

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/359 – 25 novembre 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Que nous disent les banques centrales ?</i>	2
☞ <i>France : la stabilité du climat des affaires en novembre masque des disparités sectorielles, la confiance des ménages progresse légèrement</i>	3
☞ <i>Zone euro : les enquêtes PMI de novembre confirment le rôle déflationniste de la récession</i>	4
☞ <i>Allemagne : un peu de répit avant une très probable entrée en récession</i>	4
☞ <i>Italie : Meloni la funambule</i>	5
☞ <i>Espagne : vers un ralentissement du marché immobilier ?</i>	6
☞ <i>COP27, création d'un fonds de financement climatique pour les pays les plus vulnérables</i>	8

Que nous disent les banques centrales ?

Outre les enquêtes qui, en zone euro, ont confirmé la poursuite du ralentissement et le caractère désinflationniste de la récession qui s'annonce, la semaine a été marquée par les communications des grandes banques centrales, procès-verbal du FOMC et compte-rendu de la réunion de politique monétaire de la BCE.

Aux États-Unis, selon les « minutes » du FOMC de tout début novembre, les membres de la Fed ont, sans aucune surprise, réaffirmé, d'une part, leur détermination à lutter contre l'inflation en dépit d'aléas baissiers sur les perspectives de croissance et, d'autre part, la nécessaire poursuite du resserrement monétaire en raison d'une inflation encore élevée mais aussi d'un marché du travail tendu. En revanche, après avoir décidé à l'unanimité d'une hausse de 75 points de base lors de leur dernière réunion (taux des *Fed funds* porté à 4%), ils envisagent un ralentissement du resserrement. Cette moindre agressivité est conditionnelle : elle dépendra des effets cumulés du resserrement déjà entrepris (ceux-ci se font sentir dans les secteurs les plus sensibles aux taux), du délai nécessaire à la transmission des décisions monétaires à l'économie réelle et des perspectives économiques et financières.

Le soutien à l'intérieur du FOMC lui-même à un ralentissement du rythme des hausses se répand : cela ne signifie pas que le « pivot » signalant une possible décline de ses taux est imminent. La pause n'est pas à l'ordre du jour : en dépit du risque sur la croissance, la Fed estime qu'elle a encore du travail à accomplir pour atteindre son taux final. Un taux final qui n'a cessé d'être revu à la hausse et risque de l'être encore puisque, selon le FOMC, l'inflation a montré peu de signes de ralentissement jusqu'à présent et les déséquilibres offre/demande persistent.

Selon le compte-rendu de la réunion de fin octobre, la BCE reconnaît la matérialisation de certains des risques de dégradation des prévisions de septembre et redoute de façon croissante l'arrivée d'une récession. Après avoir noté que « les derniers résultats en matière d'inflation n'étaient pas du tout rassurants », même si certaines pressions sur les prix de l'énergie se sont atténuées depuis l'été, le message essentiel est bien que les craintes de récession sont éclipsées par les inquiétudes liées à une inflation très élevée.

La différence de ton entre les deux grandes banques centrales est donc aussi nette que légitime. Puisque la priorité est clairement accordée à la lutte contre la hausse des prix, l'agressivité de leur discours se cale sur les progrès constatés en termes de baisse de l'inflation ; inflation dont précisément le pic aurait été atteint aux États-Unis mais resterait à venir en Zone euro (en matière

d'inflation, il est actuellement recommandé d'utiliser le conditionnel).

La semaine se clôt sur une progression des marchés actions qui porte le rebond sur le mois écoulé à plus de 10% en Europe (Eurostoxx 50), à 7% en France (CAC 40) et à un peu moins de 4,5% aux États-Unis (S&P 500). Cela permet d'effacer une partie des pertes enregistrées depuis le début de l'année ; au regard du choc imposé par la guerre en Ukraine, les contre-performances, en Europe tout particulièrement, peuvent finalement paraître contenues (-8% et -6,4% pour, respectivement, l'Eurostoxx 50 et le CAC 40).

En Europe tout comme aux États-Unis, les taux interbancaires à 3 mois se tendent : les ressernements monétaires ne sont pas achevés. En revanche, la divergence entre les deux côtés de l'Atlantique apparaît sur les taux souverains de maturité un peu plus longue (2 ans) : hausse en Allemagne mais repli aux États-Unis où la Fed devrait atteindre le « fameux pivot » avant la BCE. Enfin, sur les échéances plus lointaines (souverains à 10 ans), le mouvement de repli se poursuit aussi bien aux États-Unis qu'en Zone euro : anticipation de net ralentissement (voire de récession), de repli de l'inflation, maîtrise de l'inflation par des banques centrales déterminées et crédibles. Le mouvement de repli du Bund couplé à un appétit renouvelé pour le risque (avant que la proximité de la fin de l'année ne gèle les positions ?) suscite une baisse des primes de risques offertes par la « périphérie ». Bref, une semaine favorable, à « savourer » car les prévisions d'inflation restent très incertaines et toute mauvaise nouvelle est susceptible de se traduire par une remontée, même temporaire, des taux d'intérêt longs.

Zone euro

France : la stabilité du climat des affaires en novembre masque des disparités sectorielles, la confiance des ménages progresse légèrement

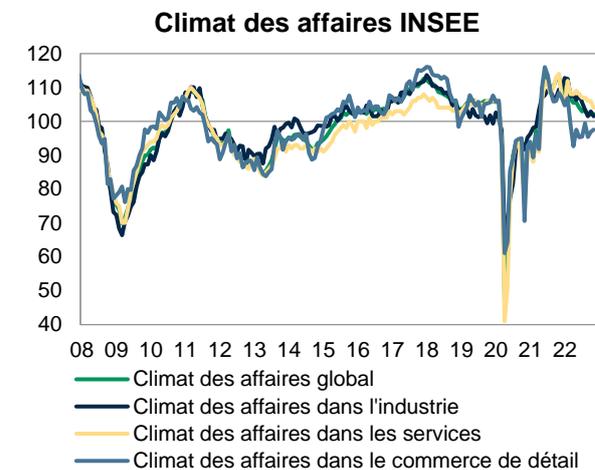
Le climat des affaires global est stable et supérieur à sa moyenne historique (100) à 102 au mois de novembre, signe que l'économie reste en croissance. Cependant, cette donnée agrégée masque des tendances différentes d'un secteur à l'autre. L'enquête trimestrielle sur le climat des affaires dans le commerce de gros indique une nette amélioration liée notamment à un meilleur approvisionnement depuis l'étranger. Dans les services et dans l'industrie, le climat des affaires se dégrade tandis qu'il reste stable dans le commerce de détail à 97, un niveau inférieur à sa moyenne historique.

