

ECO TOUR 2025



« Le monde selon Trump »



Conséquence du désordre géopolitique mondial, le monde plat et sans frontière, autrefois régi par des règles multilatérales, cède la place à un ordre international fragmenté, dominé par les rapports de force. La réélection de Donald Trump symbolise cette rupture profonde avec l'ancien monde.

Son retour à la Maison Blanche marque un tournant décisif caractérisé par un nationalisme exacerbé et un protectionnisme sécuritaire, entraînant une généralisation des guerres commerciales et un risque d'escalade. Ces entraves au commerce mondial impactent les secteurs de dimension internationale. Le secteur de l'automobile, dont les chaînes de valeur sont mondialisées et interconnectées, est particulièrement vulnérable alors qu'il est déjà bouleversé par une transition de modèle vers la mobilité électrique pour des raisons de décarbonation des usages.

La quête de souveraineté et la défense des intérêts nationaux placent également les secteurs stratégiques au cœur des préoccupations du président américain mais aussi de beaucoup d'autres dirigeants à travers le monde.

Les équilibres du marché du pétrole pourraient être bouleversés entre promesses de nouveaux forages pétroliers aux États-Unis, potentielles nouvelles sanctions contre l'Iran et hypothétique cessez-le-feu en Ukraine. Les États-Unis vont utiliser les droits de douane mais aussi l'arme du gaz pour négocier un rééquilibrage des échanges commerciaux, notamment avec l'Europe qui se trouve contrainte par la non-reconduction de l'accord de transit entre l'Ukraine et la Russie. À l'ère de l'intelligence

artificielle, les puces deviennent évidemment un enjeu encore plus stratégique alors que leur production reste très concentrée en Asie et que chaque pays joue sa partition pour attirer les investissements à coup de subventions publiques massives. Enfin, les métaux critiques, indispensables aux nouvelles technologies, aiguisent les convoitises avec en particulier un président américain qui lorgne sur les richesses en terres rares du Groenland ou de l'Ukraine.

En France, ces bouleversements géopolitiques s'accompagnent d'une instabilité politique interne alors que l'urgence budgétaire impose des choix difficiles pour réduire le déficit public tout en essayant de préserver la croissance. Le manque de visibilité devrait continuer à favoriser des comportements attentistes, avec des ménages toujours enclins à épargner et des entreprises plus hésitantes à embaucher et investir. Les mesures de consolidation budgétaire, bien que modestes, devraient également peser sur l'activité.

Sur une note plus positive, la poursuite de la baisse des taux de la BCE et l'assouplissement des conditions financières devraient progressivement lever les freins à l'investissement dans le secteur immobilier, qui est en phase de stabilisation. Le règlement pour une industrie neutre en carbone¹ devrait encourager les projets visant à accroître les capacités en matière de technologies propres et à attirer des investissements dans les énergies renouvelables. Le tourisme espère, quant à lui, récolter les fruits du succès des Jeux olympiques et paralympiques de l'été 2024, en suscitant un nouvel engouement pour la destination France.

