



Conjoncture économique & financière

Banque des Territoires – Direction Régionale Nouvelle Aquitaine

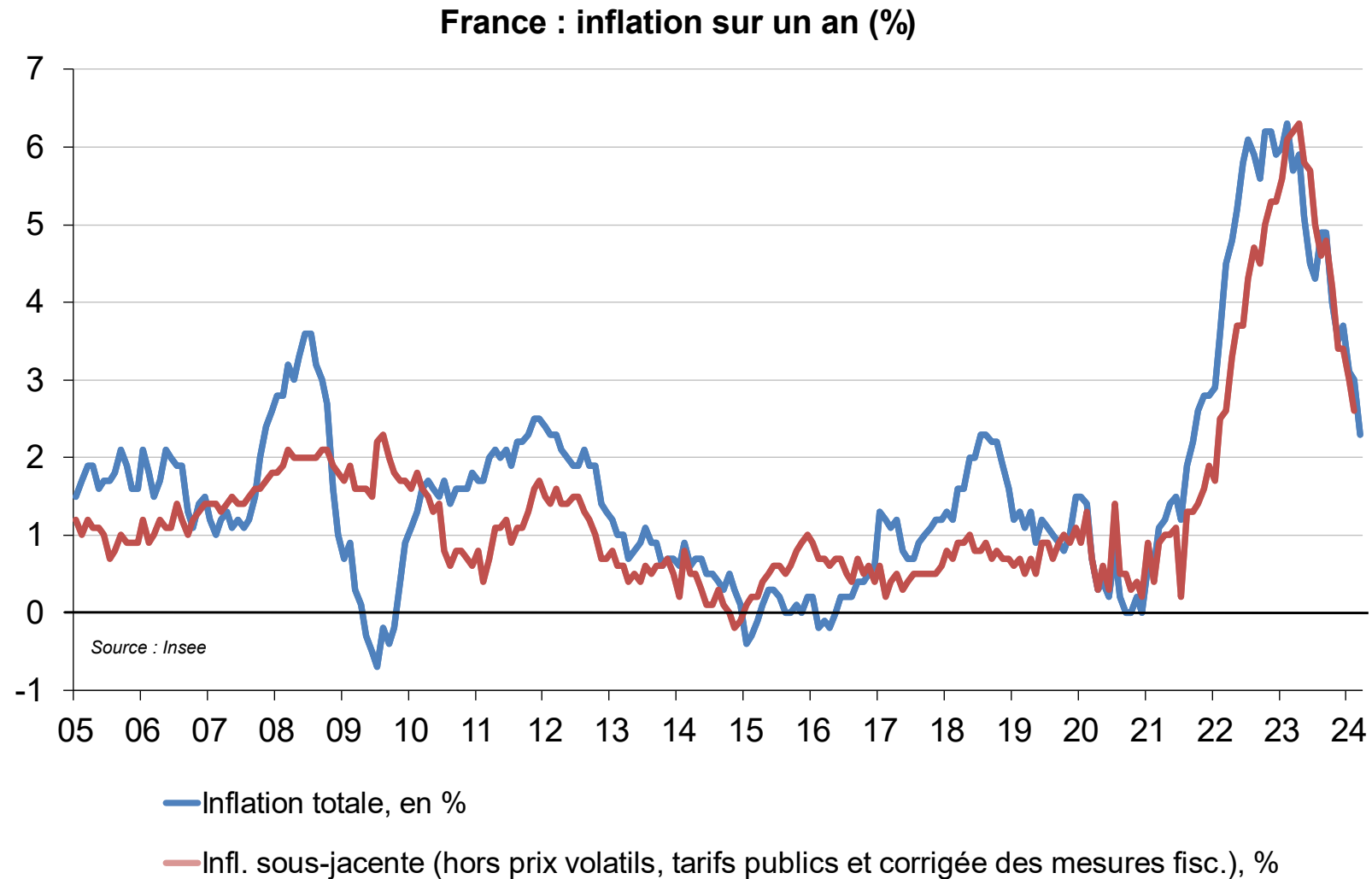
Jeudi 11 avril 2024

**Yann Tampéreau-Chef économiste Groupe CDC
Département études et conjoncture économiques & financières
Direction des Finances et de la Politique Durable Groupe**

Conclusions

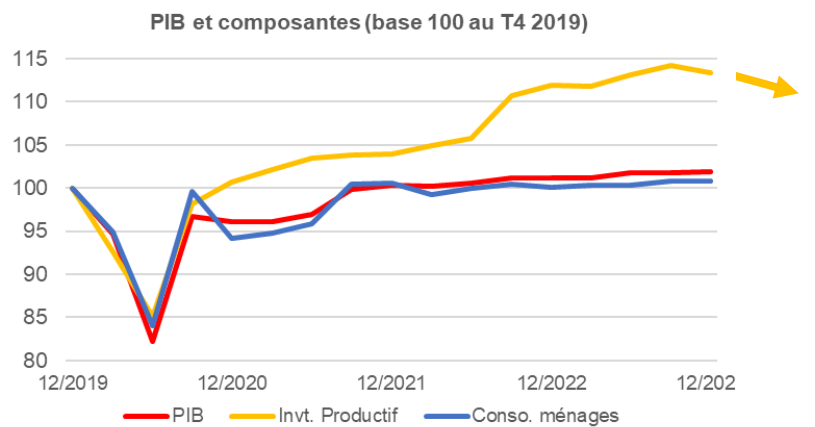
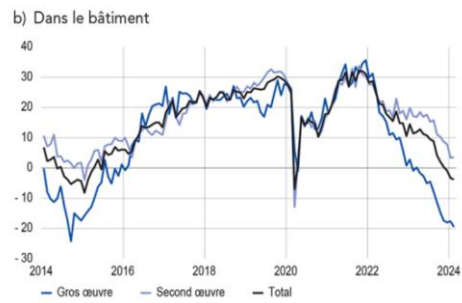
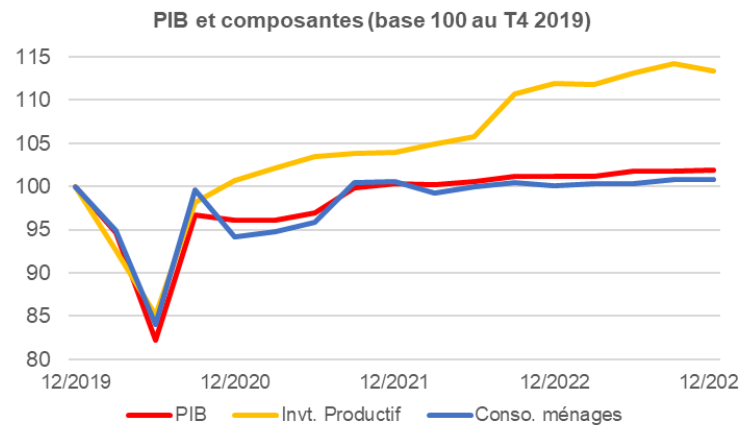
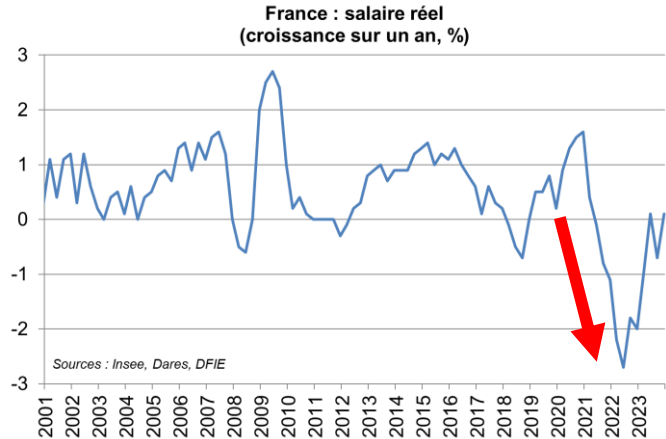
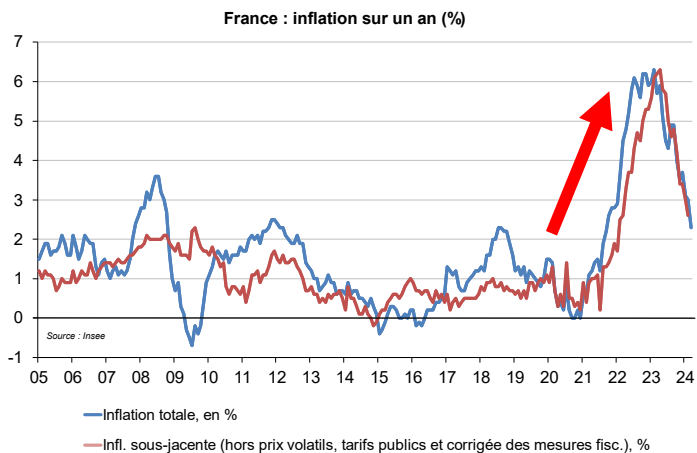
- **Conclusion 1** : une désinflation déjà présente en amont des prix à la consommation : elle va se matérialiser par un reflux de l'inflation des biens et services mais la désinflation sera lente
- **Conclusion 2** : il n'y a pas d'anticipé de retour à une inflation à 1 % comme dans la décennie 2010 mais on assiste à un changement de régime → l'inflation sera plus forte pendant quelques années et atterrira à 2 % dans le meilleur des cas
- **Conclusion 3** : la BCE augmente ses taux pour lutter contre cette persistance de l'inflation davantage que pour résoudre l'inflation passée mais il n'y pas ni spirale prix-salaire, ni désancrage des anticipations → encore qqs hausses des taux 2023, sans aller à 5%
- **Conclusion 4** : une hausse du « taux formule » très probable en août mais i) une non-application de la formule tout aussi probable, ii) un pic du taux formule probable avant une lente décrue vers 2 %
- **Conclusion 5** : tous les secteurs sont confrontés à ces changements de paradigme de hausse des taux, difficultés d'approvisionnement/recrutement et à une baisse des marges
- **Conclusion 6** : pour le secteur HLM, **des points d'attention** (inflation des coûts, hausse des frais, problème du foncier, financement par cession compliqué, hausse impayés...) mais aussi **des points d'appui** (besoin de logements et de réhabilitation, liquidités toujours disponibles, non application du taux formule, revalorisation de l'IRL, indexations et aides aux ménages, dispositifs BDT...)