Dans l'industrie, le climat des affaires perd deux points en novembre à 101. Les soldes d'opinion sur les carnets de commandes se dégradent même s'ils restent supérieurs à leurs niveaux historiques et les perspectives de production restent favorables. Notons également que les stocks de produits finis atteignent des niveaux très élevés, signe d'un possible freinage de la demande, les difficultés de production liées à des contraintes d'offre restent d'ailleurs élevées mais en baisse depuis plusieurs mois tandis que celles liées à la demande progressent lentement. Le climat des affaires se dégrade dans la plupart des branches industrielles en novembre.

La tendance du climat des affaires est comparable dans les services. L'indice perd également deux points et atteint 104. Le solde d'opinions sur l'activité prévue se dégrade tandis que les prix devraient continuer à augmenter selon les chefs d'entreprise. Le recul du climat des affaires est généralisé dans la quasi-totalité des branches de services à l'exception de la branche information/communication.

Notons toutefois que malgré un freinage de la croissance selon les chefs d'entreprise, le climat de

l'emploi reste très bien orienté à 108 en dépit d'un recul d'un point en novembre.



Les enquêtes PMI menées par IHS Markit auprès des directeurs d'achats envoient des signaux similaires même si les indices des secteurs manufacturiers et des services sont désormais entrés en zone de contraction de l'activité économique. Comme dans l'enquête Insee, les contraintes d'offre semblent moins importantes mais les perspectives d'activité se dégradent.

La confiance des ménages se stabilise presque en novembre, progressant d'un petit point à 83, un niveau toujours très bas. Les ménages semblent légèrement plus optimistes sur leurs capacités financières futures mais restent prudents. En effet, le solde d'opinion sur les opportunités d'effectuer des achats importants reste faible tandis que ceux sur les capacités et opportunités d'épargner sont en hausse et supérieurs à leurs moyennes historiques. En outre, les craintes du chômage augmentent de 4 points et se rapprochent de leur moyenne historique.

☑ Notre opinion – Les enquêtes de conjoncture confirment notre scénario de net ralentissement de la croissance en fin d'année et en début d'année prochaine. Un certain nombre d'entreprises subissent par ailleurs une dégradation de leur rentabilité et des tensions sur la trésorerie. Nous estimons toujours que la France pourrait éviter une récession technique (deux trimestres consécutifs de contraction du PIB), mais que la croissance serait quasi nulle au quatrième trimestre et le PIB se contracterait au T1 2023. L'inflation continue de peser sur la consommation des ménages. Comme l'indique l'enquête de confiance auprès des ménages, la prudence est de mise : les ménages prévoient de continuer à épargner et n'envisagent pas d'engager de fortes dépenses.

 **Zone euro : les enquêtes PMI de novembre confirment le rôle déflationniste de la récession**

La version préliminaire des enquêtes PMI pour la zone euro apporte un signal ambivalent : d'un côté la confirmation de la poursuite de l'affaiblissement de l'activité, de l'autre un assouplissement quasi généralisé de contraintes sur l'offre produisant une légère détente des tensions sur les prix.

L'indice composite d'activité est légèrement remonté en novembre (47,8 points après 47,3 en octobre) mais continue de signaler la plus forte baisse de l'activité depuis 2012 au cours du dernier trimestre de 2022 (en dehors de la période de la pandémie de Covid).

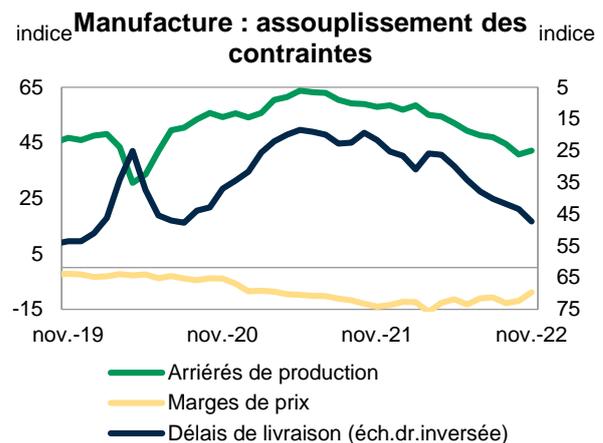
Le rythme de détérioration de l'activité s'amointrit globalement dans l'industrie tandis qu'il se maintient dans les services. Les secteurs les plus concernés par le recul de l'activité sont la chimie, l'automobile, les services de transport et l'immobilier.

De meilleures perspectives d'activité dans l'industrie et une réduction des contraintes sur l'offre ne compensent pas le recul de la demande adressée aux entreprises et la baisse de la confiance, qui justifient un ralentissement des embauches, notamment dans le secteur des services.

Le dénouement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement est évident. La forte réduction

des délais de livraison des fournisseurs s'accompagne d'un faible niveau des arriérés de production désormais à leur niveau pré-pandémique.

La modération de la hausse des prix des intrants (la plus faible depuis un an dans l'industrie) s'accompagne d'un affaiblissement plus modeste de la remontée des prix de vente, limitant ainsi la compression des marges.