Contact pour joindre l'auteure : sophie.gaubert@credit-agricole-sa.fr

Isabelle Job-Bazille

¹ NZIA ou Net-Zero Industry Act

SOMMAIRE

ÉDITO | 2

CONTEXTE MONDIAL

PÉTROLE | 6

GAZ - ÉLECTRICITÉ | 8

TRANSPORT MARITIME | 10

MÉTAUX ET MATÉRIAUX | 12

SEMI-CONDUCTEURS | 14

INDICATEURS PAYS | 16 - 17

Chine | 16

États-Unis | 16

Zone euro | 17

Royaume-Uni | 17

TOUR DE FRANCE ÉCONOMIQUE

ÉCONOMIE | 19

FINANCEMENT | 23

TABLEAUX DE BORD

Emploi | 26

Consommation-Commerce | 28

TOUR DE FRANCE SECTORIEL

RÉSUMÉS SECTORIELS | 31 - 32

**RELAIS DE CROISSANCE DU
GROUPE CRÉDIT AGRICOLE**

Santé | 33- 35

Tourisme | 36 - 38

Énergies renouvelables | 39 - 41

SECTEURS FONDAMENTAUX

Construction aéronautique | 42 - 44

Industrie automobile | 45 - 47

BTP | 48 - 50

Immobilier non résidentiel | 51 - 53

AVERTISSEMENT

Pour bien interpréter nos prévisions, le lecteur se rappellera qu'elles concernent essentiellement la production en volume réalisée par des établissements industriels établis sur le territoire national ou l'activité en volume dans le cas des entreprises de services.

LÉGENDE

M€, M\$.....Millions d'euros, de dollars

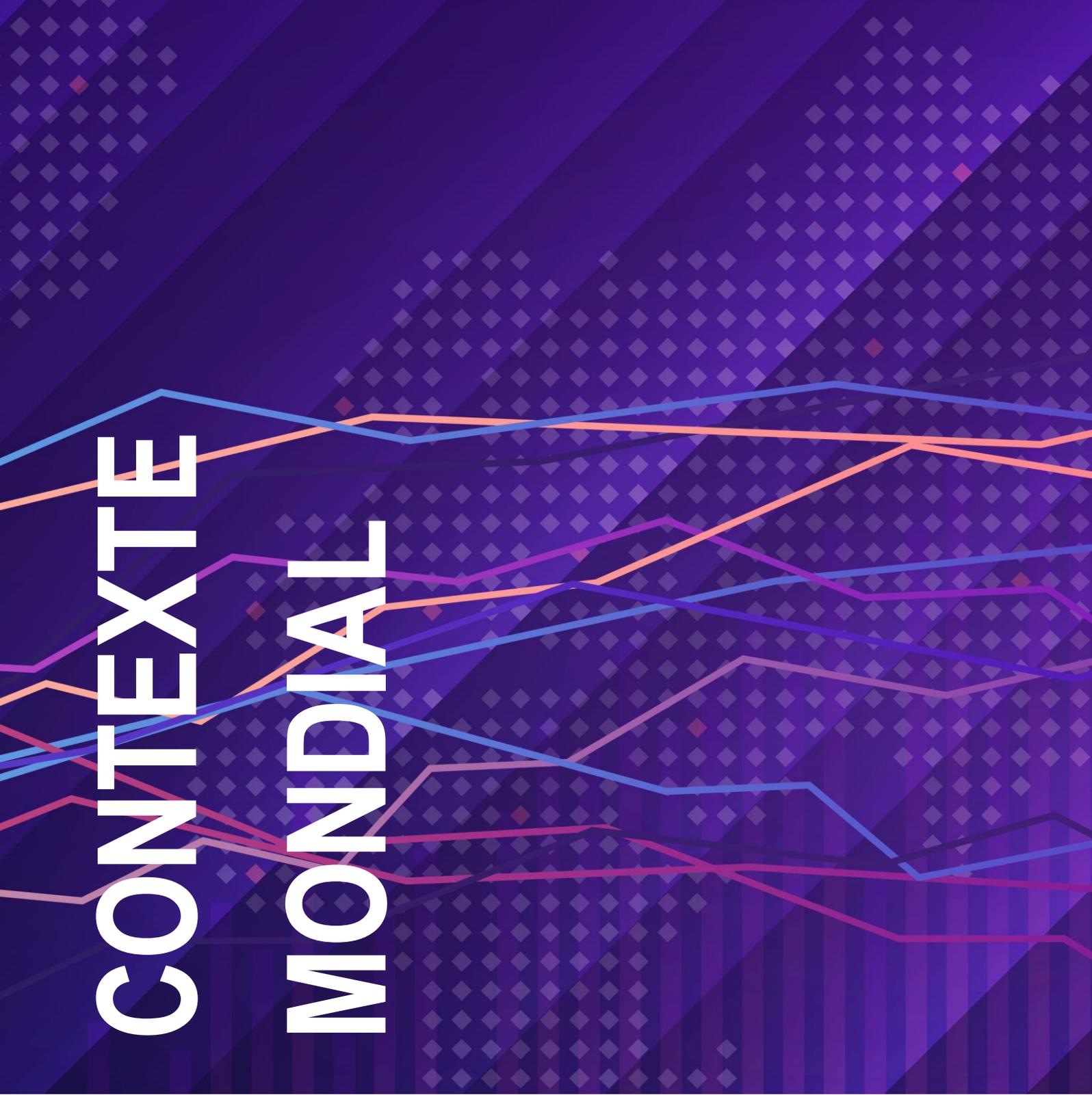
Md€, Md\$....Milliards d'euros, de dollars