Un choc inflationniste qui se résorbe comme prévu



Cycle des affaires

L'onde de choc atteint les entreprises : l'emploi et l'investissement sous pression en 2024

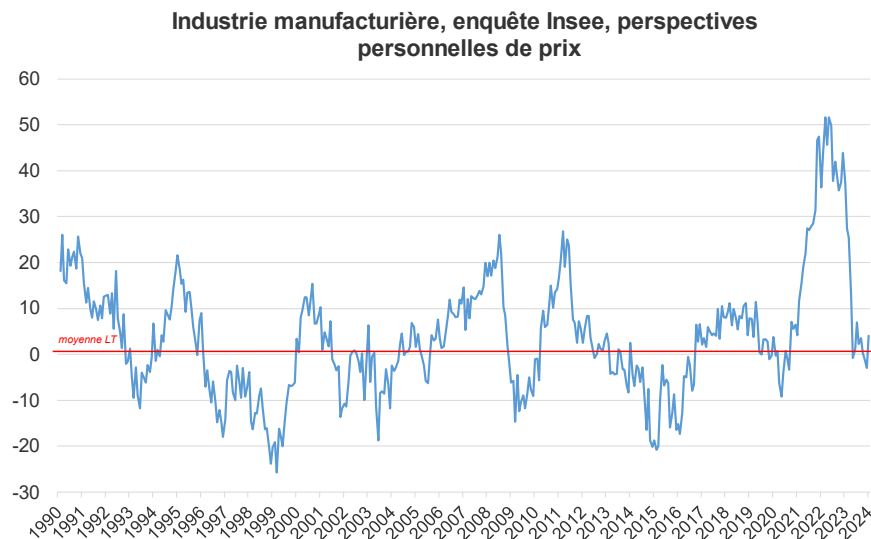


Source : BDF, enquête de mars. 2024

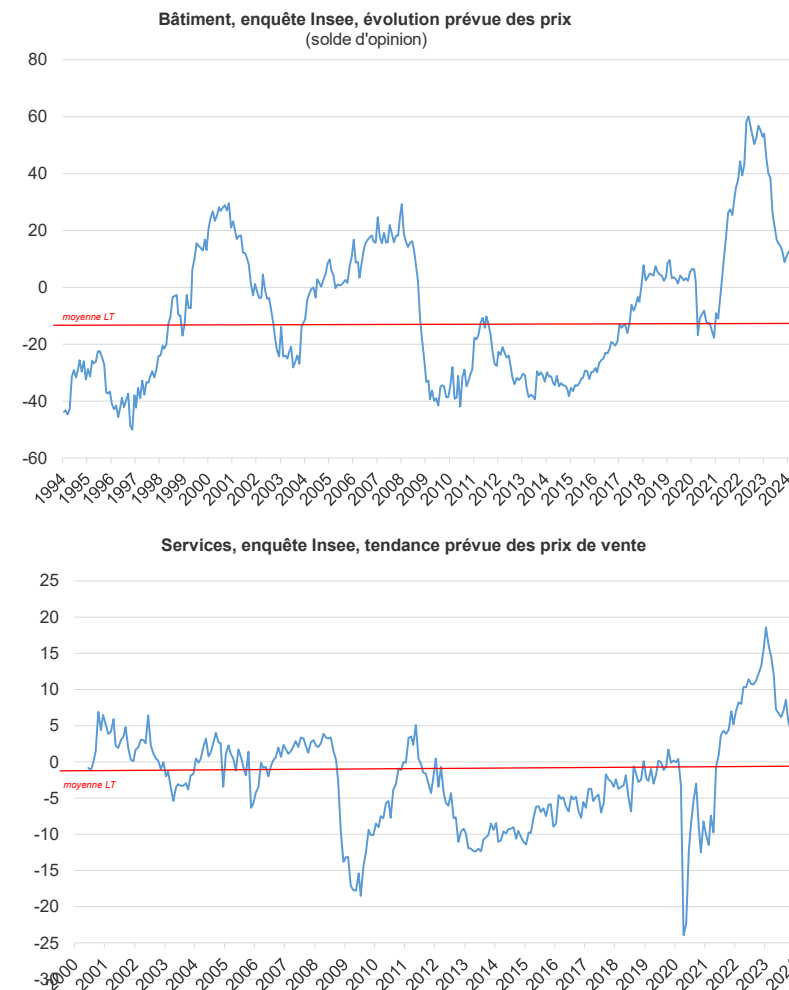
Destructions d'emplois

Inflation : confirmation de la normalisation

Une diffusion sectorielle conforme aux attentes



Comme anticipé, dans le cycle de diffusion de l'inflation après les chocs, la dynamique des prix est retardée dans les secteurs plus intensifs en main-d'œuvre : ils subissent davantage les effets « de second tour » liés à la hausse des salaires qui expliquent le **changement de nature de l'inflation (domestique vs. importée)** et une désinflation lente dans les services



Conclusions

- **Conclusion 1** : une désinflation déjà présente en amont des prix à la consommation : elle va se matérialiser par un reflux de l'inflation des biens et services mais la désinflation sera lente ✓
- **Conclusion 2** : il n'y a pas d'anticipé de retour à une inflation à 1 % comme dans la décennie 2010 mais on assiste à un changement de régime → l'inflation sera plus forte pendant quelques années et atterrira à 2 % dans le meilleur des cas
- **Conclusion 3** : la BCE augmente ses taux pour lutter contre cette persistance de l'inflation davantage que pour résoudre l'inflation passée mais il n'y pas ni spirale prix-salaire, ni désancrage des anticipations → encore qqs hausses des taux 2023, sans aller à 5%
- **Conclusion 4** : une hausse du « taux formule » très probable en août mais i) une non-application de la formule tout aussi probable, ii) un pic du taux formule probable avant une lente décrue vers 2 %
- **Conclusion 5** : tous les secteurs sont confrontés à ces changements de paradigme de hausse des taux, difficultés d'approvisionnement/recrutement et à une baisse des marges
- **Conclusion 6** : pour le secteur HLM, **des points d'attention** (inflation des coûts, hausse des frais, problème du foncier, financement par cession compliqué, hausse impayés...) mais aussi **des points d'appui** (besoin de logements et de réhabilitation, liquidités toujours disponibles, non application du taux formule, revalorisation de l'IRL, indexations et aides aux ménages, dispositifs BDT...)

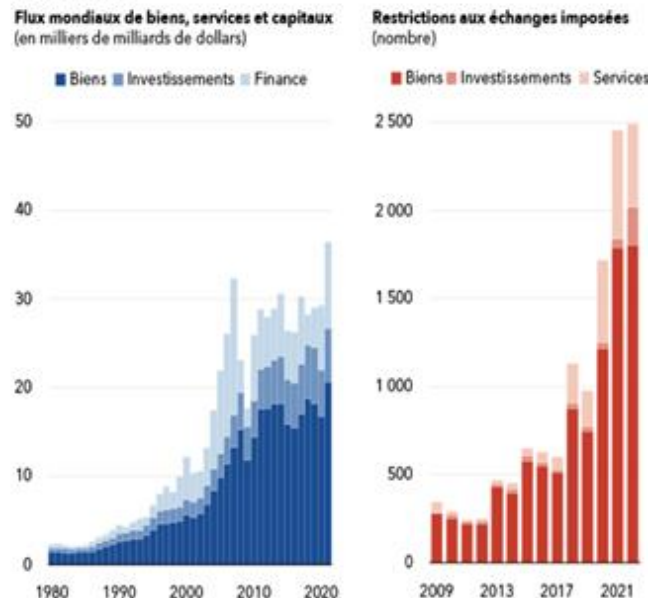
Fragmentation

Un monde qui change de paradigme sur la sphère réelle

- Le contexte géopolitique change clairement : le monde apparaît de plus en plus **fragmenté**, avec des stratégies non coopératives même au sein du bloc occidental (ex : IRA)

Des restrictions croissantes

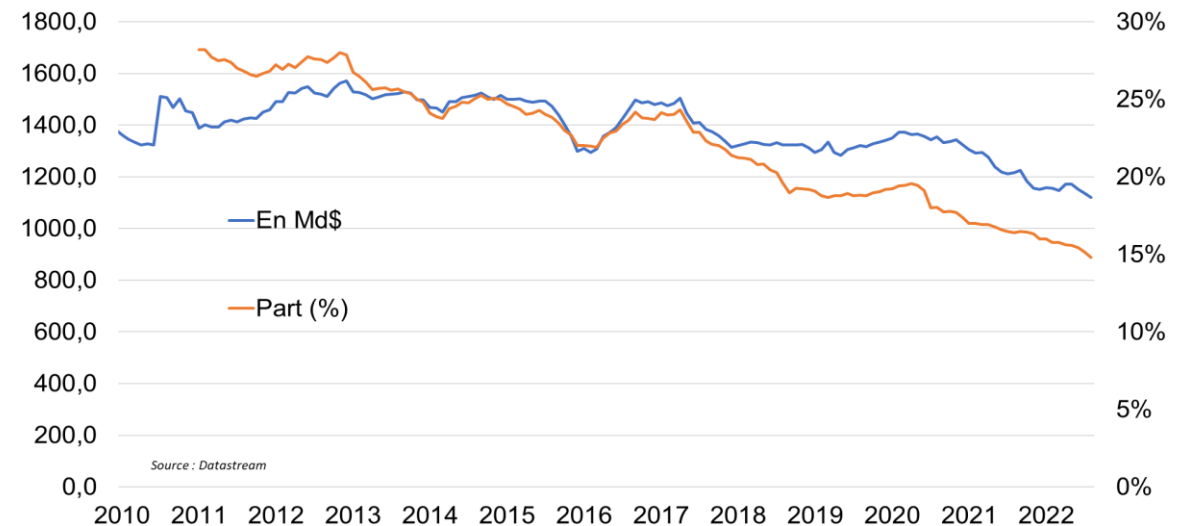
L'intégration de l'économie mondiale a ralenti ces dix dernières années, tandis que les restrictions aux échanges se sont multipliées rapidement.



Sources : Balance des paiements du FMI ; Banque mondiale ; Global Trade Alert(2022) ; calculs des services du FMI. Note : Le graphique représente uniquement les exportations.