☑ Notre opinion – *Le choc sur les prix de l'énergie et la réponse des politiques monétaires qui en a résulté semblent avoir eu raison de la croissance mondiale, et européenne en particulier. L'affaiblissement de cette dernière agit néanmoins en retour comme un puissant agent désinflationniste en dénouant les goulets d'étranglement et en dégonflant l'inflation des biens intermédiaires non énergétiques, ainsi que le prix des services. Les producteurs s'en trouvent soulagés car ils peuvent désormais accéder plus facilement à des intrants auparavant indisponibles et voient les prix de ces derniers se réduire. Les résultats de l'enquête semblent confirmer que le ralentissement des prix à la production dans la zone euro et leur première baisse en Allemagne sont des tendances plus établies. La question demeure néanmoins de savoir si cette moindre demande agrégée a la capacité de freiner l'inflation durablement. Si elle s'accompagne d'arrêts de production, de mesures d'économie d'énergie, mais aussi de défaillances d'entreprises susceptibles de réduire les capacités de production et le niveau d'activité, alors la baisse de la demande n'aurait que peu d'influence sur l'inflation face à une baisse concomitante des capacités d'offre.*

 **Allemagne : un peu de répit avant une très probable entrée en récession**

Le PIB allemand a augmenté de +0,4% en variation trimestrielle au T3-2022, signalant la bonne résistance de la première économie européenne à un contexte mondial particulièrement difficile. Cette performance a surpris le consensus qui anticipait un recul de la croissance sur le trimestre en raison de la poursuite de la pandémie, des goulets d'étranglement dans les chaînes mondiales d'approvisionnement et de la hausse des prix énergétiques liée à la guerre en Ukraine. La croissance du trimestre est soutenue principalement par la hausse des dépenses de consommation privées (+1% sur le trimestre) et des investissements en machines et équipements (+2,7%). Les ménages semblent avoir profité de la levée des contraintes sanitaires pour voyager et sortir davantage, augmentant considérablement

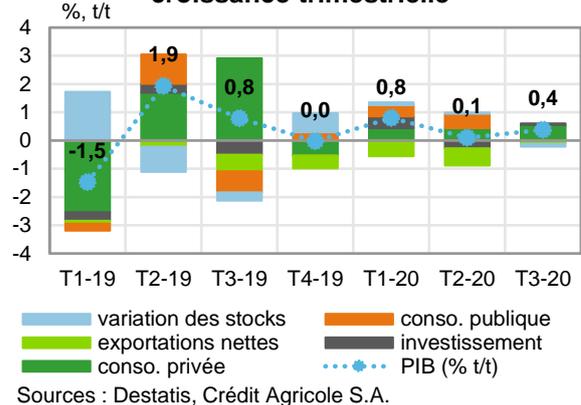
leurs dépenses de loisirs, d'hébergement et de restauration. Ce comportement s'est également accompagné d'une hausse des dépenses en biens de consommation non durables. Les dépenses des administrations publiques ont en revanche stagné en raison de la suppression des diverses restrictions liées au Covid-19, engendrant de moindres dépenses de gestion des lits d'hôpitaux, des vaccins et des tests mis à disposition. De son côté, l'investissement dans la construction a reculé pour le deuxième trimestre consécutif (-1,4%). Le solde commercial vient lui aussi peser sur la croissance avec une contribution négative de 0,1 point sur le trimestre. Même si les exportations ont continué de croître à un rythme élevé (+2% t/t), notamment grâce

à des commandes industrielles étrangères soutenues, les importations ont néanmoins progressé à un rythme plus élevé (+2,4% t/t). La valeur ajoutée a augmenté dans l'ensemble de l'industrie et dans la plupart des branches des services mais a chuté dans la construction. La contribution favorable de l'industrie provient surtout de la production automobile et des machines et équipements tandis que les industries à forte intensité énergétique comme la chimie ou la métallurgie ont davantage été touchées par la hausse des prix énergétiques. Du côté des services, la valeur ajoutée dans la branche « commerce, transports, hébergement et restauration », a fait un bond significatif (+3,3% t/t).

Par ailleurs, le nombre de personnes en emploi a augmenté de 1,1% sur un an au T3, soit un nouveau record. Le nombre de personnes au chômage partiel a continué de baisser et le nombre d'heures travaillées par personne en emploi a augmenté de 2,4% (sur un an). Les salaires et rémunérations ont progressé de 5% (sur un an) et le revenu disponible de 8,2% tandis que les dépenses de consommation finale des ménages à prix courant ont plus fortement augmenté (+9,5%), provoquant une baisse du taux d'épargne à 9,6% au T3 contre 10,4% un an auparavant.

Cette performance de l'économie allemande lui permet de dépasser de +0,3% son niveau de PIB d'avant la crise sanitaire. Des résultats qui lui permettent de dégager un acquis de croissance positif de +1,9% pour l'année 2022. Néanmoins, le pays doit encore faire face à l'accélération de l'inflation, cette dernière dépasse 11% au mois d'octobre, principalement en raison du prix de l'énergie mais aussi des effets de diffusion constatés sur les prix de l'alimentation, des biens et des services et qui minent la consommation.

Allemagne : contributions à la croissance trimestrielle



☑ Notre opinion – Si les résultats de la croissance allemande du T3 permettent de consolider une croissance annuelle robuste en 2022 (effet d'acquis positif de +1,9%), le pays sera néanmoins confronté à la très forte hausse des prix constatée en fin d'année. L'inflation d'octobre étant supérieure de près de 4 points à celle du T3, il y a fort à parier que les ménages seront davantage impactés par cette détérioration rapide de leur pouvoir d'achat d'autant que l'effet positif de la levée des restrictions sanitaires sur les comportements d'achat devrait maintenant clairement s'estomper. Même, si la coalition gouvernementale a mis en place un « bouclier défensif » visant à atténuer la facture énergétique des ménages et des entreprises, la confiance est d'ores et déjà fortement en berne et les perspectives d'activité remontées par les enquêtes Ifo ne permettent pas d'espérer une poursuite du rythme actuel de croissance. Le solde d'opinions des entreprises allemandes quant à leurs perspectives de croissance demeure encore très largement pessimiste à horizon six mois, en dépit d'une très légère amélioration en novembre et continue de suggérer un repli de la croissance au dernier trimestre de cette année.

👉 Italie : Meloni la funambule

Dans le champ de mines qu'est la proposition de loi de finances, la Première ministre semble avoir choisi la prudence et l'équilibre. Le conseil des ministres du 22 novembre a donné les grandes lignes du budget 2023 qui s'inscrivent pour la majeure partie dans la continuité de celles du gouvernement précédent. L'enveloppe budgétaire a été estimée à 35 milliards € ce qui permet une nette réduction du déficit public dont le ratio baisse à 4,7% contre 5,2% en 2022.