t, Mt.....Tonnes, millions de tonnes

Mb/J.....Millions de barils par jour

b/J.....Baril par jour

Sauf mention contraire, tous les chiffres de croissance sont donnés en volume



CONTEXTE MONDIAL

PÉTROLE | 6

GAZ - ÉLECTRICITÉ | 8

TRANSPORT MARITIME | 10

MÉTAUX ET MATÉRIAUX | 12

SEMI-CONDUCTEURS | 14

INDICATEURS PAYS | 16 - 17

Chine | 16

États-Unis | 16

Zone euro | 17

Royaume-Uni | 17

Le choix de la stabilité malgré les risques de chaos

Malgré de nombreuses incertitudes associées au retour de Donald Trump au pouvoir, notre scénario table sur une stabilité des prix du pétrole, grâce notamment à une production américaine qui augmente peu, à une production iranienne en léger déclin et à la reconduction des coupes de l'OPEP+.

Stéphane Ferdrin

Comme anticipée l'année dernière, 2024 a été marquée par une baisse de la croissance de la demande mondiale par rapport à celle de 2023. Estimée à environ 1 Mb/j, soit près de deux fois moins que celle de 2023, la croissance de la demande en pétrole retrouve ses niveaux historiques d'avant la pandémie. Cette baisse de la croissance, conjuguée à une production hors OPEP+ en légère augmentation, contraint l'OPEP+ à maintenir ses coupes de production pour maintenir l'équilibre du marché.

L'INCONNUE TRUMP

Le marché pétrolier pourrait bien être « chamboulé » par le retour de Donald Trump au pouvoir. Le président élu a promis de relancer les forages aux États-Unis et donc d'augmenter la production de pétrole. Réussira-t-il à mettre un terme au conflit entre l'Ukraine et la Russie et quelles seront alors les conséquences sur la production de pétrole russe ? L'Europe acceptera-t-elle d'importer à nouveau du pétrole et des produits pétroliers russes ? Trump donnera-t-il son accord à une frappe d'installations

pétrolières iraniennes qui n'avait pas été accordée par l'administration Biden, et quelle serait alors la réaction de l'Iran ? Enfin, l'OPEP+ se décidera-t-elle à mettre un terme aux coupes de production pour récupérer des parts de marché ?

Le marché pétrolier pourrait bien être « chamboulé »

Il n'est pas évident que la nouvelle administration américaine parvienne à relancer les forages aux États-Unis et à augmenter significativement la production américaine de pétrole. En effet, le secteur pétrolier américain s'est concentré et la maximisation de la rentabilité guide désormais le forage de nouveaux puits et non plus la recherche de volumes. Plusieurs sociétés d'importance, comme ExxonMobil et Chevron, ont annoncé que leurs dépenses de forage n'augmenteraient pas en 2025.