IMF

Détention de la dette US par les pays ayant voté "contre" ou abstenus lors du vote de la résolution contre la Russie

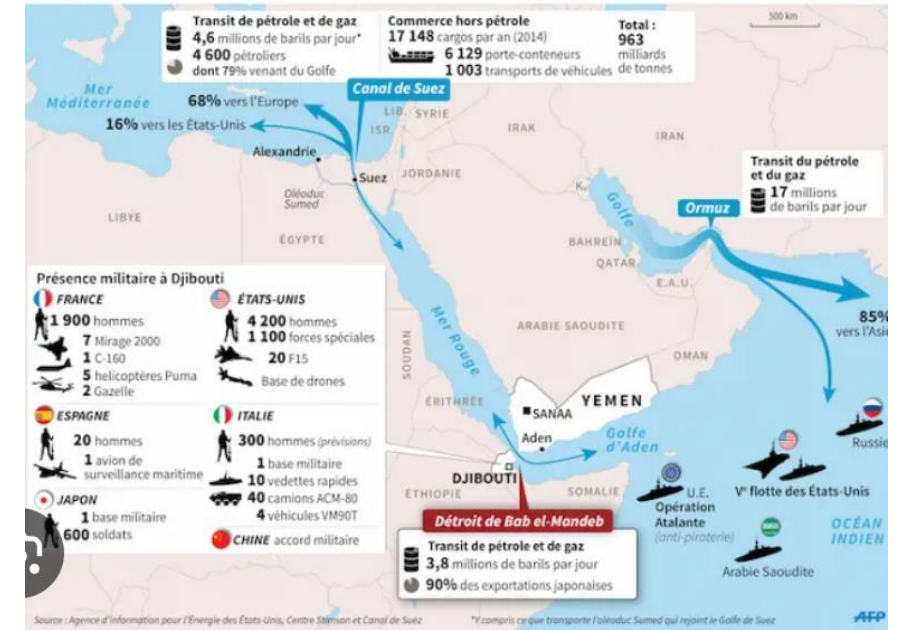


Source : Datastream

Un contexte géopolitique incertain

Une incertitude élevée, un risque stagflationniste

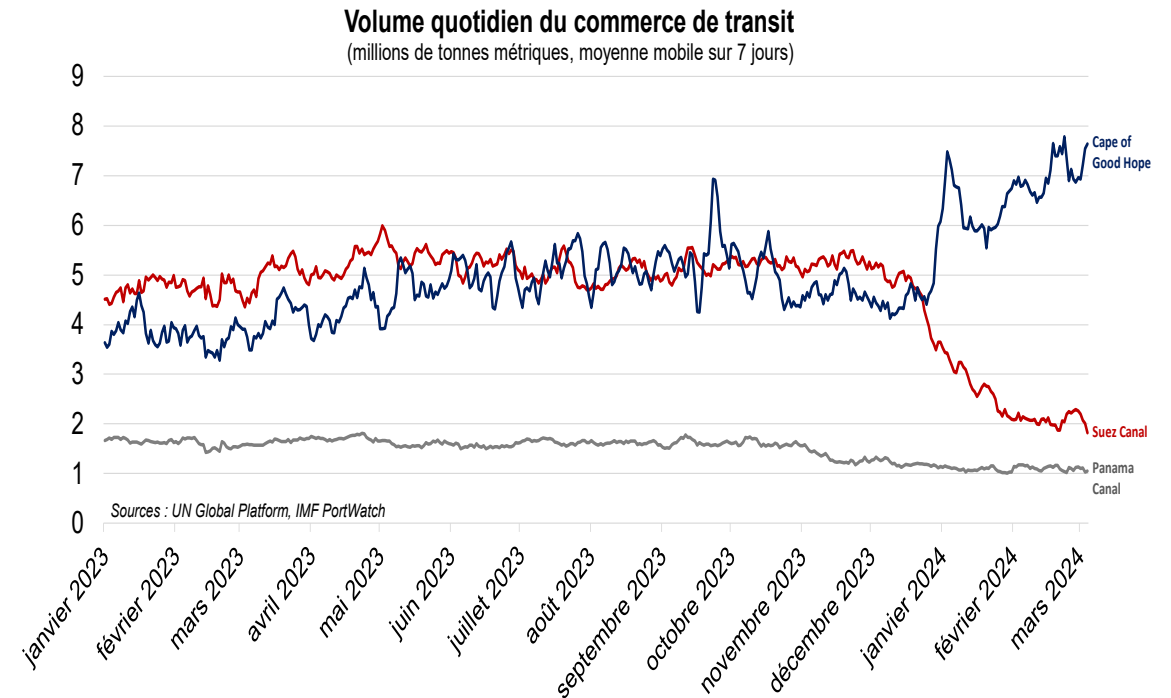
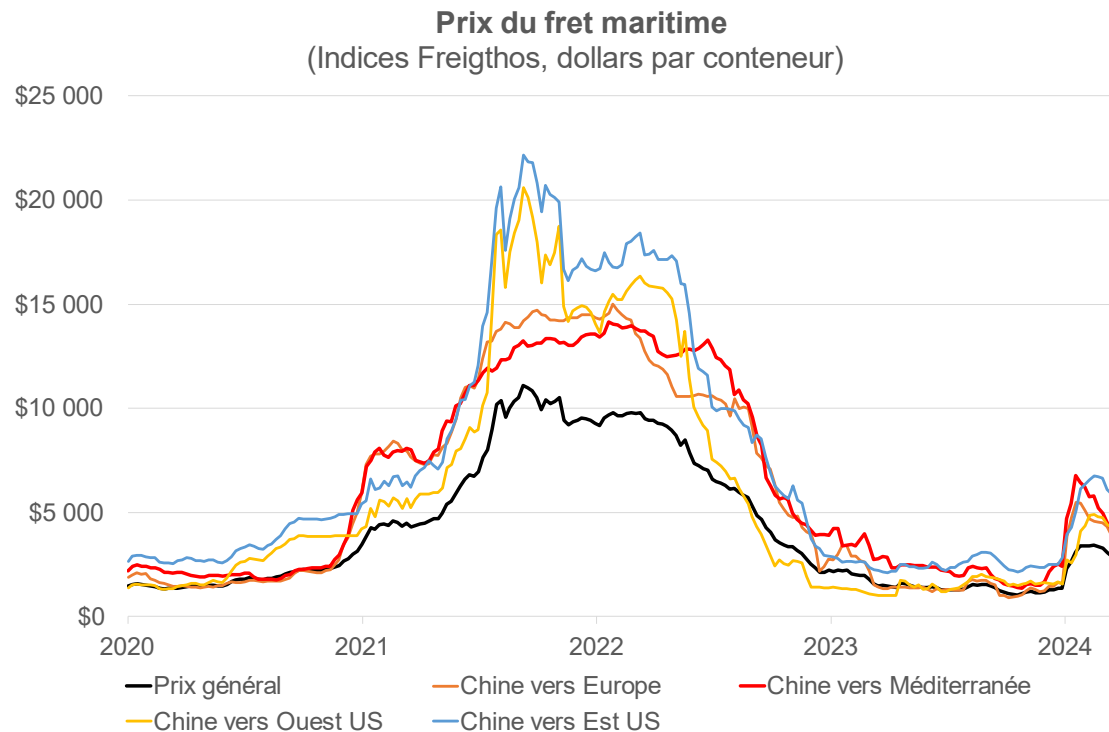
- **La guerre en Ukraine** se poursuit sans, à date, de perspectives de désescalade identifiées
- **Le conflit Israël-Hamas** est à surveiller : la régionalisation de la crise est un risque prégnant notamment via les conséquences économiques du blocage du détroit d'Ormuz dans le Golfe Persique et en Mer Rouge, du détroit de Bab-el-Mandeb et du canal de Suez
- **La Corée du Nord** multiplie les exercices militaires aux abords de la Corée du Sud
- **La Chine a toujours une visée sur Taïwan**, sachant que i) près de la moitié des porte-conteneurs dans le monde transitent par le détroit de Taïwan, ii) Taïwan est un fournisseur indispensable de semi-conducteurs
- **Élection présidentielle américaine** le 5 novembre 2024
- Outre la géopolitique, **d'autres risques non économico-financiers sont prégnants** (risques sociaux, sanitaires, le cyber risque cf. stress BCE en 2024)



Un contexte géopolitique incertain

Une incertitude élevée

- Le prix du fret maritime mondial a augmenté en réaction aux problèmes dans le canal de Suez

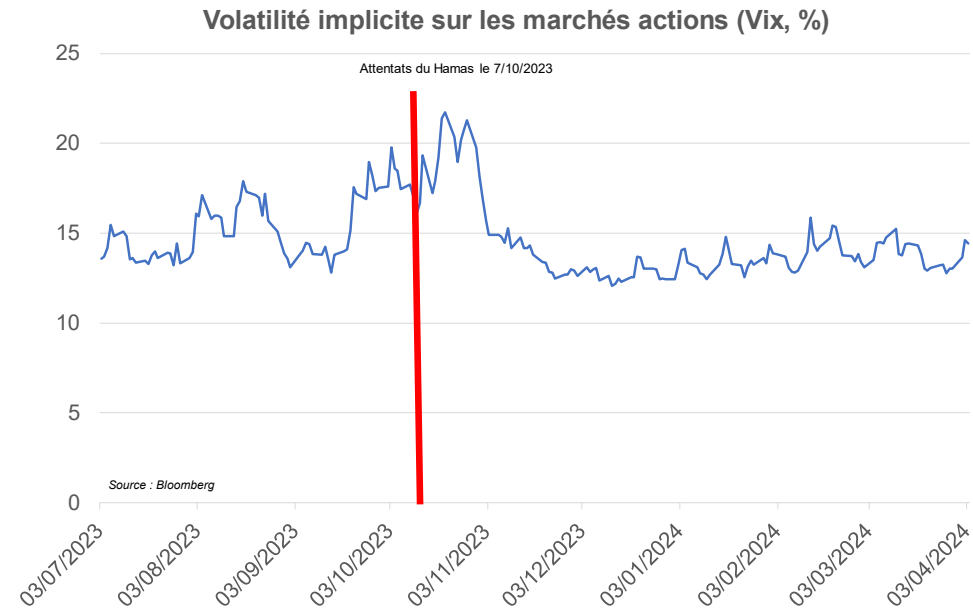
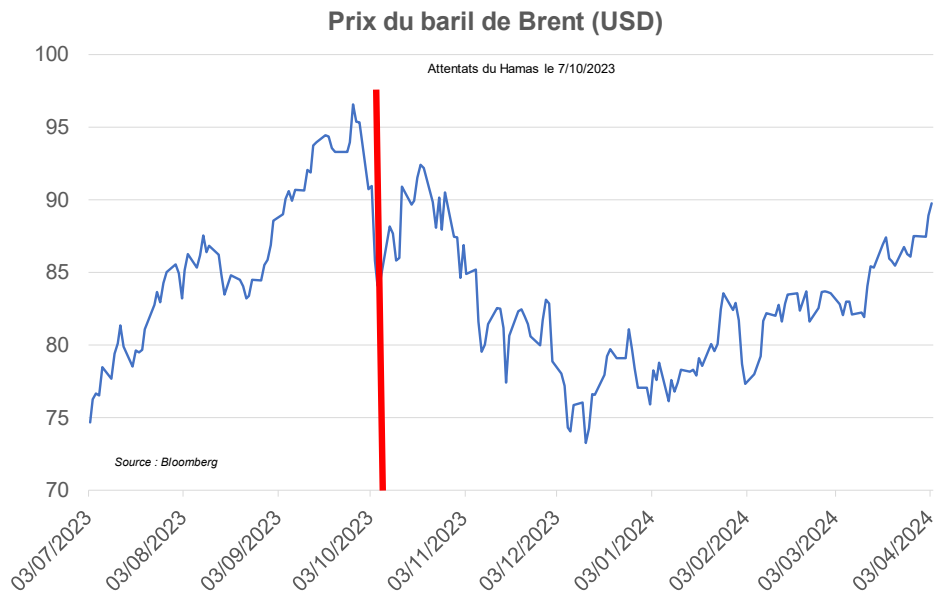