Sur les 35 milliards € de budget, 21 milliards seront alloués à des mesures de lutte contre l'inflation. Dans le détail, nombre de mesures étaient déjà présentes dans le dispositif déployé par le gouvernement de Mario Draghi.

En effet, les crédits d'impôt aux entreprises pour l'achat d'électricité et de gaz naturel ont été étendus jusqu'au 30 mars 2023. Ils augmenteront de 30% à

35% pour la restauration et le commerce, tandis que ceux dédiés aux entreprises énergivores s'accroîtront de 40% à 45%. En outre, une enveloppe spécifique de 3,1 milliards € a été affectée aux secteurs de la santé ainsi qu'aux collectivités locales.

Pour ce qui est des familles, le bonus social, qui vise à atténuer l'impact de la hausse des factures énergétiques sur le budget des ménages, a été étendu avec un relèvement du seuil Isee de 12 000 euros à 15 000 euros. Le budget devrait introduire également une baisse de la TVA de 10 à 5% concernant les produits pour bébés et l'hygiène intime féminine. De même, un fonds de 500 millions d'euros a été mis à disposition des municipalités qui pourront proposer des « bons d'achat » sur les produits de première nécessité à destination des ménages en difficulté.

Outre les mesures spécifiques à la lutte contre l'inflation, le budget 2023 intègre des mesures de soutien direct au revenu. Premièrement, l'allocation unique pour les familles mise en place en 2022 sera augmentée de 50% avec un effort supplémentaire pour les familles nombreuses (3 enfants ou plus). Le budget poursuit également la réforme de réduction du coin fiscal avec une baisse de 3% pour les revenus inférieurs à 20 000 euros et de 2% pour ceux allant jusqu'à 35 000 euros. Le gouvernement Melonie reprend également certaines mesures présentées lors de la campagne électorale, notamment en matière de fiscalité, qui sont présentées comme un coup de pouce aux travailleurs indépendants. Ainsi, le budget introduit dès 2023 la proposition de *flat tax* pour les indépendants qui pourront bénéficier d'un impôt forfaitaire à 15% si leurs revenus n'excèdent pas 85 000 euros. Les promesses d'amnistie fiscale ont été partiellement tenues puisque les contribuables ayant accumulé des arriérés entre le 1^{er} janvier 2020 et le 30 juin 2022 devront payer une petite pénalité de 5% et continueront de bénéficier de facilités de

paiement. Par ailleurs, en ce qui concerne le nœud des pensions de retraite, le gouvernement a présenté une proposition de quota 103 qui devrait succéder au quota 102 de 2022. Il devrait permettre aux actifs de prétendre à leurs droits à la retraite anticipée non pas à 64 ans avec 38 annuités de cotisations (la somme des deux donnant le quota 102) mais à 62 ans, avec 41 annuités de cotisations. Alors que le projet de loi de finances propose certaines pistes visant à réduire l'indexation des pensions sur l'inflation, il introduit également une légère augmentation des pensions minimales.

Enfin, l'une des dernières mesures phare du gouvernement Meloni est l'abrogation à l'horizon 2024 du revenu minimum introduit par le MS5 en 2019. Dès 2023, les conditions d'accès au revenu de base seront renforcées pour les personnes dites employables. Ces dernières bénéficieront encore de l'allocation au cours des huit premiers mois de 2023 à condition de ne pas refuser d'offre d'emploi ou de participer à une formation.

✓ Notre opinion – *La première proposition de loi de finance du gouvernement Meloni illustre bien le jeu d'équilibriste de la présidente du conseil. Avec ce budget, elle respecte son engagement à maîtriser les finances publiques : cela plaît au marché qui la récompense par un resserrement des spreads. Elle rassure, en ne balayant pas l'héritage de Mario Draghi, et en reprenant le gros de ses mesures. Elle donne également des gages à une partie de sa majorité avec la réforme des pensions ou la baisse de la TVA ; elle ne trahit pas non plus son logiciel idéologique en introduisant la flat tax et en supprimant le revenu de base. Un budget consensuel qui, hormis la partie de la lutte contre l'inflation distille des doses homéopathiques du programme de centre droit tout en répétant qu'il s'agit de la première année et que cinq années de législature permettront amplement de déployer l'agenda de la coalition. Les réactions en dents de scie de certains de ses partenaires laissent à penser qu'il ne s'agit que de la première étape pour Meloni et que le marathon pour le vote de la loi de finances bien qu'écourté du fait de l'élection pourrait se révéler non moins compliqué.*

Espagne : vers un ralentissement du marché immobilier ?

En septembre, 57 333 logements ont été vendus en Espagne. La croissance sur un an s'affiche à 6,9%, très modeste dans un secteur qui avait connu une croissance à deux chiffres depuis un an et demi. Pourtant, les négociations clôturées en septembre n'ont pas encore été confrontées à la hausse des taux hypothécaires, car ce sont des opérations qui prennent un temps estimé entre 60 et 90 jours, entre la signature de l'acompte et l'octroi de l'hypothèque. Il est donc probable que la forte hausse des taux directeurs de juillet n'ait toujours pas affecté ces négociations. Le rapport de l'INE montre également que, alors que les transactions de logements anciens ont augmenté de 10,7% sur un an, les négociations concernant le neuf affichent une baisse de 7,8%, la plus forte depuis juillet 2020.

La Banque d'Espagne a averti en octobre que des données récentes indiquaient un changement de la tendance du marché immobilier espagnol en raison du contexte macro-financier actuel. L'institution observe une certaine surévaluation des prix en

raison de l'augmentation des ventes, des crédits accordés et de la hausse des prix.

Le 27 octobre dernier, la Banque centrale européenne a relevé ses taux d'intérêt de 0,75%, plaçant le taux directeur à 2%. Ces mouvements ont été suivis d'augmentations importantes des taux d'intérêt sur le crédit logement, touchant principalement les ménages qui ont acquis leur logement par le biais d'un prêt à taux variable. Ces ménages ont commencé à enregistrer des augmentations significatives de leurs mensualités. Le changement de politique monétaire, en contraste fort avec son profil expansionniste au cours de la décennie précédente, et la baisse du revenu réel et de l'épargne des ménages sont les principaux facteurs responsables du ralentissement observé dans le marché immobilier espagnol.

