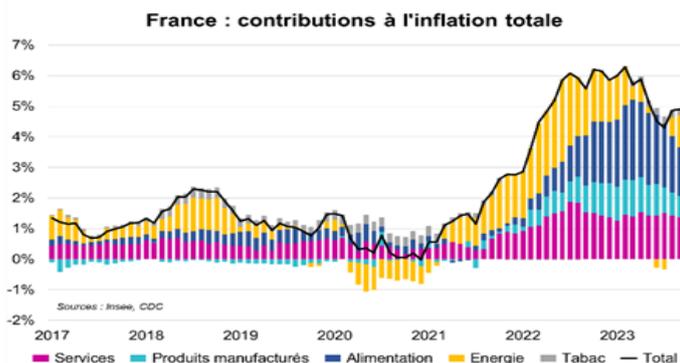
Au cours de l'été, la conjoncture internationale a été marquée par une croissance encore résiliente aux Etats-Unis mais atone en zone euro, nonobstant la bonne surprise en France. Si le pic d'inflation est désormais passé, les tensions sous-jacentes sont encore trop fortes au goût des banques centrales, qui ont poursuivi, et probablement achevé, leur resserrement monétaire.

Macroéconomie

En France, le PIB a surpris nettement à la hausse au 2^e trimestre (+0,5 % T/T vs. +0,1 % attendu). Cependant, pour le 3^e trimestre, les premiers indicateurs pointent vers un net ralentissement, avec une croissance très faible, de l'ordre de +0,1 % T/T selon l'Insee et la Banque de France. De plus, compte tenu de nombreux facteurs défavorables (accentuation des effets du resserrement monétaire sur la sphère réelle, difficultés de recrutement / ralentissement de l'emploi, incertitude géopolitique / énergétique, inflation persistante, moindre soutien budgétaire, risque climatique, éventuelle résurgence du risque sanitaire...), dont certains se sont renforcés sur la période récente, le risque d'une légère contraction du PIB à court terme ne peut être écarté à ce stade, même sans nouveau choc négatif majeur.

Dans le même temps, certes la désinflation est enclenchée en France et en zone euro, mais la décade ne sera que progressive, avec des tensions sous-jacentes encore sensibles, tandis que l'aléa sur l'énergie est particulièrement sous surveillance dans le contexte géopolitique actuel.

> Contributions à l'inflation



Les taux sur les crédits à l'habitat pour les ménages ont continué d'augmenter ces derniers mois, sans marquer d'inflexion notable. Selon l'Observatoire CSA-Crédit Logement, ils auraient atteint près de 4 % en moyenne en septembre contre 3,8 % en août (et 1,1 % début 2022). En toute vraisemblance, les taux continueront d'augmenter ces prochains mois – même si l'essentiel du chemin est fait -, amputant encore de quelques points de pourcentage une capacité d'endettement déjà entamée de plus de 25 % par rapport à 2021.

Ce contexte de financement très dégradé continue de peser sur la demande : en septembre, les transactions dans l'ancien seraient ainsi en baisse de l'ordre de -25 % sur un an (et de -35 % par rapport aux pics d'activité de 2021), et la production de crédit aurait reculé de l'ordre de -45 % sur un an. La demande dans le neuf a également été divisée par deux depuis 2022.

Cette faiblesse de l'activité s'est transmise à la dynamique des prix au 2^e trimestre. Dans l'ancien, les prix ont baissé au niveau national de -0,8 % au 2^e trimestre par rapport au trimestre précédent (en variation annuelle, ils ne sont en hausse plus que de +0,5 % au 2^e trimestre après +2,7 % au trimestre précédent), avec de forts écarts entre régions. Les signaux disponibles – notamment les avant-contrats des notaires - laissent penser que cette baisse se poursuivrait au 3^e trimestre, à un rythme semblable.

Dans le neuf, les prix auraient baissé de l'ordre de -0,2 % au 2^e trimestre par rapport au précédent selon les données de l'Insee, donc un peu moins que dans l'ancien (dans le neuf, les contraintes de coût et d'équilibre des opérations limitent les marges de manœuvre à la baisse pour les constructeurs, créant davantage d'inertie dans les prix).

L'activité dans la construction continue de pâtir du recul de la demande et de l'augmentation des coûts. La baisse des mises en chantier s'est en effet poursuivie ces derniers mois, et celles-ci atteignent aujourd'hui un niveau qu'elles n'ont jamais connu au cours des 25 dernières années, avec à peine plus de 300 000 logements construits sur les 12 derniers mois en août. La poursuite de la chute des permis de construire, ainsi que la morosité des perspectives qui ressortent de l'enquête menée par l'Insee auprès des promoteurs, ne donnent toujours aucune raison d'espérer un rebond prochain.