Source : <https://www.ifw-kiel.de/topics/international-trade/kiel-trade-indicator/>

Un contexte géopolitique incertain

Une incertitude élevée

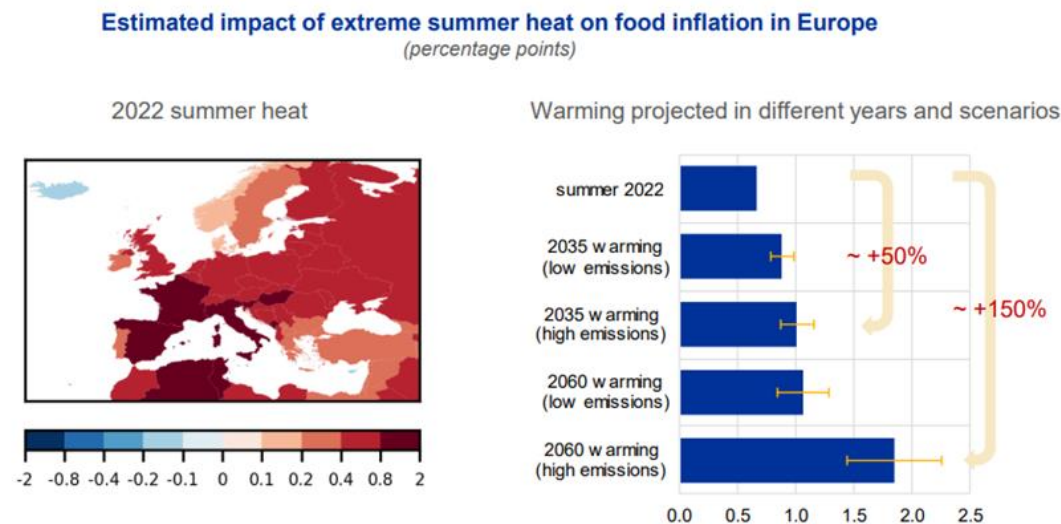
- **Le prix du pétrole n'a pas augmenté** ; en cas d'aléa sur la production iranienne (env. 5 % de l'offre mondiale) ou son exportation, l'Arabie saoudite dispose de capacités de production excédentaires mobilisables ; les pays de l'OPEP+ ont cherché à redresser les cours via une baisse des quotas de production mais l'accord n'a pas été jugé crédible (désaccords entre l'Arabie saoudite et les pays africains) ; l'AIE a récemment relevé ses prévisions de croissance de production pour 2024 mais aussi a abaissé les perspectives de demande vu la faiblesse attendue de l'activité économique
- **Les marchés n'intègrent pas de stress**, le prix de la volatilité implicite est bas



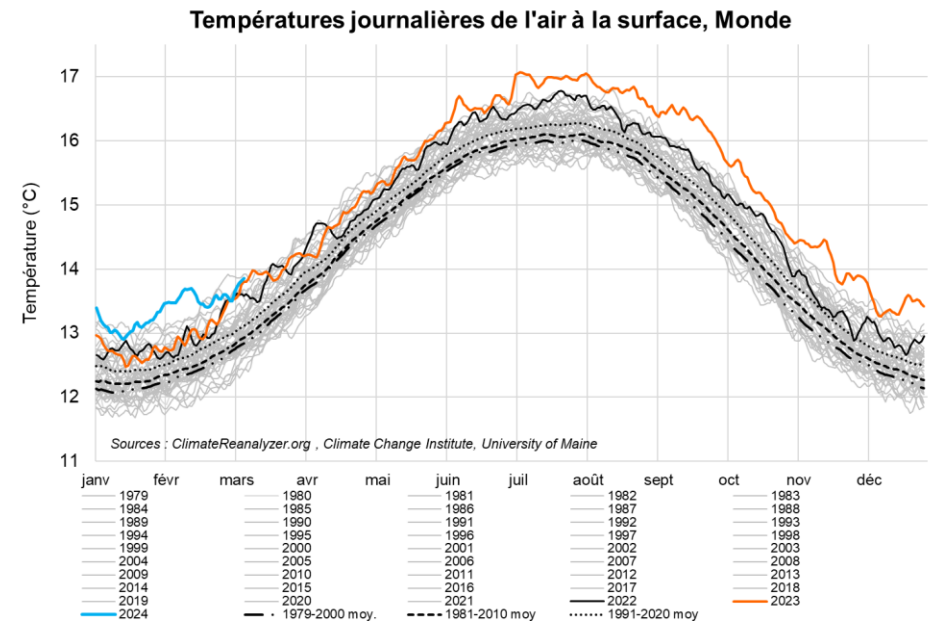
Le réchauffement climatique

Une amplification du phénomène

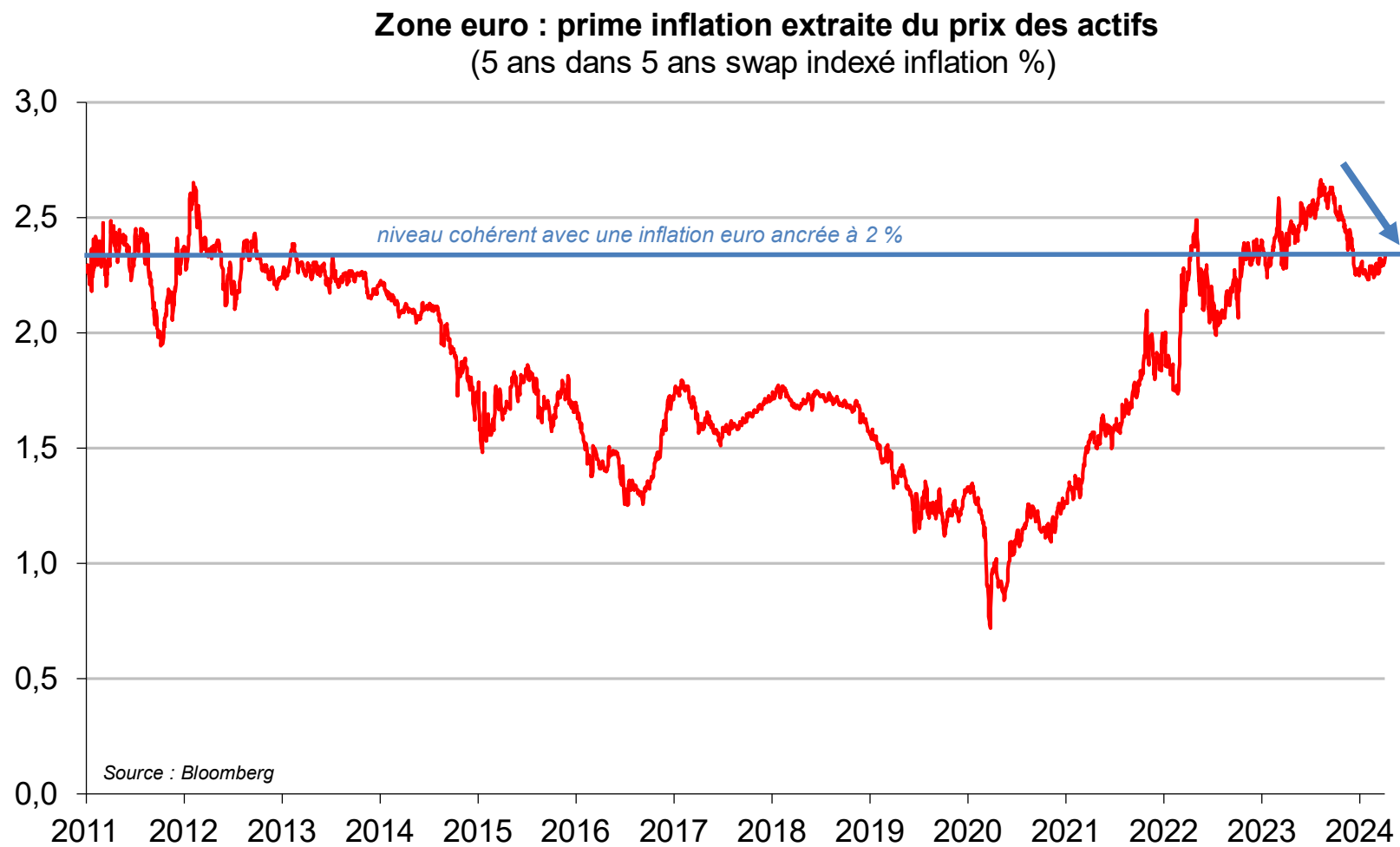
- Le réchauffement climatique est plus fort et rapide qu'anticipé
- **Les chercheurs de la BCE concluent, dans leurs travaux (juin 2023) :**
 - L'impact de la vague de chaleur de l'été 2022 sur l'inflation en Europe : celui-ci serait de 0,67 pp (cumul sur 3 mois) sur l'inflation alimentaire et de 0,34 pp sur l'inflation totale
 - Effets non-linéaires (accroissement des effets négatifs pour chaque degré de réchauffement) : le réchauffement climatique, en plus d'entraîner des pressions à la hausse sur l'inflation, amplifierait donc les impacts des vagues de chaleur à venir.