En Espagne, les prix des logements ont considérablement augmenté entre 2019 et 2022 (15,1%) tandis que le niveau d'endettement des ménages a augmenté modérément après 2013. Cependant, les prêts à taux variable ont un poids

élevé dans l'ensemble des prêts hypothécaires selon les données publiées par l'Association espagnole d'hypothèques (AEH). Fin 2021, les prêts à taux variable représentaient 75,1% de l'ensemble du portefeuille, bien que cette proportion ait diminué en 2022, compte tenu de la prédominance des prêts à taux fixe parmi les nouveaux prêts octroyés au premier semestre de cette année. Selon l'enquête faite auprès des ménages de l'INE, en 2020, 5,2 millions de ménages en Espagne avaient un crédit bancaire. Cela implique que, selon les données de l'AHE, il pourrait y avoir 3,9 millions de

ménages avec des prêts en cours à taux variable. L'impact de la hausse des taux d'intérêt sur les revenus des ménages sera plus important pour ceux qui ont effectué la dernière actualisation du taux variable à la fin de 2021, lorsque l'Euribor 12 mois, le principal indice de référence pour les prêts à taux variable, se situait autour d'au moins 0,5%. En octobre 2022, cet indicateur a atteint le niveau de 2,6% et les marchés s'attendent à ce que la BCE continue de relever les taux d'intérêt au-dessus du niveau actuel de 2%.

✓ Notre opinion – *Depuis plusieurs semaines, un protocole entre les banques et le gouvernement est en discussion pour faire face à l'augmentation des impayés pouvant être causée par la mise à jour des taux d'intérêt sur les prêts. Le décret visant à alléger la charge hypothécaire de plus d'un million de familles vulnérables ou à risque de vulnérabilité en raison de la hausse de l'Euribor a été approuvé le 24 novembre. Les mesures, qui devraient entrer en vigueur à partir du 1^{er} janvier 2023, bénéficieront à environ 30% des ménages concernés par un crédit à taux variable et bénéficie principalement aux ménages vulnérables, ceux à risque de vulnérabilité, et facilite le remboursement anticipé des crédits et la conversion de prêts hypothécaires à taux fixe. Concrètement, les ménages dont les revenus sont inférieurs à 25 200 € par an et qui consacrent plus de 50% de leurs revenus mensuels au remboursement du crédit immobilier pourront bénéficier d'une période de grâce de deux ans, un taux d'intérêt inférieur pendant cette période et une prolongation de la durée du prêt pouvant aller jusqu'à 7 ans. Pour les ménages disposant de revenus inférieurs à 29 400 € par an qui ont une charge hypothécaire supérieure à 30% de leurs revenus et ayant augmenté d'au moins 20%, les institutions financières devront offrir la possibilité de geler l'échéance pendant 12 mois, un taux d'intérêt inférieur pendant cette période et une prolongation de la durée du prêt pouvant aller jusqu'à 7 ans. Finalement, tout au long de 2023, les frais de remboursement anticipé seront supprimés, de la même façon que les commissions pour la conversion d'une hypothèque variable en une hypothèque fixe. Ces mesures sont très ciblées sur les ménages à faible revenu, qui ont souscrit des prêts à taux variable, généralement plus anciens car sur les cinq dernières années 70% des hypothèques ont été constituées à taux fixe, et pourtant avec un capital plus amorti (et une charge d'intérêts plus faible). Selon les données de l'Enquête sur les conditions de vie de l'INE, le revenu moyen annuel des ménages disposant d'un crédit immobilier est de 44 939 €, très éloigné des seuils concernés par les mesures (25 200 € et 29 400 €). Par conséquent, la majorité des ménages à revenu moyen (classe moyenne) ne sera pas concernée par les mesures. Il faut noter également que le logement des hypothéqués pouvant bénéficier des mesures ne doit pas dépasser 300 000 €. Une limite qui touche ceux qui ont des hypothèques dans les grandes villes, où un bien immobilier peut dépasser ce prix sans problème. Cependant, cela profite à ceux qui vivent dans de petites villes où le prix médian des logements est plus bas.*

Bien que le contexte suggère un affaiblissement marqué de la demande de logement, certains éléments conduisent à relativiser les conséquences sur le marché immobilier espagnol en raison de son positionnement particulier dans le cycle immobilier. Il est vrai qu'actuellement, les prix dépassent légèrement les niveaux d'équilibre, comme l'a indiqué la Banque d'Espagne, mais la surchauffe s'observe seulement dans quelques zones très localisées. L'éclatement de la bulle immobilière a fait chuter les prix en Espagne, bien plus que dans les autres pays. Malgré les années de reprise du marché, le prix des logements est toujours 34% en dessous du pic atteint en 2007. Deuxièmement, le taux d'effort financier pour acheter un logement reste contenu : au deuxième trimestre 2022, les ménages espagnols consacrent 31% de leurs revenus au remboursement de leur crédit immobilier, selon les données de Tinsa. Si l'effort est soutenable, c'est aussi en grande partie grâce au faible endettement des familles (56% du PIB au T2 2022), bien inférieur aux taux de 2007 (81% du PIB en moyenne annuelle). De plus, il n'y a pas d'offre excédentaire qui pourrait faire baisser indéfiniment la valeur des logements. En effet, plusieurs facteurs ont limité le démarrage de nouvelles constructions au cours des deux dernières années, alors que la demande a augmenté. Aussi, les contraintes sur l'offre, telles que l'incertitude sur la nouvelle loi logement, le contrôle des prix sur le marché locatif, le manque de terrains aménageables ou la difficulté à trouver de la main-d'œuvre, n'évolueront guère à court terme.

Pays émergents

Afrique sub-saharienne

COP27, création d'un fonds de financement climatique pour les pays les plus vulnérables

La 27^e édition de la Conférence des parties des Nations unies sur le changement climatique, qui s'est déroulée du 6 au 20 novembre 2022 à Sharm el-Sheikh en Égypte, a été l'occasion pour les pays africains d'alerter la communauté internationale sur les nombreux défis climatiques auxquels le continent est confronté, et sur les besoins de financement croissants qui s'imposent pour y remédier.

