

Conjoncture

L'actualité économique et immobilière

Avril 2025
N°114

Conjoncture économique et financière du 1^{er} trimestre 2025

Au cours du 1^{er} trimestre, la conjoncture internationale a été marquée par le climat d'incertitude quant à la politique économique et commerciale de D. Trump, ce qui menace la croissance mondiale, avec en particulier des signes d'essoufflement de l'économie américaine. A contrario, l'annonce d'un soutien budgétaire massif en Allemagne est de bon augure pour l'activité outre-Rhin, avec des effets positifs indirects pour la France. Dans le même temps, tandis que le reflux tendanciel de l'inflation se poursuit en zone euro, les Etats-Unis font face à une résurgence des craintes liée à la perspective de forte hausse des droits de douane. Dans ce contexte, la BCE devrait avoir davantage de marges de manœuvre que la Fed pour continuer son assouplissement monétaire dans les prochains trimestres, à moins d'un choc brutal sur l'activité américaine et/ou le marché de l'emploi, voire d'un stress financier.

Macroéconomie

En France, le PIB a légèrement reculé (-0,1 % T/T) au 4^e trimestre (après +0,4 % au T3), en raison du contrecoup de l'effet positif des JOP enregistré à l'été. Au total, la croissance annuelle 2024 s'affiche à +1,1 %. Depuis début 2025, les indicateurs avancés et les différentes enquêtes de conjoncture suggèrent un rebond très modeste au 1^{er} trimestre, l'Insee tablant sur une croissance de l'ordre de +0,1 % et la Banque de France +0,2 %, dans un contexte d'incertitude extrêmement élevée, à la fois au niveau national mais aussi et surtout international, ce qui pèse sur la confiance des agents, au détriment de la consommation, de l'investissement et de l'emploi.

Du côté des prix à la consommation, le ralentissement s'accroît en France, avec une inflation totale à 0,8 % au mois de mars. Ce repli est essentiellement lié à la baisse des tarifs réglementés de l'électricité. Plus globalement, bien qu'encore un peu élevée dans les services, les perspectives pointent vers une inflation totale proche de 1% au cours des prochains mois avant une remontée progressive vers 1,5 % au cours du second semestre ; là encore, cela dépendra des développements géopolitiques (droits de douane, fragmentation du commerce mondial, prix des matières premières et du fret maritime, évolution du taux de change, affaiblissement de la demande globale de biens et services).

> Contribution à l'inflation



Dans le logement ancien, les évolutions de ces derniers mois sont plutôt positives. La dernière publication des indices Notaires-Insee des prix des logements anciens, pour le 4^e trimestre 2024, a confirmé la stabilisation des prix (+0,1 % par rapport au trimestre précédent, après -0,1 % au 3^e trimestre), lesquels pourraient même s'afficher en légère hausse au 1^{er} trimestre 2025 selon les indications données par le Conseil Supérieur du Notariat dans sa note de conjoncture de février. Cette stabilisation est une bonne nouvelle : elle signale le fait que l'offre et la demande sont moins déséquilibrées qu'elles ne l'ont été ces dernières années, et la stabilisation des prix annonce souvent le retour des acheteurs. Le niveau des transactions sur 12 mois reste à un niveau stable depuis l'été dernier (un peu en dessous des 800 000 transactions), et la production de crédit est toujours sur une tendance haussière selon les statistiques de la Banque de France. Même si les taux sur les crédits à l'habitat ont cessé de baisser en février (ils sont restés quasi-stables selon l'Observatoire CSA-Crédit Logement à 3,2 % en février dernier), les conditions de financement restent bien plus favorables qu'en 2022 et 2023. L'environnement financier est toutefois fragile, et les taux longs restent à des niveaux élevés. C'est un point de vigilance qui pourrait contrarier la vigueur de la reprise si les taux sur les crédits à l'habitat venaient à augmenter à leur tour.

Le marché du neuf est toujours dans une situation compliquée, mais elle semble montrer des signes d'amélioration. À la fin 2024, les réservations par des

particuliers étaient en hausse de plus de 10 % par rapport au point bas du début d'année et certaines mesures de la loi de finances (comme l'élargissement du PTZ) devraient contribuer à soutenir la demande en 2025. Du côté de la construction, le nombre de permis de construire en cumul sur 12 mois est stable depuis l'automne dernier, tandis que les mises en chantier s'affichent en légère hausse (autour de 290 000 sur 12 mois en janvier et février 2025, comparé à 280 000 en moyenne depuis le printemps 2024). L'amélioration reste très modeste et les niveaux d'activité très en-deçà de ceux d'avant-crise, mais le point bas du marché semble avoir été atteint.