Source : Kuit, Lis et Nickel (2023) « The impact of global warming on inflation : averages, seasonality and extrêmes » ECB WP no 2821



Un atterrissage vers 2 %

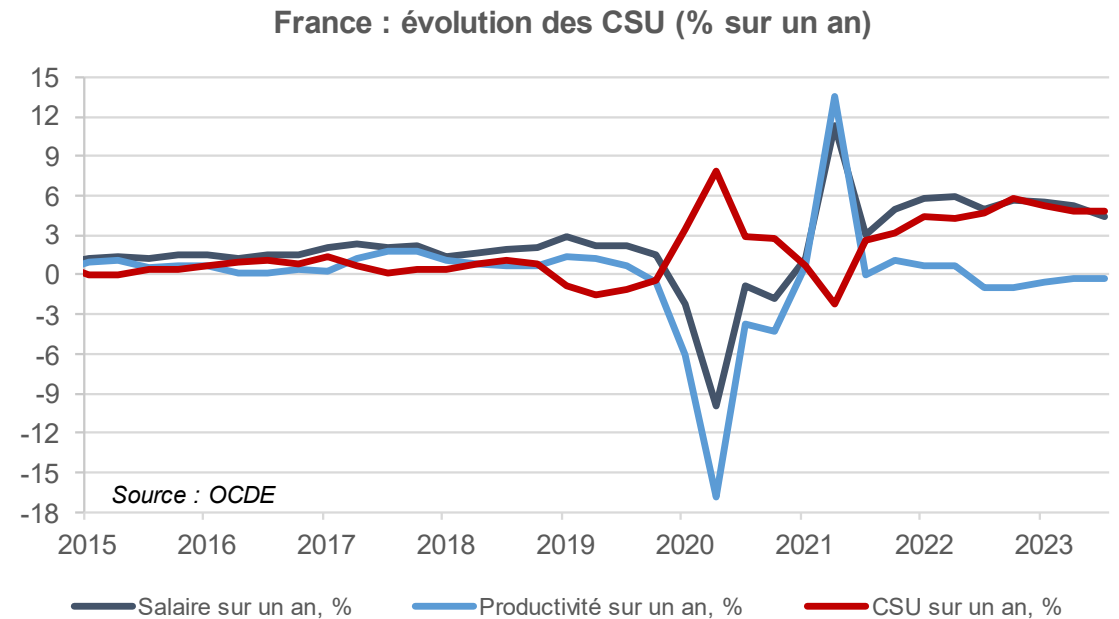
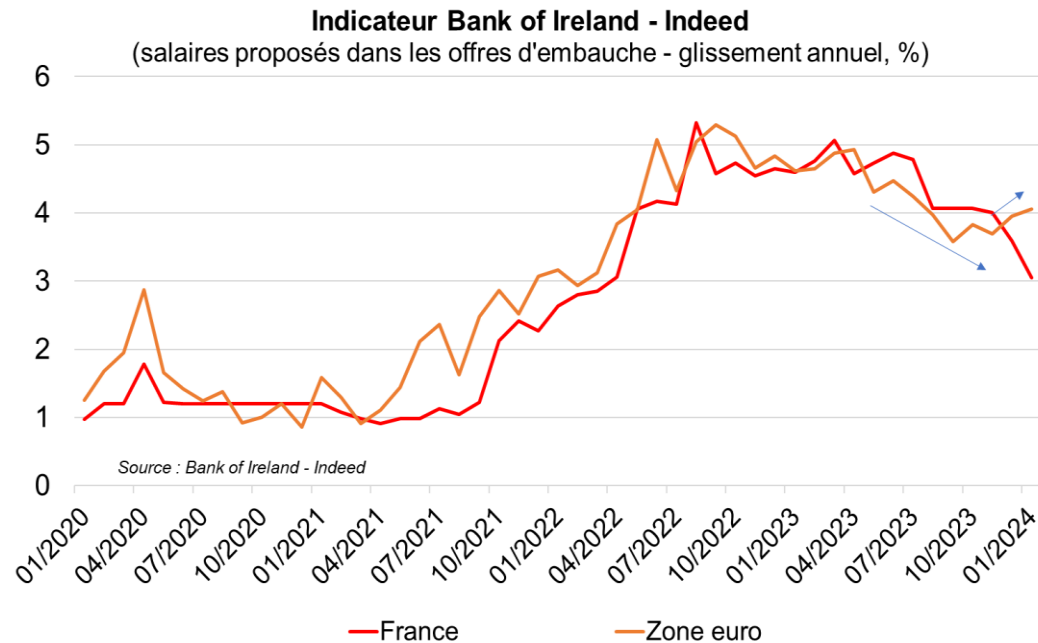


Conclusions

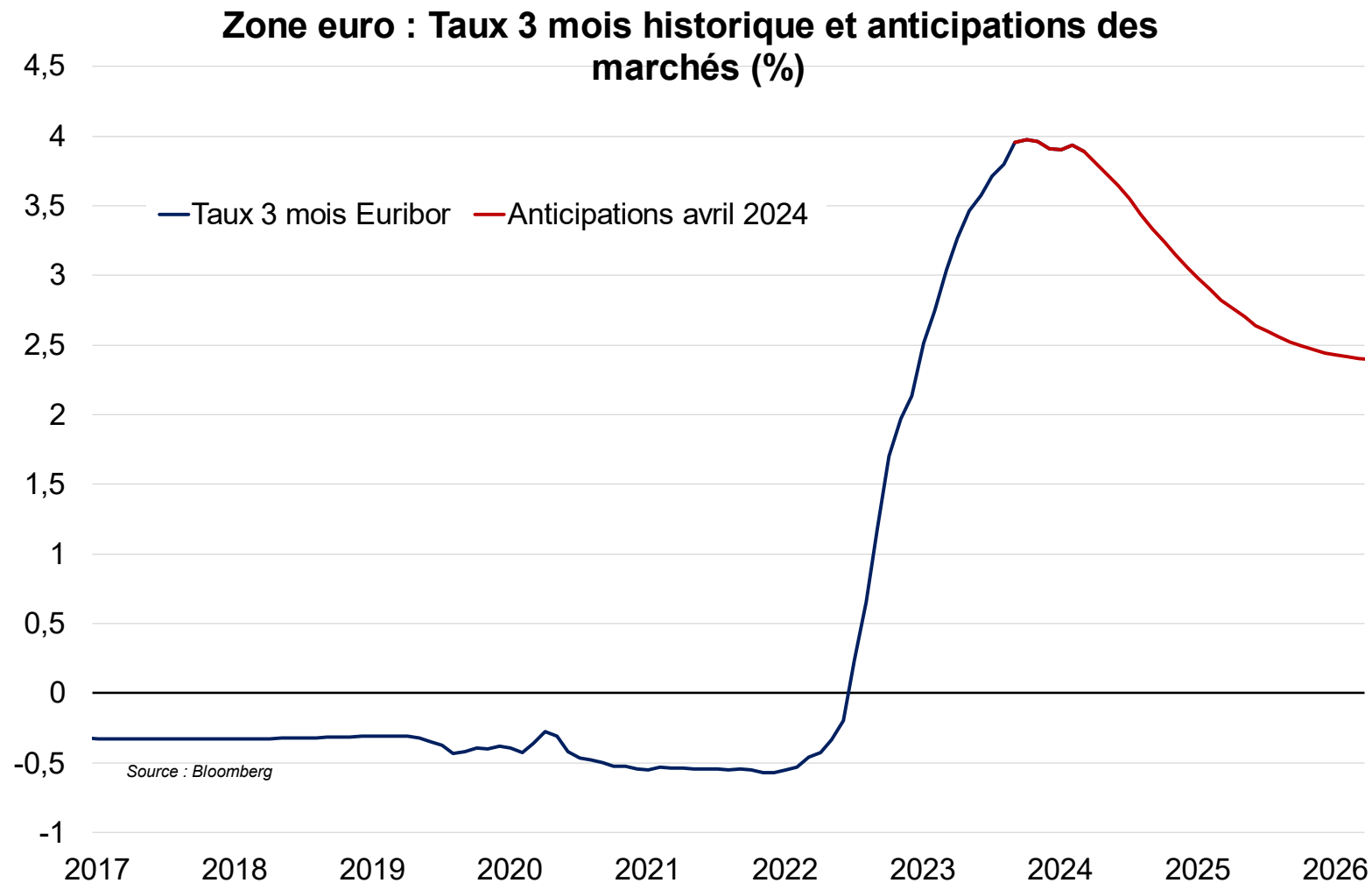
- **Conclusion 1** : une désinflation déjà présente en amont des prix à la consommation : elle va se matérialiser par un reflux de l'inflation des biens et services mais la désinflation sera lente ✓
- **Conclusion 2** : il n'y a pas d'anticipé de retour à une inflation à 1 % comme dans la décennie 2010 mais on assiste à un changement de régime → l'inflation sera plus forte pendant quelques années et atterrira à 2 % dans le meilleur des cas ✓
- **Conclusion 3** : la BCE augmente ses taux pour lutter contre cette persistance de l'inflation davantage que pour résoudre l'inflation passée mais il n'y pas ni spirale prix-salaire, ni désancrage des anticipations → encore qqs hausses des taux 2023, sans aller à 5%
- **Conclusion 4** : une hausse du « taux formule » très probable en août mais i) une non-application de la formule tout aussi probable, ii) un pic du taux formule probable avant une lente décrue vers 2 %
- **Conclusion 5** : tous les secteurs sont confrontés à ces changements de paradigme de hausse des taux, difficultés d'approvisionnement/recrutement et à une baisse des marges
- **Conclusion 6** : pour le secteur HLM, **des points d'attention** (inflation des coûts, hausse des frais, problème du foncier, financement par cession compliqué, hausse impayés...) mais aussi **des points d'appui** (besoin de logements et de réhabilitation, liquidités toujours disponibles, non application du taux formule, revalorisation de l'IRL, indexations et aides aux ménages, dispositifs BDT...)