Quelle que soit la situation politique et militaire entre l'Ukraine et la Russie, cette dernière aura besoin d'un prix du pétrole le plus élevé possible pour financer sa guerre ou pour reconstruire son économie en cas d'accord de paix avec l'Ukraine. L'Europe ne devrait pas non plus reprendre ses importations de produits

Chiffres clés

78 \$/b

PRÉVISION DU PRIX
DU BRENT EN 2025

↑ 0,9 Mb/j

AUGMENTATION DE
LA DEMANDE EN PÉTROLE
EN 2024

↑ 1,0 Mb/j

AUGMENTATION DE
LA DEMANDE EN PÉTROLE
EN 2025

pétroliers en provenance de Russie. Nous estimons que l'Europe choisira de maintenir, voire d'augmenter, ses importations de produits énergétiques des États-Unis, afin de réduire l'excédent de sa balance commerciale avec ces derniers et ainsi limiter, même éviter, l'imposition de tarifs douaniers « punitifs » sur ses exportations.

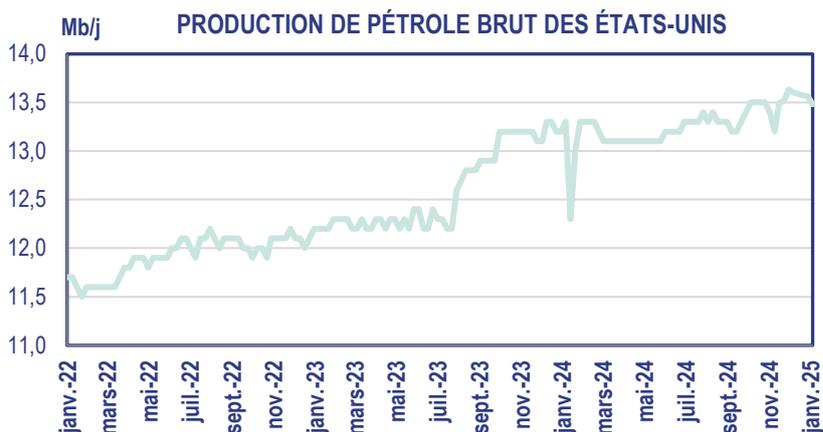
La nouvelle administration américaine ne devrait pas donner son feu vert pour frapper des installations pétrolières en Iran. En revanche, nous considérons que les autorités américaines imposeront de nouvelles sanctions sur le négoce de pétrole iranien. De telles sanctions devraient satisfaire les gros producteurs de l'OPEP+ qui pourraient alors en profiter pour augmenter leurs productions de brut. Il est, cependant, possible que de nouvelles sanctions américaines sur l'Iran n'aient qu'un impact modéré sur les exportations iraniennes de pétrole. L'Iran a, en effet, appris à contourner les sanctions. Enfin, le

blocage du détroit d'Ormuz, une menace souvent brandie par l'Iran dans le passé, ne serait envisagé qu'en dernier recours si jamais l'existence même du régime iranien était menacée.

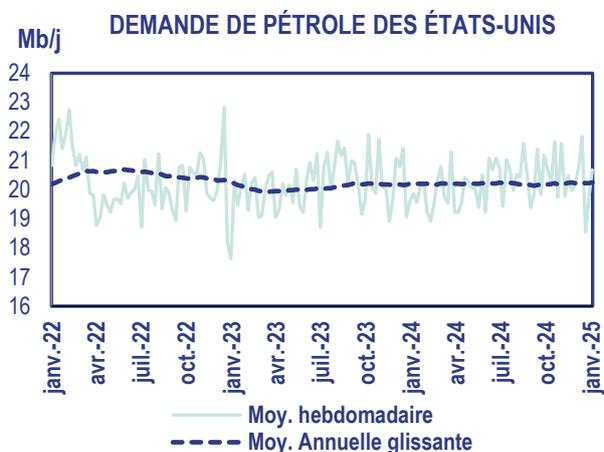
Dans ces conditions, et malgré une croissance de la demande en pétrole qui devrait rester modeste autour d'un million de barils par jour en 2025, l'OPEP+ devrait reconduire ses coupes de production comme elle l'a fait au début du mois de décembre dernier.