L'Afrique subsaharienne est la région la moins émettrice de CO₂, ne comptant que pour 4% des émissions totales de la planète. Avec seulement 1 tonne de CO₂ par habitant en 2021, la région se situe très loin de la moyenne mondiale de 4,7 tonnes par habitant. Le faible niveau d'émissions de l'Afrique traduit donc principalement son retard de développement, ainsi que sa faible industrialisation. Seulement deux pays du continent se classent parmi les 50 plus gros émetteurs en valeur absolue : l'Afrique du Sud avec 436 MtCO₂ et le Nigeria avec 137 MtCO₂. Le cas le plus marquant de la région est sans aucun doute celui de l'Afrique du Sud, 14^e plus gros émetteur de gaz à effet de serre au monde en raison de sa forte dépendance au charbon.

Pour autant, le réchauffement climatique fait peser un lourd fardeau sur la région, en particulier aux pays les plus pauvres, très vulnérables du fait de leur faible niveau de développement et donc de leur manque de moyens pour y faire face. Les conséquences économiques, humaines, et sanitaires sont désastreuses. Les épisodes de sécheresse et d'inondations qu'ont connus les régions du Sahel et de la Corne d'Afrique cette année ont entraîné la mort de centaines de personnes et le déplacement de plus de 3,4 millions (d'après le HCR). De plus, elles exacerbent l'insécurité alimentaire endémique en diminuant la viabilité des terres arables. D'après l'Organisation météorologique mondiale (OMM), à chaque inondation ou sécheresse, l'insécurité alimentaire augmente de 5 à 20 pp. Par ailleurs, les effets économiques sont tout aussi importants car ces catastrophes naturelles détruisent des infrastructures essentielles à l'activité économique. Toujours d'après l'OMM, le réchauffement climatique pourrait entraîner une contraction du PIB de l'Afrique sub-saharienne d'au moins 3% d'ici 2050.

Ainsi, pour atténuer les effets du réchauffement climatique, de nombreux pays d'Afrique sub-saharienne devront compter sur l'aide de la communauté internationale, car les catastrophes climatiques sont de plus en plus fréquentes dans une région déjà fragilisée par l'instabilité politique, les conflits, la pandémie de Covid-19 et le conflit russo-ukrainien. En effet, d'après son rapport sur les perspectives économiques africaines en 2022 présenté lors de la COP27, la Banque africaine de développement estime que les besoins de financement climatique du continent se situent entre 1 300 Mds USD et 1 600 Mds USD pour les huit prochaines années. Sur ce montant, 715 Mds USD seraient nécessaires pour l'atténuation des effets du changement climatique, 1,3 Md USD pour les besoins techniques et technologiques, entre 289 Mds USD et 440 Mds USD pour les pertes et préjudices, et entre 259 Mds USD et 407 Mds USD pour financer l'adaptation au changement climatique (dont 143 Mds pour la région d'Afrique de l'Est).

Depuis de nombreuses années maintenant, le concept de « dette climatique » est au cœur des discussions politiques entre les pays développés et les pays en développement. En effet, les pays les moins avancés revendiquent des transferts au titre de ce qu'ils appellent une « dette climatique » des pays riches, qu'ils accusent d'être les principaux responsables du changement climatique. Ces transferts sont censés compenser les pertes et préjudices associés à ce changement climatique pour les pays les plus vulnérables. En pratique, cela reviendrait au versement d'une compensation financière des pays développés aux pays les moins avancés pour financer leur lutte contre le changement climatique.

Néanmoins, cette idée ne fait pas l'unanimité ; les pays avancés se sont souvent montrés réticents jusqu'à la clôture de la COP27, le 20 novembre dernier, lorsque les pays réunis sont enfin parvenus à un accord pour la création d'un fonds pour « pertes et dommages » pour financer le changement climatique dans les pays en développement. Les modalités de ce fonds ne sont pas encore claires, mais pour les pays les moins avancés cela représente une étape importante du chemin vers la justice climatique.

Classement des pays d'Afrique sub-saharienne par émissions de CO₂ (2021)

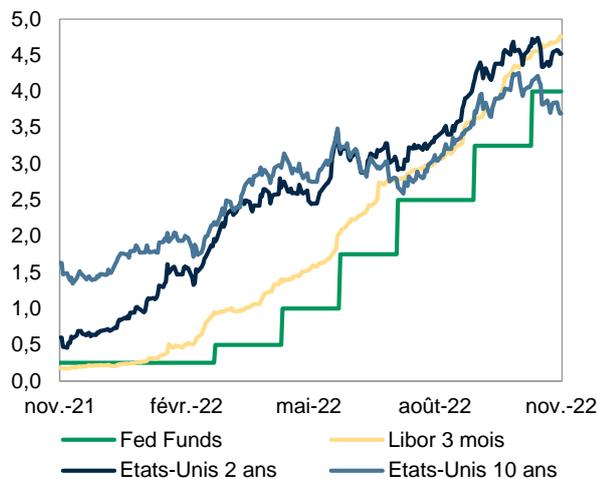
Pays	Emissions totales de CO ₂ (en M tonnes)	Rang mondial	Pays	Emissions CO ₂ /habitant (en tonnes)	Rang mondial
Afrique du Sud	436	14	Afrique du Sud	7,3	42
Nigéria	137	34	Guinée Equatoriale	3,2	105
Angola	21	79	Botswana	2,5	117
Ghana	21	80	Gabon	2,4	118
Soudan	21	81	Namibie	1,6	142
Kenya	20	85	Congo	1,3	148
Ethiopie	19	87	Cap-Vert	1,1	154
Sénégal	14	91	Lesotho	1,0	157
Tanzanie	13	93	Swaziland	0,9	160
Côte d'Ivoire	12	98	Sénégal	0,8	162
Zimbabwe	11	99	Zimbabwe	0,7	165
Cameroun	9,5	106	Ghana	0,6	167
Benin	7,8	111	Nigéria	0,6	168
Zambie	7,7	113	Angola	0,6	169
Congo	7,5	115	Bénin	0,6	171
Mozambique	7,2	118	Sao Tome and Principe	0,6	172