Inflation : points d'attention

Pas de boucle prix-salaire : la BCE peut baisser les taux directeurs... mais attention à la productivité



L'heure du desserrement monétaire



Conclusions

- **Conclusion 1** : une désinflation déjà présente en amont des prix à la consommation : elle va se matérialiser par un reflux de l'inflation des biens et services mais la désinflation sera lente ✓
- **Conclusion 2** : il n'y a pas d'anticipé de retour à une inflation à 1 % comme dans la décennie 2010 mais on assiste à un changement de régime → l'inflation sera plus forte pendant quelques années et atterrira à 2 % dans le meilleur des cas ✓
- **Conclusion 3** : la BCE augmente ses taux pour lutter contre cette persistance de l'inflation davantage que pour résoudre l'inflation passée mais il n'y pas ni spirale prix-salaire, ni désancrage des anticipations → encore qqs hausses des taux 2023, sans aller à 5% ✓
- **Conclusion 4** : une hausse du « taux formule » très probable en août mais i) une non-application de la formule tout aussi probable, ii) un pic du taux formule probable avant une lente décrue vers 2 %
- **Conclusion 5** : tous les secteurs sont confrontés à ces changements de paradigme de hausse des taux, difficultés d'approvisionnement/recrutement et à une baisse des marges
- **Conclusion 6** : pour le secteur HLM, **des points d'attention** (inflation des coûts, hausse des frais, problème du foncier, financement par cession compliqué, hausse impayés...) mais aussi **des points d'appui** (besoin de logements et de réhabilitation, liquidités toujours disponibles, non application du taux formule, revalorisation de l'IRL, indexations et aides aux ménages, dispositifs BDT...)

Focus taux du Livret A

Un taux à 3 % jusqu'en janvier 2025

1. Taux « formule » du Livret A : méthode de calcul

$$\text{TLA théorique} = [(\text{Moyenne 6 mois } \text{€ster}) + (\text{Moyenne 6 mois IPC Hors tabac})]/2$$

2. Perspectives sur les déterminants

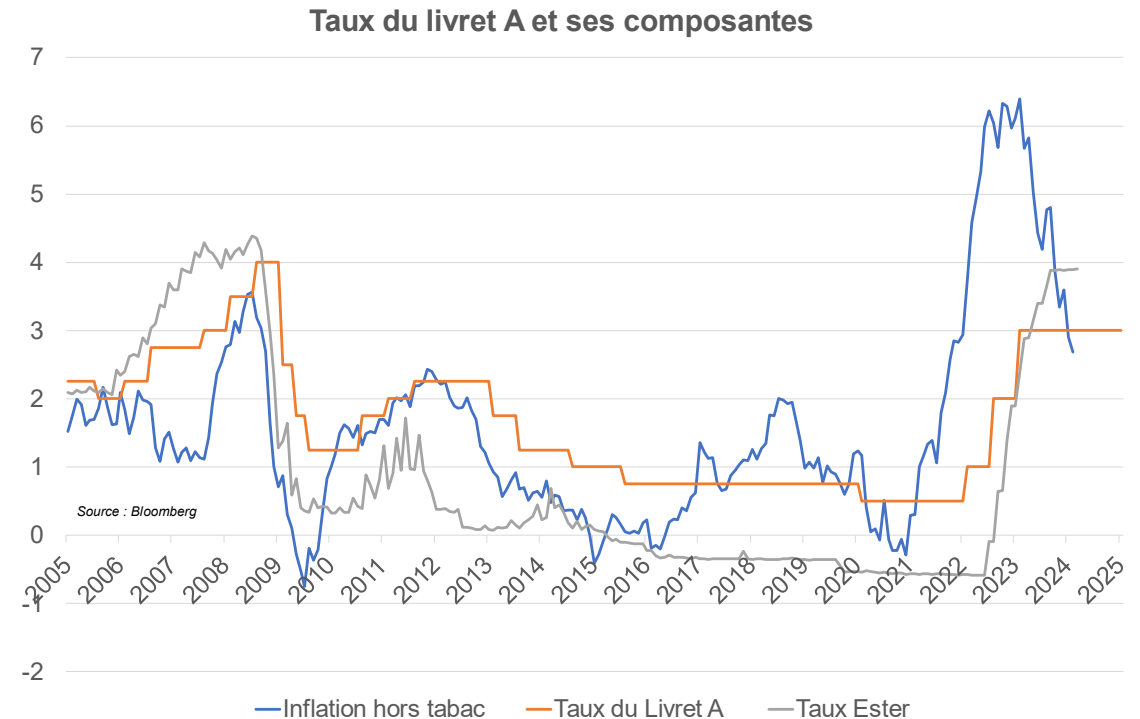
€ster

- i) Pic atteint en 2023
- ii) Décrue dès 2024

IPC hors tabac

- i) Pic atteint en 2023
- ii) Dynamique baissière fin 2023
- iii) Poursuite du reflux en 2024, avec de la volatilité, vers 2 % à moyen terme

Intégration d'un nouveau régime de taux directeur et d'inflation (TLA de LT à 2%)

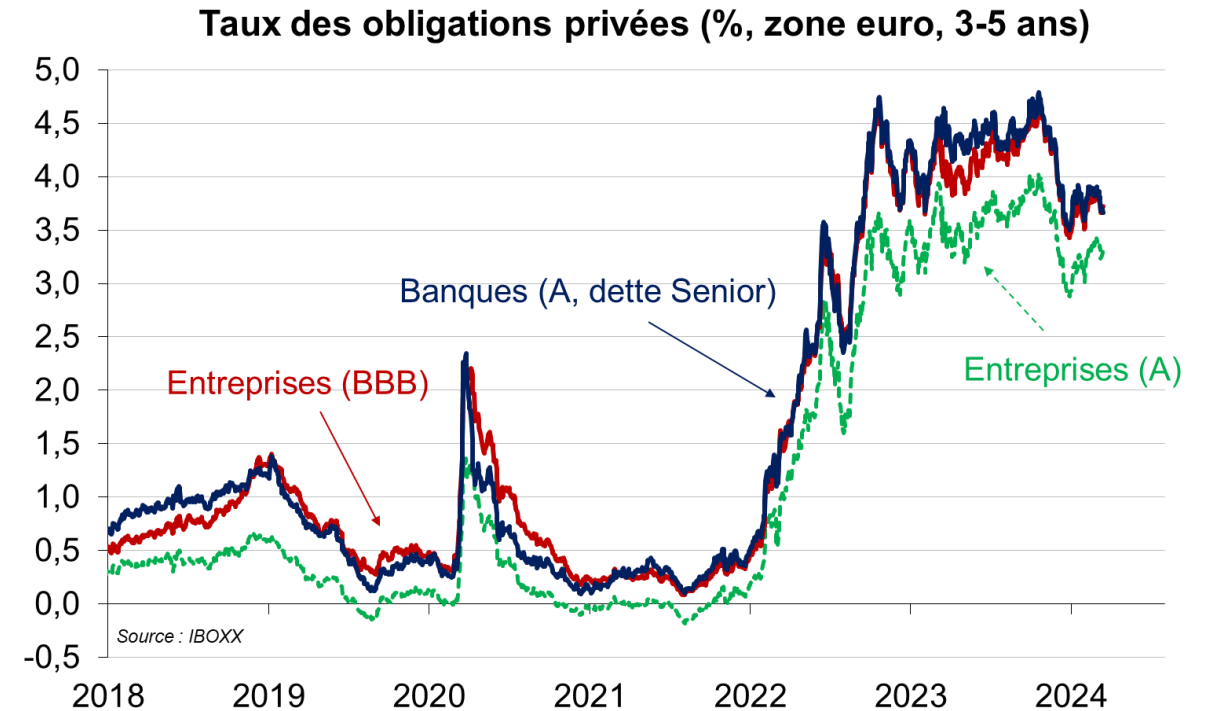
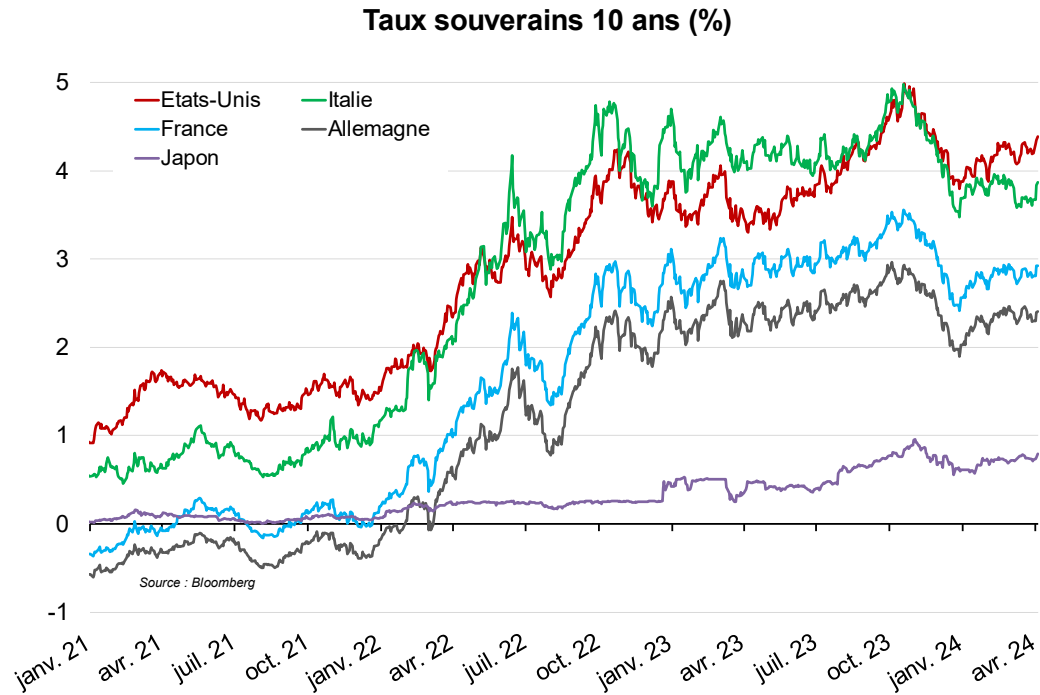


Conclusions

- **Conclusion 1** : une désinflation déjà présente en amont des prix à la consommation : elle va se matérialiser par un reflux de l'inflation des biens et services mais la désinflation sera lente ✓
- **Conclusion 2** : il n'y a pas d'anticipé de retour à une inflation à 1 % comme dans la décennie 2010 mais on assiste à un changement de régime → l'inflation sera plus forte pendant quelques années et atterrira à 2 % dans le meilleur des cas ✓
- **Conclusion 3** : la BCE augmente ses taux pour lutter contre cette persistance de l'inflation davantage que pour résoudre l'inflation passée mais il n'y pas ni spirale prix-salaire, ni désancrage des anticipations → encore qqs hausses des taux 2023, sans aller à 5% ✓
- **Conclusion 4** : une hausse du « taux formule » très probable en août mais i) une non-application de la formule tout aussi probable, ii) un pic du taux formule probable avant une lente décrue vers 2 % ✓
- **Conclusion 5** : tous les secteurs sont confrontés à ces changements de paradigme de hausse des taux, difficultés d'approvisionnement/recrutement et à une baisse des marges
- **Conclusion 6** : pour le secteur HLM, **des points d'attention** (inflation des coûts, hausse des frais, problème du foncier, financement par cession compliqué, hausse impayés...) mais aussi **des points d'appui** (besoin de logements et de réhabilitation, liquidités toujours disponibles, non application du taux formule, revalorisation de l'IRL, indexations et aides aux ménages, dispositifs BDT...)