2026 REFLÈTERA LES CHANGEMENTS DE RAPPORTS DE FORCE ENGAGÉS EN 2025

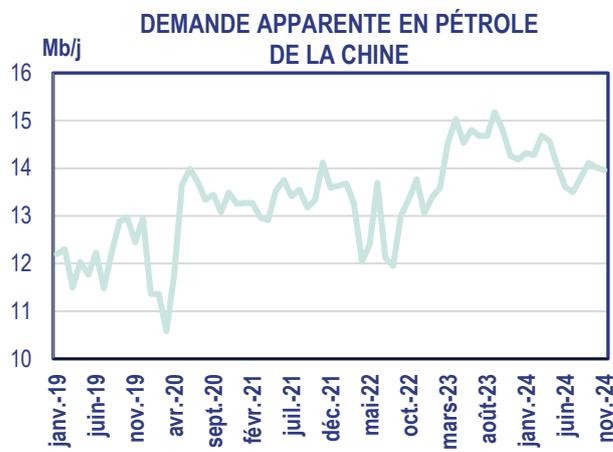
Il est encore difficile d'imaginer l'évolution du marché pétrolier en 2026. Cependant il est très probable que le marché reflète les changements des rapports de forces entre les grandes puissances engagés en 2025 sous l'impulsion de Trump.



Sources : EIA, Crédit Agricole S.A./ ECO



Sources : EIA, Crédit Agricole S.A./ ECO



Source : Crédit Agricole S.A./ ECO

Contactez l'auteur : stephane.fedrin@credit-agricole-sa.fr

2025 s'annonce plus difficile

Par rapport à 2023, les marchés énergétiques en Europe ont continué à bénéficier en 2024 d'une consommation toujours sous contrôle pour le marché du gaz naturel, et d'une croissance de l'offre pour le marché de l'électricité. Cependant 2025 pourrait bien être différente face notamment aux incertitudes pesant sur l'offre en gaz naturel.

Stéphane Ferdrin

La demande en gaz naturel de l'Europe reste pénalisée par des prix du gaz naturel toujours supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie. La demande n'a guère progressé en 2024 par rapport à 2023. Cette faible demande a favorisé la diminution des importations européennes de gaz naturel liquéfié (GNL). Le niveau relativement élevé des stocks à la fin de l'hiver a limité les besoins de reconstitution des stocks au printemps et l'été 2024.

La demande européenne en énergie électrique est également restée stable en 2024 par rapport à l'année dernière. Grâce à une bonne pluviométrie, la production des centrales hydrauliques a fortement augmenté. Le marché électrique français a également profité d'une production du parc nucléaire qui a continué à progresser en 2024. Grâce à cet excédent d'offre, la France a exporté un volume record d'énergie électrique en 2024 : 89 TWh. C'est une belle revanche pour la France qui avait été contrainte d'importer 14 TWh deux ans plus tôt lorsque son parc nucléaire était victime de nombreux arrêts. Grâce à cet excédent d'offre, les échanges sur le marché français de l'électricité ont bénéficié d'une décote par rapport aux échanges sur les marchés d'Europe

centrale qui furent mis sous tension au printemps et l'été dernier lorsque l'Ukraine a fortement augmenté ses importations d'énergie électrique.

L'année 2024 a mis en exergue certains dysfonctionnements des marchés de l'électricité peu adaptés à l'intégration des énergies renouvelables (EnR) intermittentes (solaire, éolien). Malgré d'importantes augmentations de capacités en Europe en énergies renouvelables, les injections dans les réseaux d'énergie électrique fournies par les EnR intermittentes ont peu augmenté. L'écrêtement de la production de parcs solaires et éoliens s'accélère faute d'investissements suffisants dans les réseaux. Avec une part grandissante des énergies renouvelables dans le mix énergétique, les

La France a exporté un volume record d'énergie électrique en 2024

déséquilibres entre offre et demande s'accroissent provoquant une grande volatilité des cours en

fonction des variations de production des parcs solaires ou éoliens. Le nombre d'heures à prix négatifs augmente chaque année dans l'ensemble des pays européens. Des baisses brutales de production éolienne en hiver, comme celle que l'Allemagne a affrontée en décembre dernier, peuvent provoquer d'importantes hausses ponctuelles des