Marchés financiers

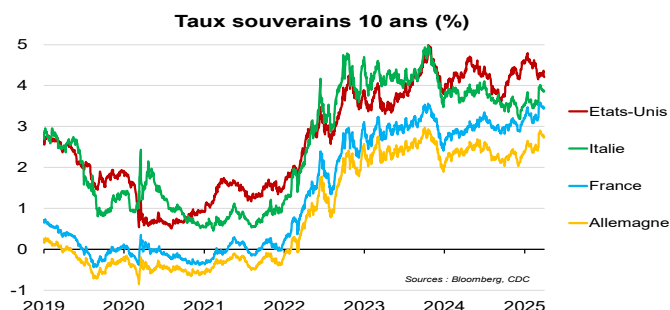
Sur les marchés financiers, le 1^{er} trimestre aura d'abord été marqué par la poursuite du cycle d'assouplissement de la politique monétaire de la BCE. En effet, la BCE a procédé à deux nouvelles baisses de ses taux directeurs en janvier et mars, de 25 pb chacune, portant le taux de la facilité de dépôt à 2,5 %. C. Lagarde a de nouveau souligné la détérioration des perspectives en matière de croissance, tandis que l'inflation évolue globalement comme attendu en zone euro. La BCE a également révisé sa communication, estimant que sa politique monétaire était désormais « significativement moins restrictive » qu'auparavant. Du côté des anticipations des investisseurs, le consensus faisait état de 2 baisses de taux restantes, de 25 pb chacune, ce qui porterait le taux de dépôt à 2 % d'ici la fin de l'année avant une stabilisation à ce niveau en 2026.

Du côté des taux souverains, le trimestre aura été marqué par un net mouvement haussier lié à l'investiture de Donald Trump aux États-Unis et la remise en cause de la discipline budgétaire allemande. Dans l'ordre, les différentes annonces de politique économique américaine (plan budgétaire conséquent, hausse des droits de douane) ont conduit à une hausse des anticipations d'inflation à long terme, avec un effet haussier sur les taux souverains. Par la suite, la question du financement de la défense et la remise en cause de la discipline budgétaire allemande à l'issue des élections ont contribué à un mouvement haussier généralisé en zone euro, les investisseurs interprétant ces évolutions comme augurant d'une nette augmentation des déficits budgétaires. Au global, le taux de l'OAT 10 ans s'est élevé en moyenne à 3,3 % au 1^{er} trimestre, même s'il convient de noter que la prime de risque française est restée orientée à la baisse, évoluant entre 65 et 75 pb sur le trimestre.

Du côté des marchés actions, le CAC 40 a connu un trimestre en deux temps, évoluant d'abord très à la hausse avant de reculer sous l'effet du changement de narratif sur la croissance aux États-Unis. En effet, la parution d'indicateurs conjoncturels moins bien orientés qu'anticipé est venue s'ajouter aux effets négatifs anticipés des droits de douane envisagés par l'administration américaine, conduisant à diamétralement altérer le narratif

consensuel de marché, avec des craintes d'un scénario de *stagflation* aux États-Unis, c'est-à-dire croissance économique atone et hausse marquée de l'inflation. Dans ce contexte, le CAC 40 a pris un directionnel baissier en mars, après avoir franchi de nouveau les 8 200 pts pour la première fois depuis presque un an en février.

> Taux souverains



Perspectives

La conjoncture à court terme devrait rester tributaire des développements géopolitiques, en particulier autour des droits de douane aux États-Unis et des éventuelles mesures de rétorsion de leurs partenaires commerciaux. Début avril, l'annonce de droits de douane réciproque a surpris les observateurs tant leur ampleur envisagée était élevée, conduisant à une correction des marchés actions. Si une trêve de 90 jours a depuis été annoncée (hormis pour la Chine), le caractère erratique des décisions de politique économique américaine devrait néanmoins continuer de nourrir l'incertitude et la volatilité sur les marchés financiers. Le comportement des banques centrales (Fed et BCE) ces prochains mois pourrait être contrasté de part et d'autre de l'Atlantique. L'appréciation récente de l'euro vis-à-vis du dollar US sera également à suivre.

> Indicateurs clés au 31/03/2025

Croissance du PIB sur un an (%)	2021	2022	2023	2024	2024T4	Prévisions Consensus			
						2025*	2026*	Forward fin 2025	Forward fin 2026
France	6,8	2,6	1,1	1,1	0,6	0,6	1,0	-	-
Zone euro	6,3	3,5	0,4	0,9	1,2	0,9	1,2	2,1	2,0
Etats-Unis	6,1	2,5	2,9	2,8	2,5	1,8	1,9	2,0	2,1
Chine	8,4	3,1	5,4	5,0	5,4	4,5	4,2	-	-

Taux (fin d'année, %)	2021	2022	2023	2024	31/03/2025	2025	2026	Forward fin 2025	Forward fin 2026
Taux repo	0,0	2,5	4,5	3,2	2,7	2,2	2,2	-	-
Ester (Eonia avant 2022)	-0,5	1,9	3,9	2,9	2,4	-	-	2,1	2,0
Euribor 3 mois	-0,6	2,1	3,9	2,7	2,3	2,0	2,1	2,0	2,1
OAT 10 ans	0,2	3,1	2,6	3,2	3,5	3,6	3,4	3,6	3,8
Inflation hors Tabac	2,8	6,0	3,6	1,2	0,7*	1,3**	1,9**	-	-
Livret A	0,5	2,0	3,0	3,0	2,4	-	-	-	-

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

*mois précédent

Source : Bloomberg

A fin mars, les consensus intègrent encore un peu plus les aléas baissiers qui pèsent sur la croissance pour 2025 aux États-Unis et dans une moindre mesure en France et en zone euro. Sur les marchés financiers, les évolutions géo/politiques récentes ont, a contrario, fait remonter les anticipations sur les taux souverains.