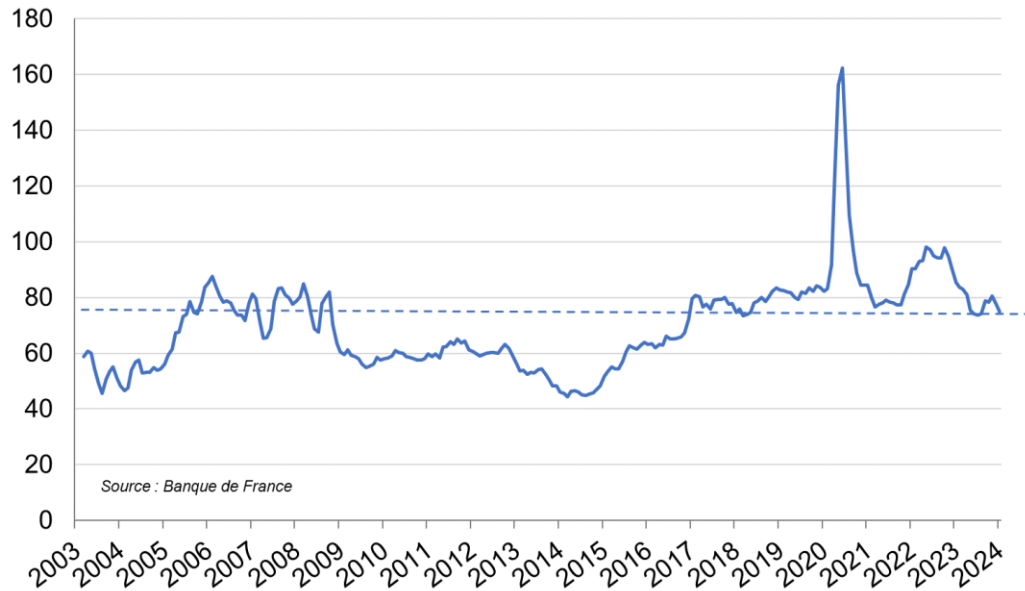
Tour d'horizon des marchés : taux longs

Des taux de financement en baisse récente

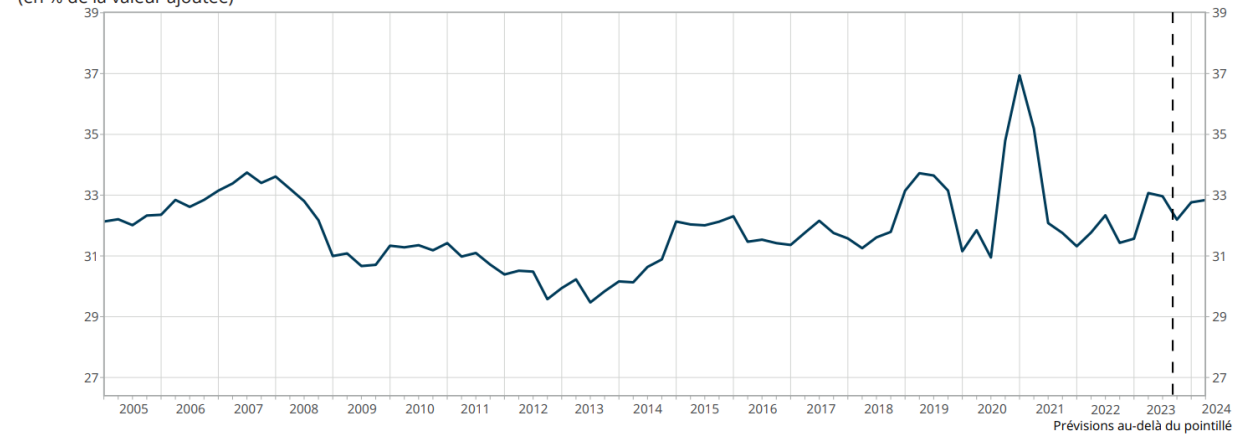


Tour d'horizon : entreprises

Nouveaux crédits aux entreprises non financières
(cumul sur 3 mois, Mds)



► 2. Taux de marge des sociétés non financières (SNF)
(en % de la valeur ajoutée)



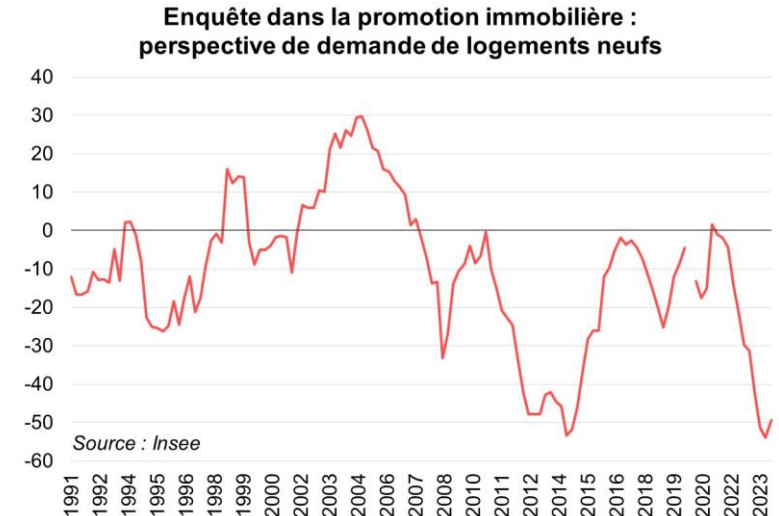
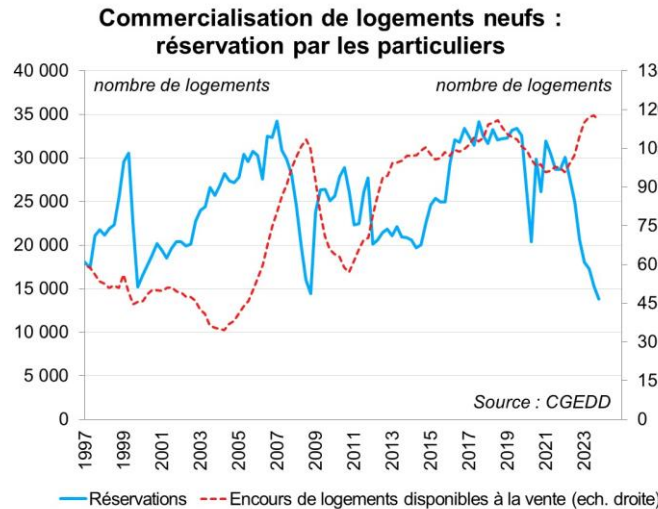
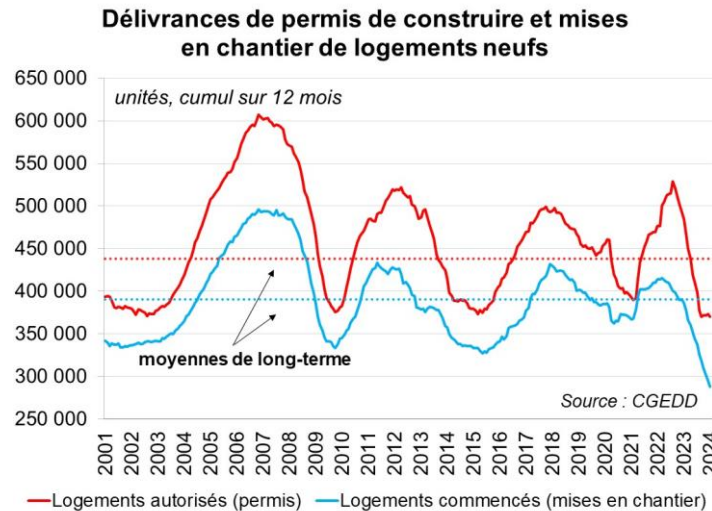
Conclusions

- **Conclusion 1** : une désinflation déjà présente en amont des prix à la consommation : elle va se matérialiser par un reflux de l'inflation des biens et services mais la désinflation sera lente ✓
- **Conclusion 2** : il n'y a pas d'anticipé de retour à une inflation à 1 % comme dans la décennie 2010 mais on assiste à un changement de régime → l'inflation sera plus forte pendant quelques années et atterrira à 2 % dans le meilleur des cas ✓
- **Conclusion 3** : la BCE augmente ses taux pour lutter contre cette persistance de l'inflation davantage que pour résoudre l'inflation passée mais il n'y pas ni spirale prix-salaire, ni désancrage des anticipations → encore qqs hausses des taux 2023, sans aller à 5% ✓
- **Conclusion 4** : une hausse du « taux formule » très probable en août mais i) une non-application de la formule tout aussi probable, ii) un pic du taux formule probable avant une lente décrue vers 2 % ✓
- **Conclusion 5** : tous les secteurs sont confrontés à ces changements de paradigme de hausse des taux, difficultés d'approvisionnement/recrutement et à une baisse des marges ✓
- **Conclusion 6** : pour le secteur HLM, **des points d'attention** (inflation des coûts, hausse des frais, problème du foncier, financement par cession compliqué, hausse impayés...) mais aussi **des points d'appui** (besoin de logements et de réhabilitation, liquidités toujours disponibles, non application du taux formule, revalorisation de l'IRL, indexations et aides aux ménages, dispositifs BDT...)