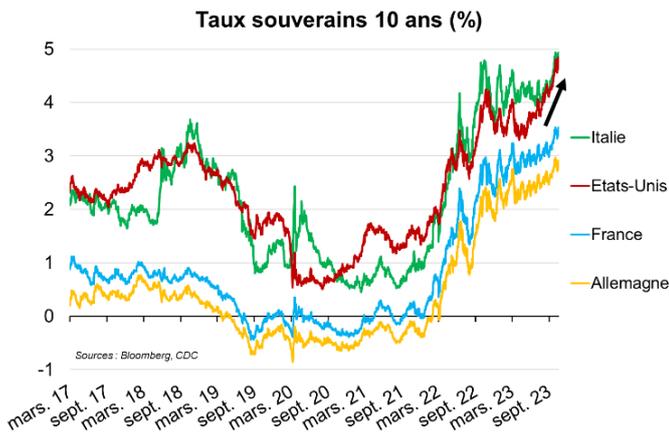
Marchés financiers

Sur les marchés financiers, le 3^e trimestre a été caractérisé par une réévaluation globalement haussière de l'environnement de taux, dans le sillage des communications agressives des banques centrales. Si ces dernières ont laissé entendre la fin du cycle de restriction monétaire débuté en 2022, avec un pic de taux directeurs qui semble atteint du côté de la BCE et de la Fed, les communications vont dans le sens de taux élevés bien plus longtemps que prévu initialement par les investisseurs.

Les perspectives s'articulent donc autour d'un contexte de taux désormais à leur pic, mais pour longtemps, vraisemblablement jusqu'à fin 2024. Ce repositionnement a provoqué une réévaluation haussière globale de l'ensemble des taux souverains, à commencer par le taux américain qui a emporté dans son sillage l'ensemble des taux européens.

Ainsi, le taux de l'OAT 10 ans est passé de 3,0 % le trimestre précédent, à près de 3,5 % fin septembre. De façon fondamentale, les anticipations d'inflation n'ont néanmoins pas été revues à la hausse, au contraire, elles ont même diminué (provoquant une hausse du taux réel). Soulignons qu'une attention particulière devra être portée à la situation italienne, dont la prime de risque a sensiblement augmenté dans le sillage de la hausse des taux souverains, et dont la cible de déficit a été revue à la hausse, cristallisant les craintes des investisseurs. En outre, les perspectives d'un environnement restrictif plus longtemps que prévu se matérialisent par une réévaluation baissière sur le marché actions. Ainsi, le CAC 40 a sensiblement corrigé depuis le trimestre précédent, passant de 7 400 pts à environ 7 100 pts fin septembre.

> Taux souverains



Perspectives

La conjoncture économique et financière à court terme sera marquée par une croissance faible et une désinflation lente. Du côté des banques centrales, si la fin du cycle restrictif semble désormais atteinte, il faudra composer avec cet environnement plus longtemps que prévu initialement.

De plus, une attention particulière devra être portée aux taux obligataires souverains face au besoin de financement des déficits, notamment dans les pays périphériques de la zone euro.

> Indicateurs clés au 30/09/2023

Croissance du PIB sur un an (%)	2019	2020	2021	2022	2023T2	Prévisions Consensus		Forward fin 2023	Forward fin 2024
						2023*	2024*		
France	1,8	-7,5	6,4	2,5	1,0	0,8	0,8	-	-
Zone euro	1,6	-6,1	5,6	3,3	0,5	0,5	0,8	-	-
Etats-Unis	2,5	-2,2	5,8	1,9	2,4	2,1	0,9	-	-
Chine	6,0	2,2	8,4	3,0	6,3	5,0	4,5	-	-

Taux (fin d'année, %)	2019	2020	2021	2022	30/09/2023	2023	2024	Forward fin 2023	Forward fin 2024
Taux repo	0,0	0,0	0,0	2,5	4,5	4,4	3,6	-	-
Eonla (ESTR à partir de 2022)	-0,4	-0,5	-0,5	1,9	3,9	-	-	3,9	3,9
Euribor 3 mois	-0,3	-0,5	-0,6	2,1	4,0	3,9	3,2	4,0	3,4
OAT 10 ans	0,7	-0,3	0,2	3,1	3,4	2,9	2,7	3,5	3,5
Inflation hors Tabac	1,5	-0,2	2,8	6,0	4,8	5,7**	2,7**	-	-
Livret A	0,8	0,5	0,5	2,0	3,0	-	-	-	-

*Consensus Bloomberg, moyenne annuelle ; **moyenne annuelle, pour l'inflation totale (IPCH)

Source : Bloomberg

Les derniers consensus confirment les perspectives d'une croissance atone en 2023 et 2024 et d'une inflation persistante. Parallèlement sur les marchés financiers, les attentes intègrent à la fois la fin du resserrement monétaire à court terme, avec toutefois le maintien d'un environnement durablement restrictif.