

Conjoncture

L'actualité économique et immobilière

Janvier 2025
N°113

Conjoncture économique et financière du 4^e trimestre 2024

Au cours du 4^e trimestre, la conjoncture internationale a été marquée par une croissance du PIB encore résiliente aux Etats-Unis, tandis que le ralentissement de l'activité se confirme en zone euro. Dans le même temps, le reflux tendanciel de l'inflation se poursuit mais le chemin vers une stabilisation durable proche de l'objectif de 2 % est encore cahoteux, en particulier aux Etats-Unis avec une résurgence des craintes inflationnistes à la suite de l'élection de D. Trump. Dans ce contexte, la BCE devrait avoir davantage de marges de manœuvre que la Fed pour continuer son assouplissement monétaire dans les prochains trimestres.

Macroéconomie

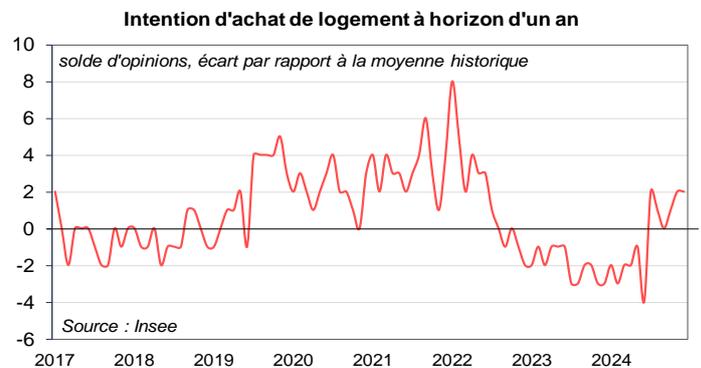
En France, le PIB a augmenté de +0,4 % T/T au 3^e trimestre (après +0,2 % au T2), à la faveur d'un effet Jeux olympiques de Paris positif de l'ordre de +0,2 point. Toutefois, ce soutien n'est que temporaire et un contrecoup est attendu pour le 4^e trimestre, avec une croissance du PIB probablement très proche de 0. En outre, la situation politique est une source importante d'incertitude, au détriment de la confiance des agents (ménages et entreprises), avec un risque d'attentisme de leur part en termes de consommation et d'investissement. Ainsi, en fonction du contenu de la loi de finances qui sera finalement votée, les impacts pourraient être significatifs sur la croissance et l'inflation en 2025.

Du côté des prix à la consommation, le ralentissement se confirme, avec une inflation totale à 1,3 % en France au mois de décembre. En moyenne annuelle, elle s'affiche à 2,0 %, après 5,2 % en 2022 et 4,9 % en 2023. Bien qu'encore élevée dans les services (2,2 % sur un an en décembre), les perspectives d'inflation à court terme ont été nettement revues à la baisse ; là encore, elles dépendront des développements de la situation politique nationale (avec une très probable forte baisse des prix de l'électricité à partir de février), mais aussi des aléas géopolitiques (prix des matières premières et du fret maritime, fragmentation du commerce mondial, droits de douane) et climatiques (prix de l'alimentation).

Dans le logement ancien, les conditions de la reprise se mettent progressivement en place. Après 18 mois de baisse, les prix se sont quasi-stabilisés au 3^e trimestre 2024 (-0,1 % par rapport au trimestre précédent selon

l'indice Notaires-Insee), ce qui pourrait encourager le retour d'une demande mise en attente le temps de la crise. Différentes enquêtes, comme la *Bank Lending Survey* de la BCE réalisée auprès des banques ou l'enquête de confiance des ménages de l'Insee attestent d'ailleurs d'un regain d'intérêt pour l'acquisition immobilière ces derniers mois. Les taux d'intérêt sur les crédits à l'habitat ont de leur côté continué de baisser depuis septembre (3,4 % en moyenne en novembre selon l'Observatoire CSA-Crédit Logement), ce qui contribue, de mois en mois, à l'augmentation de la capacité d'endettement théorique des ménages. Ces facteurs devraient au cours des prochains trimestres favoriser un redressement de l'activité, stabilisée autour de 780 000 transactions sur 12 mois depuis l'été dernier.

> Intention d'achat de logement



La situation dans le neuf est plus contrastée. Les réservations de logements par des particuliers ont augmenté pour la 2^e fois consécutive au 3^e trimestre 2024, permettant d'accélérer l'écoulement des encours disponibles à la vente qui se rapprochent de leur niveau moyen d'avant-crise. Les réservations restent toutefois inférieures de moitié à leur niveau d'avant-crise et la normalisation de la demande sera d'autant plus poussive que l'ajustement des prix aura été très limité. Selon l'indice des prix des logements neufs de l'Insee, les prix seraient même repartis à la hausse au 3^e trimestre portant l'ajustement cumulé à seulement -1,5 % par rapport au pic, comparé à environ -6 % en moyenne dans l'ancien. En miroir de cette situation toujours très compliquée du côté de la demande, l'activité dans la construction a continué de se replier ces derniers mois. Les mises en chantier se situent ainsi autour de 260 000 nouveaux

logements sur 12 mois en novembre comparé à environ 300 000 pour l'ensemble de l'année 2023. Dans un contexte de forte incertitude, cette situation devrait se prolonger sur l'année 2025.

