



# Panorama conjoncturel

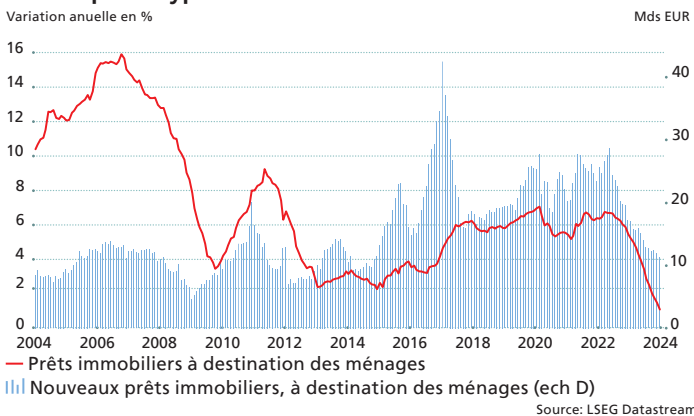
Février 2024

## France, à l'épreuve du ralentissement immobilier

En 2023, la croissance économique française a ralenti. Le PIB a progressé de 0.9%, alimenté par la consommation des ménages et l'investissement des entreprises non financières. Celui-ci a progressé de 2.8%, soutenu par les investissements en propriété intellectuelle, qui ont certes ralenti, mais qui affichent un rythme de croissance robuste, supérieur à 5%. Sur la même période, l'investissement des ménages marquait le pas, reculant de plus de 5%, affecté par le déclin des activités liées à la construction et l'immobilier.

Le cycle de resserrement de la politique monétaire mené par la Banque centrale européenne affecte, justement, le secteur de la construction (5.5% de la valeur ajoutée) qui a enregistré un recul pour la 2<sup>e</sup> année consécutive. Le secteur est sensible au renchérissement du coût du crédit. Entre juin 2022 et septembre 2023, le taux directeur "refi" de la BCE a progressé de 450 points de base. Les taux hypothécaires, davantage guidés par les variations des rendements du Trésor français à 10 ans, ont de leur côté augmenté moins vigoureusement que les taux directeurs. Les taux d'intérêt des nouveaux crédits (hors renégociations) ont atteint 4.04% fin décembre (+192 points de base en 2023) mais la hausse s'est modérée en fin d'année (+5 points entre novembre et décembre). Tous segments confondus, le taux moyen clôture 2023 à 3.6%. Dans ce contexte, la croissance des crédits hypothécaires a ralenti, tout en restant supérieure à la moyenne de la zone euro. Elle a ainsi retrouvé un niveau comparable à celui d'avant la période de taux bas.

### France: prêts hypothécaire

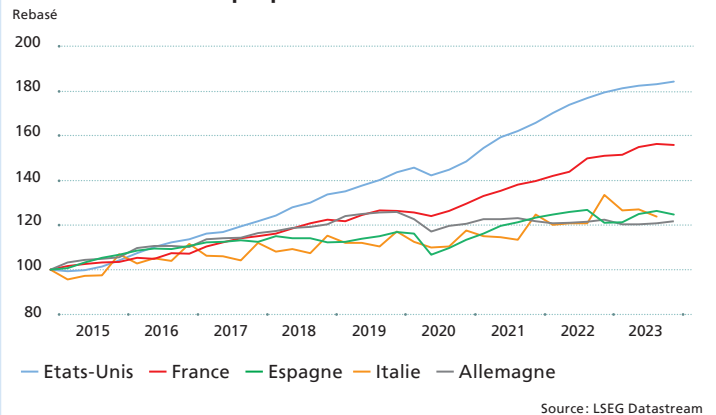


L'envolée du coût de financement tarit la construction, fait chuter le volume de transactions immobilières et tempèrent les prix. Mais le marché n'est pas éteint, les primo-accédants représentent toujours plus de la moitié des nouveaux crédits et les risques demeurent limités. En effet, l'endettement des ménages s'établit à près de 63% du PIB, un niveau supérieur aux voisins européens, mais les ménages français sont protégés par la prédominance des emprunts hypothécaires à taux fixe (97% de la production de décembre 2023). Ainsi, le coût du service moyen de la dette n'a que peu progressé, limitant les risques de défauts et par corollaire, la vulnérabilité du secteur financier.

Du côté des entreprises françaises, elles sont également davantage endettées que leurs consœurs européennes, même en déduisant

leur trésorerie disponible (39% du PIB vs 30% dans les trois autres grandes économies de la zone euro). Mais elles investissent dans l'innovation, comme en témoigne la vigueur du segment lié à la propriété intellectuelle

### Investissements en propriété intellectuelle



Les programmes publics visant à promouvoir les transformations énergétiques et numériques sont à l'œuvre et favorisent aussi l'investissement des entreprises et l'industrie. La manufacture n'a pas encore récupéré son niveau pre-Covid et est encore en phase de rattrapage ; à l'image du secteur des transports. Celui-ci a enregistré un fort rebond en 2023, aidé par l'aéronautique. Résultat des investissements en recherche et innovation, la productivité de l'industrie s'est redressée, tout comme la mesure de l'efficacité de la combinaison productive (travail et capital). En 2023, le verdissement de l'économie s'est poursuivi ; la croissance de la production d'électricité d'origine éolienne a été particulièrement vigoureuse. La tendance est la même dans le reste de la zone euro. Pour la 1<sup>ère</sup> fois, l'éolien a dépassé le gaz dans la production d'électricité de l'Union européenne.

La France n'a pas été épargnée par les chocs et les incertitudes des quatre dernières années, en témoigne la fébrilité de la confiance de ses agents économiques. Le durcissement monétaire a en outre déprimé les secteurs sensibles en renchérissement du coût du financement. Néanmoins, la dynamique des investissements des entreprises est restée bien orientée, tournée vers l'innovation, l'amélioration de la productivité et les transitions. La modération de l'inflation associée à la progression des salaires devrait permettre au moral des ménages de retrouver des couleurs en 2024. De leur côté, les entreprises bénéficieront d'une meilleure visibilité. Les tensions géopolitiques ne semblent pas, pour l'heure, affecter ce scénario mais elles alimentent une certaine volatilité. Les *megatrends*, à l'image du changement de paradigme démographique et de la transition énergétique renforcent et soutiennent les opportunités d'investissement de long terme. Les secteurs industriels, de la technologie et de la santé peuvent tirer profit de ces enjeux et la réaction des autorités régionales à ces changements peut également dégager des opportunités de croissance durable de leurs entreprises. Au-delà des problématiques géopolitiques courantes, nous recommandons de privilégier la sélection des **sociétés exposées et préparées aux megatrends démographique, énergétique et numérique.**