Source : Global Carbon Atlas, Crédit Agricole S.A./ECO

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

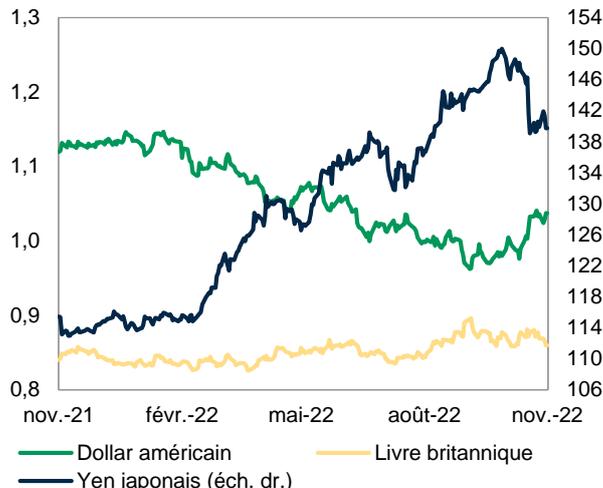
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

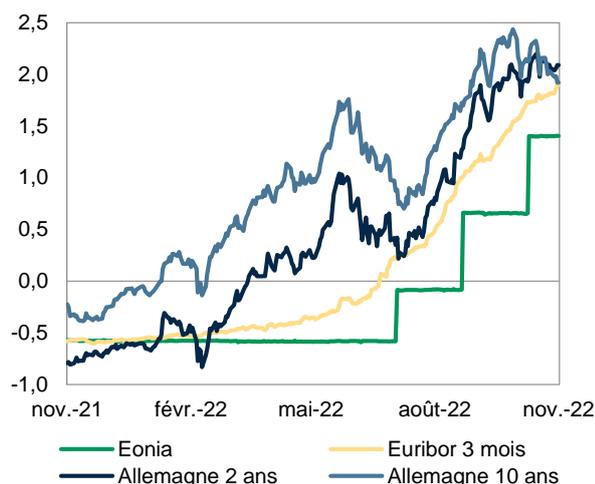
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

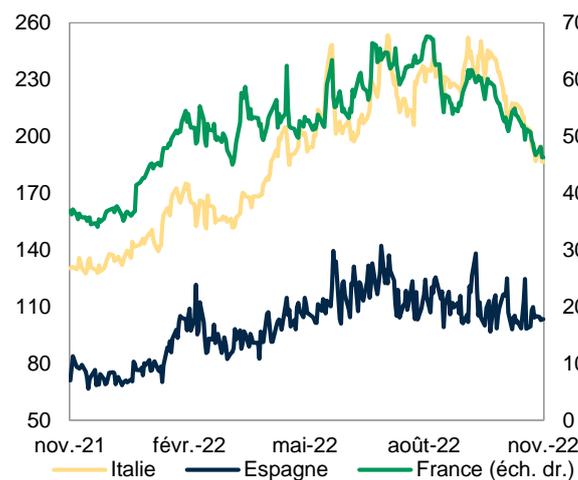
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

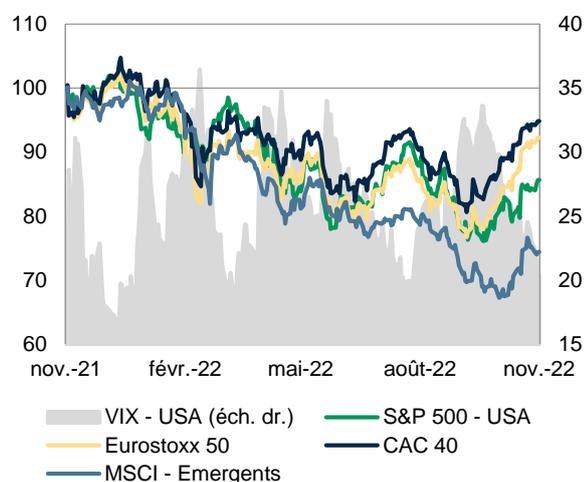
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

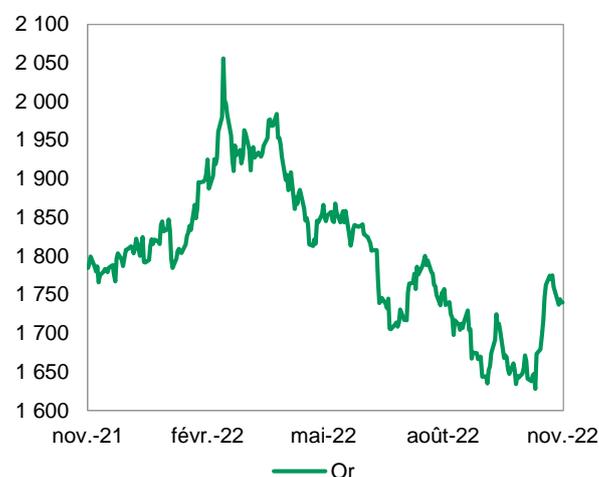
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

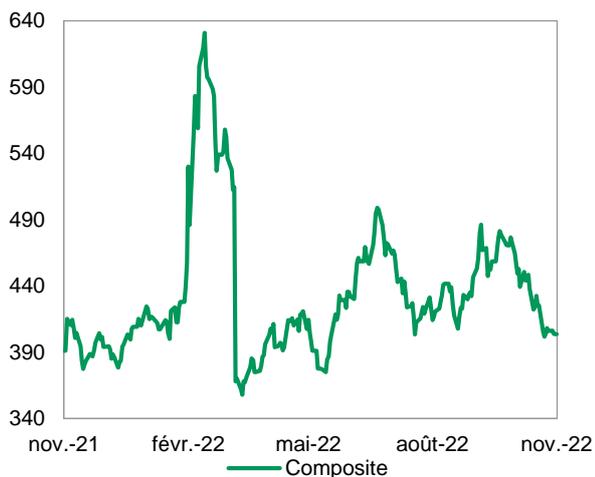
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