Marchés financiers

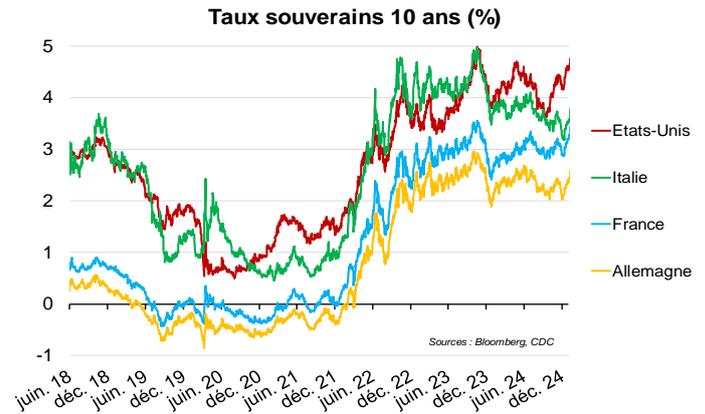
Sur les marchés financiers, le 4^e trimestre a vu une poursuite des tendances du trimestre précédent. En effet, du côté des politiques monétaires, la BCE a continué son cycle d'assouplissement en procédant à deux nouvelles baisses de taux, de 25 pb chacune, en octobre et en décembre. C. Lagarde a souligné les perspectives baissières en matière de croissance, et s'est refusée comme les mois passés à tout engagement en matière de décision à venir. Cela étant, ces éléments ont été perçus comme le signe d'une BCE encline à accélérer légèrement son calendrier de baisses de taux en 2025 : au terme de l'année, les participants de marché anticipaient entre 3 et 4 baisses de 25 pb, ce qui porterait le taux de dépôt entre 2 et 2,25 % d'ici fin 2025, contre un niveau de 3 % fin 2024.

Du côté des taux souverains, le 4^e trimestre a été marqué par une forte hausse de l'OAT 10 ans. L'incertitude politique et les inquiétudes sur la trajectoire budgétaire française ont contribué à un léger écartement de la prime de risque de la France vis-à-vis de l'Allemagne, qui est montée jusqu'à presque 90 pb début décembre en amont de la motion de censure du gouvernement Barnier. Pour autant, la contribution de la prime de risque au mouvement haussier de l'OAT 10 ans a été plutôt marginale ce trimestre, la prime évoluant entre 75 et 85 pb en moyenne (70-80 pb au T3). En effet, malgré la baisse des taux directeurs et la communication plus accommodante de la BCE sur la période, la hausse de l'OAT 10 ans sur le trimestre (de 2,8 % début octobre à 3,2 % fin décembre) s'est surtout inscrite dans le sillage d'un mouvement haussier global des taux souverains après l'élection de D. Trump aux Etats-Unis. Ce dernier a annoncé un programme aux conséquences vraisemblablement inflationnistes (relance budgétaire, hausse des droits de douane et durcissement de la politique migratoire), dans un contexte où la vigueur de l'emploi et de la croissance américaine continuent de surprendre les observateurs.

Le CAC 40 a également été volatil sur le 4^e trimestre, avec une légère baisse par rapport au T3 (à environ 7 400 pts à la clôture de l'année, -200 pts). Cette volatilité a une nouvelle fois été multifactorielle : si la défiance envers les valeurs françaises est restée vive en lien avec l'incertitude politique, ce sont surtout les inquiétudes sur les perspectives de croissance ainsi que les craintes relatives à une nouvelle administration Trump (hausse de droits de douane sur le luxe) qui ont prévalu. Les surprises haussières en matière d'emploi aux Etats-Unis survenues en cours de trimestre ont également pesé sur l'indice, en

relativisant les anticipations d'assouplissement monétaire de la Fed à venir en 2025.

> Taux souverains



Perspectives

La conjoncture à court terme sera marquée par les développements géo/politiques, en France bien sûr, mais aussi aux Etats-Unis, en Chine et au Proche-Orient. L'incertitude macroéconomique associée est importante et pourrait engendrer de la volatilité sur les marchés financiers. Si la BCE accompagnera le processus désinflationniste en poursuivant son cycle de baisses des taux, la Fed devrait quant à elle se montrer plus prudente compte tenu de la résilience de l'activité et de l'emploi, mais aussi de la résurgence des craintes inflationnistes liée à l'élection de D. Trump.

> Indicateurs clés au 31/12/2024

Croissance du PIB sur un an (%)	2020	2021	2022	2023	2024T3	Prévisions Consensus		Forward fin 2024	Forward fin 2025
						2024*	2025*		
France	-7,6	6,8	2,6	1,1	1,2	1,1	0,7	-	-
Zone euro	-6,0	6,3	3,5	0,4	0,9	0,8	1,0	2,9	2,1
Etats-Unis	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,7	2,7	2,1	2,7	1,9
Chine	2,2	8,4	3,0	5,2	4,6	4,8	4,5	3,2	3,3
Taux (fin d'année, %)	2020	2021	2022	2023	31/12/2024	2024	2025	-	-
Taux repo	0,0	0,0	2,5	4,5	3,2	3,2	2,1	-	-
Ester (Eonia avant 2022)	-0,5	-0,5	1,9	3,9	2,9	-	-	2,9	2,1
Euribor 3 mois	-0,5	-0,6	2,1	3,9	2,7	2,7	2,0	2,7	1,9
OAT 10 ans	-0,3	0,2	3,1	2,6	3,2	3,2	3,2	3,2	3,3
Inflation hors Tabac	-0,2	2,8	6,0	3,6	1,2	1,8	1,6**	-	-
Livret A	0,75	0,5	2,0	3,0	3,0	-	-	-	-

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

A fin décembre, les consensus ont désormais intégré les aléas baissiers qui pèsent sur les perspectives de croissance pour 2025 en France et en zone euro. Sur les marchés financiers, le niveau des taux directeurs de la BCE attendu fin 2025 a été abaissé vs. le trimestre précédent, tandis que les évolutions géo/politiques récentes (incertitudes budgétaires en France, perspectives de croissance et d'inflation revues à la hausse aux Etats-Unis) ont, a contrario, fait remonter les anticipations sur le taux souverain.