Chiffres clés

106 MD DE M³

VOLUME DES IMPORTATIONS DE GNL PAR L'UNION EUROPÉENNE EN 2024

↓ 40 %

BAISSE DU TAUX D'UTILISATION DES CENTRALES THERMIQUES EN FRANCE EN 2024 PAR RAPPORT À 2023

↑ 12,5 %

AUGMENTATION DU TAUX D'UTILISATION DU PARC NUCLÉAIRE EN FRANCE EN 2024 PAR RAPPORT À 2023

prix de l'électricité indépendamment des variations du prix du gaz naturel.

DES BESOINS CROISSANTS EN GNL SUR 2025

La non-reconduction de l'accord de transit entre l'Ukraine et la Russie privera les pays d'Europe central de 14 milliards de m³ par an de gaz russe. Les soutirages sur les stocks ont été plus importants en ce début d'hiver plus précoce et plus froid que ceux de l'année dernière. Les stocks européens en gaz naturel devraient alors terminer l'hiver à un niveau inférieur à celui de 2024. Les besoins de reconstitution des stocks seront alors supérieurs en 2025. Les productions de gaz naturel en provenance de Norvège ou d'Afrique du Nord étant déjà proche de leurs maximums, l'Europe n'aura pas d'autres choix que d'augmenter ses importations de GNL en provenance essentiellement des États-Unis. En fonction de la mise en service de nouvelles capacités de liquéfaction sur le Golfe du Mexique, l'Union européenne pourrait alors progressivement accentuer ses sanctions sur le GNL russe toujours indispensable à son approvisionnement en gaz naturel.

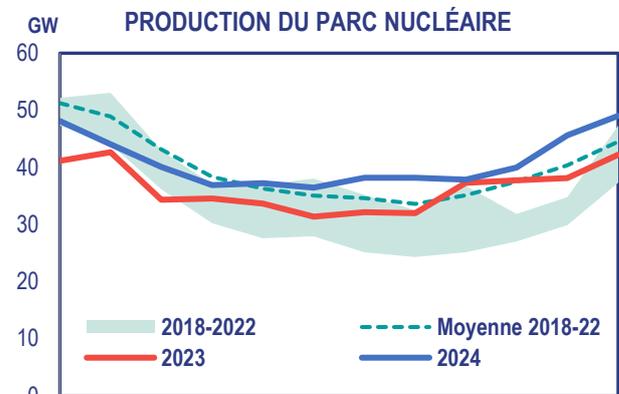
Faute d'investissements suffisants sur les réseaux, le nombre d'heures à prix négatifs et les écrètements continueront vraisemblablement à augmenter en 2025 avec la poursuite de mises en service de nouvelles capacités en énergies renouvelables. Globalement, l'offre disponible devrait peu augmenter en Europe, le parc nucléaire français ayant retrouvé ses niveaux historiques. Par conséquent, si la demande en énergie électrique devait augmenter en Europe, le recours aux centrales thermiques serait plus fréquent avec le risque de provoquer une augmentation des prix de l'électricité en lien avec ceux du gaz naturel.

PEU DE VISIBILITÉ SUR 2026 AVEC LA FIN DE L'AREHN

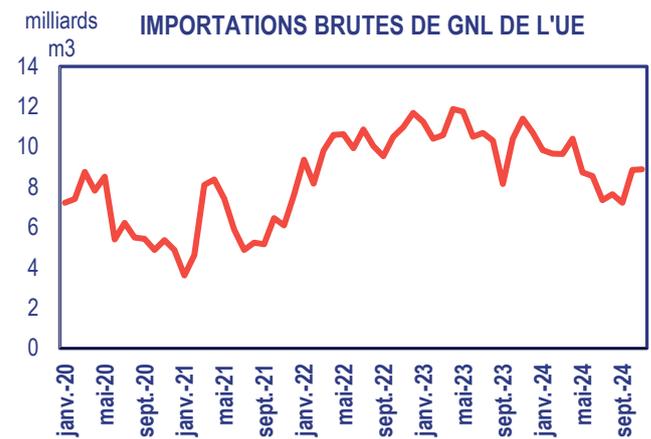
L'Europe devrait privilégier le GNL américain pour son approvisionnement en gaz naturel même si le conflit entre la Russie et l'Ukraine devait s'arrêter. En effet, l'augmentation des importations de GNL américain est un des leviers de l'Europe pour réduire son déficit commercial avec les États-Unis, et minimiser les droits de douanes sous l'administration Trump.