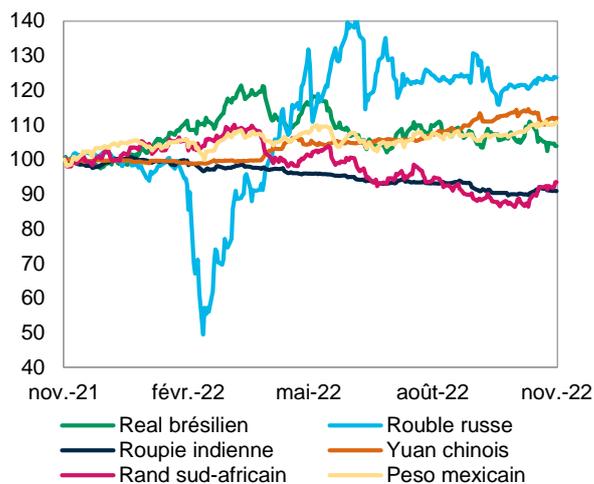
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

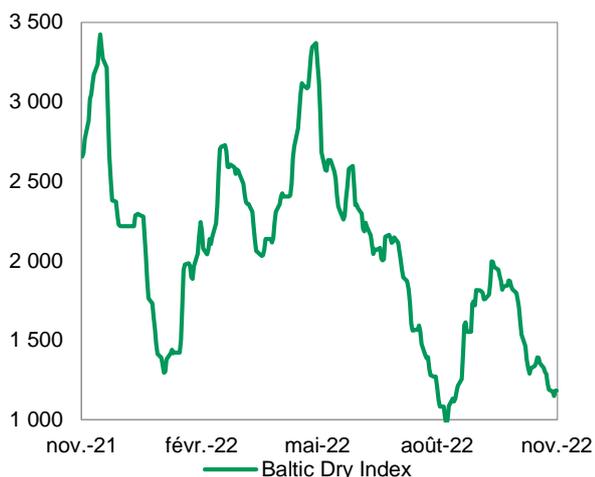
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

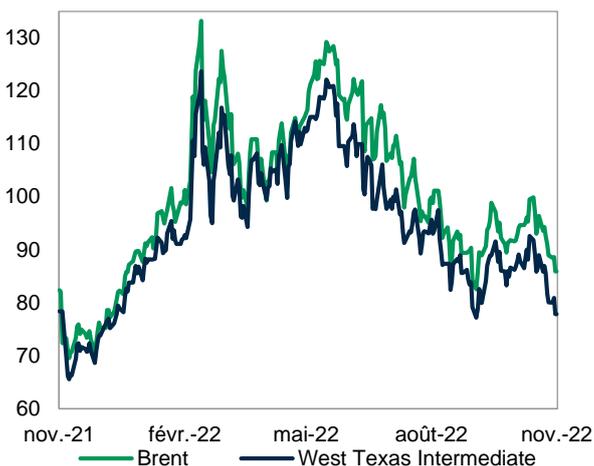
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

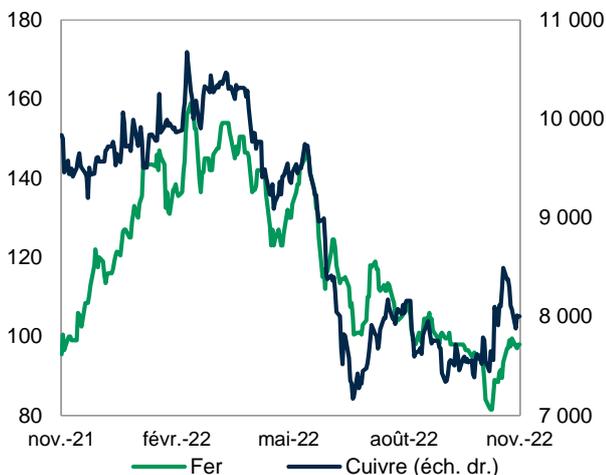
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

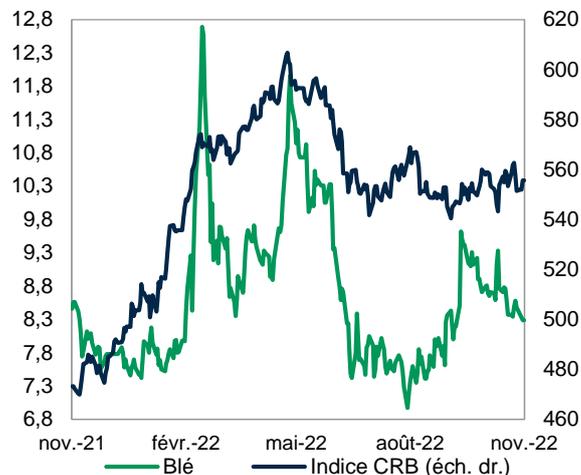
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 – Octobre 2022

[L'horizon ? Sombre mais surtout incertain](#)

Date	Titre	Thème
23/11/2022	Brésil – Première épreuve : un nouveau budget pour 2023	Amérique latine
22/11/2022	Royaume-Uni – L'austérité bis	Royaume-Uni
22/11/2022	Zone euro – Inflation : inventaire des risques pour les ménages	UE
18/11/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/11/2022	Nigéria – Le risque de défaut s'accroît, les agences dégradent le rating du pays	Afrique et Moyen-Orient
17/11/2022	La téléconsultation, solution aux déserts médicaux ?	Sectoriel
16/11/2022	Royaume-Uni – Conjoncture : Baisse du PIB de 0,2% au troisième trimestre	Royaume-Uni
16/11/2022	Géo-économie – En Amérique latine, une présence chinoise devenue globale	Amérique latine, Asie
16/11/2022	Amérique latine – Au-delà des aventures singulières	Amérique latine
16/11/2022	Israël – L'instabilité politique est permanente, mais elle a peu d'impact sur l'économie	Afrique et Moyen-Orient
14/11/2022	Avenir de l'Europe – Réforme du Pacte de stabilité et de croissance : la Commission capitalise sur l'expérience du NGEU et veut manier plus efficacement le bâton et la carotte	UE
14/11/2022	Hong Kong – Les temps difficiles	Asie
10/11/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
07/11/2022	Royaume-Uni – Politique monétaire – Resserrement des taux : l'essentiel est probablement passé	Royaume-Uni

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Pierre BENADJAOU, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Ayathassen BENSALD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Alexis MAYER, Jorge MARIANO MAMANI SORIA

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.