Construction et immobilier

Point d'attention : une crise toujours prégnante dans le secteur de la construction et le logement neuf

- **Baisse inédite de l'activité de construction** : le recul des mises en chantier et des permis de construire s'est poursuivi (recul de -30 % par rapport au précédent pic), et l'on n'entrevoit pas de rebond à court terme ; les stocks de logement invendus continuent de s'accumuler au bilan des promoteurs, faute de demande ;
- **Les enquêtes de conjoncture dans la promotion immobilière témoignent toujours d'un grand pessimisme quant aux perspectives de demande** ; elles se sont légèrement redressées en janvier mais restent proche du plus bas niveau des 30 dernières années ;



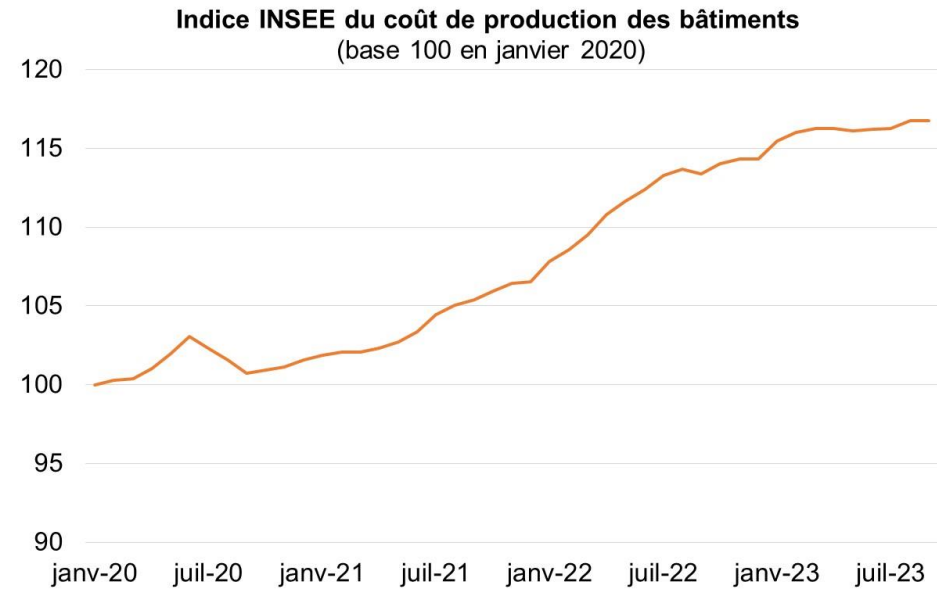
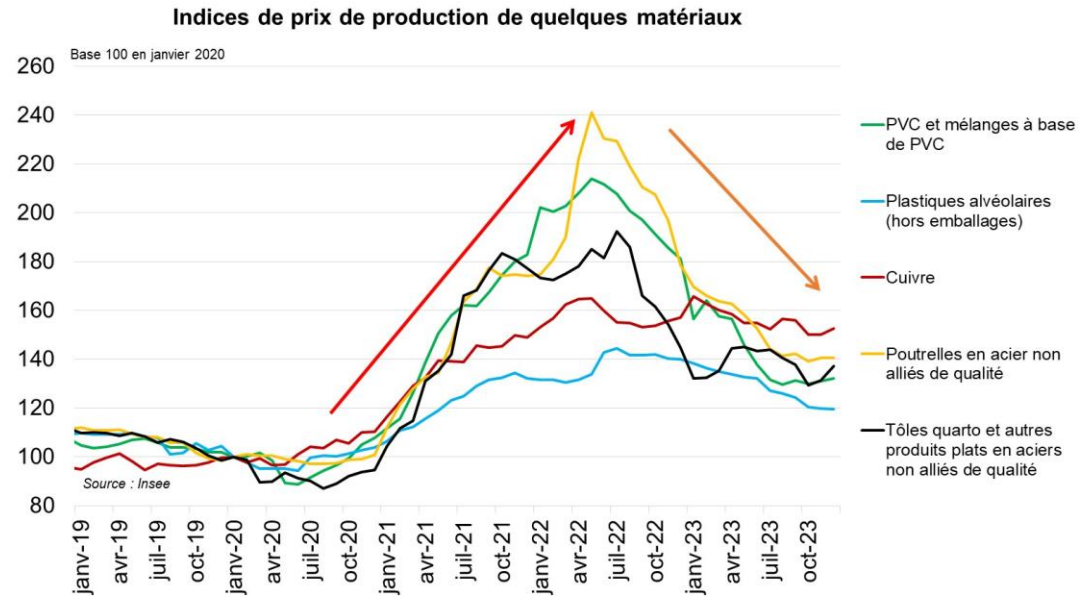
Mais une désinflation lente car une partie du choc est permanent

Des prix qui ne retrouvent pas leurs niveaux de 2020 : ils devront être passés au consommateur



Construction et immobilier

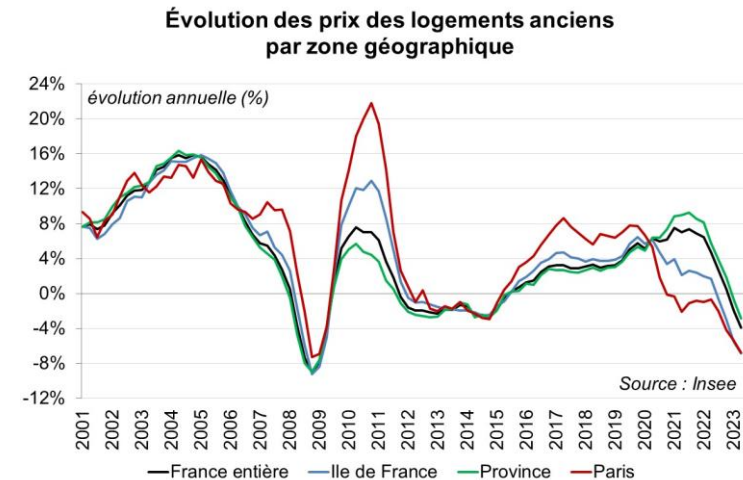
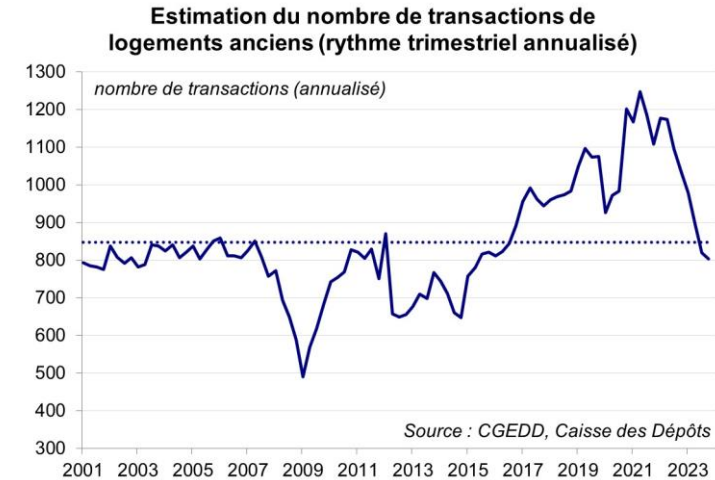
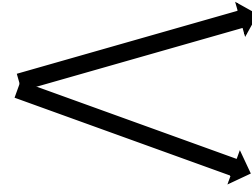
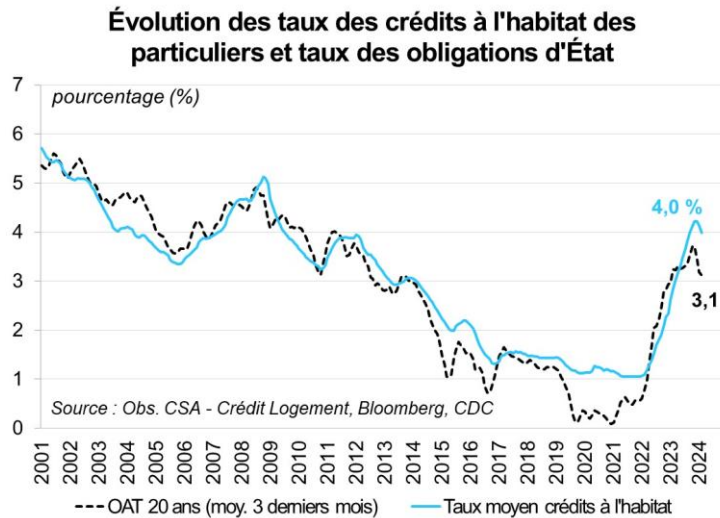
Pas d'ajustement endogène



+ Prix du foncier (ZAN)

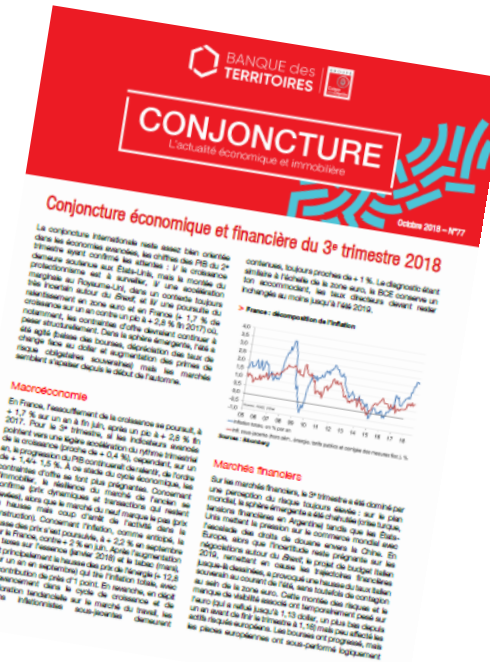
Immobilier résidentiel (marché de l'ancien)

Une année de rupture pour l'immobilier



Publications externes

- **Numéros de « Conjoncture » :**
 - Actualité économique et financière (fréquence trimestrielle)
 - Décryptage thématique : investissement public, inflation...
- **Retrouvez les études sur :**
<https://www.banquedesterritoires.fr/nos-etudes>
- **Abonnement : etudesdfe@caissedesdepots.fr**



Restez informés

Publications externes

- Inflation / Dette / croissance, des billets pédagogiques sur de nombreux thèmes avec des infographies
- <https://www.caissedesdepots.fr/blog/macro-%C3%A9conomie---finance>

Blog

CD' Idées / CD' Enjeux / CD' Solutions

Ce blog donne la parole aux experts de la Caisse des Dépôts et à ses partenaires. Son ambition : vous éclairer sur des problématiques relevant de nos territoires d'expertise, vous aider à décrypter les grands enjeux de notre pays et offrir un regard concret et expert sur des solutions qui font leurs preuves.

**Restez
informés**