Le retard des investissements sur les réseaux par rapport aux investissements pour de nouvelles unités de génération électriques devrait persister à moyen terme. Les marchés devraient alors connaître une forte volatilité des prix liée à l'intermittence des EnR à mesure que leur part dans le mix énergétique augmente.

En France, un nouveau dispositif devra succéder à l'ARENH² à partir du 1^{er} janvier 2026. Toutefois à un an de l'échéance, le fonctionnement de ce nouveau dispositif n'est toujours pas connu. L'instabilité politique en France et les frictions politiques sur le prix de l'électricité ne favorisent pas la formation de consensus sur les mécanismes de fonctionnement du nouveau dispositif.



Jan Fév Mar Avr Mai Juin Juil Août Sept Oct Nov Déc
Sources : RTE, Crédit Agricole S.A./ ECO



Source : Crédit Agricole S.A. / ECO

Contactez l'auteur : stephane.fedrin@credit-agricole-sa.fr

² « Accès régulé à l'électricité nucléaire historique » : Il permet à tous les fournisseurs alternatifs de s'approvisionner à hauteur de

100 TWh par an en électricité auprès d'EDF, au prix régulé de 42 €/MWh.

La géopolitique alimente plus que jamais l'incertitude

Entre crise en mer Rouge et menaces de grèves portuaires, un remake du cauchemar logistique de la période Covid a été évité de justesse en 2024. Les incertitudes ont néanmoins provoqué une flambée des frets des conteneurs. Le choc protectionniste promis par Donald Trump et une reprise hypothétique de la navigation en mer Rouge brouillent plus encore la visibilité.

Bertrand Gavaudan

Divine surprise pour les transporteurs de conteneurs, 2024 s'est achevée sur des résultats records hors années de bulle 2021-2022. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement et une demande soutenue ont compensé l'énorme défi de surcapacité auquel les transporteurs auraient dû être confrontés. Sur toutes les routes, les taux de fret ont ainsi atteint des sommets durant l'été, jusqu'à 50% de leurs plus hauts historiques. Bien qu'un reflux ait suivi, les niveaux en fin d'année restaient deux à trois fois supérieurs à ceux de l'année précédente.

Les attaques des Houtis en mer Rouge ont contraint les navires à contourner l'Afrique par le cap de Bonne-Espérance, rallongeant les trajets, entraînant des retards et engendrant des besoins massifs de navires. Cette situation a été aggravée par un phénomène de restockage anticipé face aux désordres logistiques et aux menaces de grève dans les ports américains, déclenchant une ruée des importations aux États-Unis. Les exports chinois ont également afflué vers l'Amérique du Sud et le Mexique, porte d'entrée détournée vers les États-Unis.

Des fondamentaux qui plaident pour un reflux des frets.

Au total, un rebond notable des trafics (+6%), plus marqué encore depuis l'Asie, le retour de la congestion portuaire, et surtout l'allongement des routes ont accru de plus de 15% la demande de capacités. Les livraisons record de navires et l'accélération des vitesses auront néanmoins permis d'éviter l'embolie logistique.

LE RETOUR DE TRUMP DEVRAIT REDESSINER LES FLUX DE TRANSPORT INTERNATIONAUX

2025 restera dominée par la géopolitique, sur fond de redistribution des alliances opérationnelles et de capacités croissantes.

C'est d'abord la surenchère protectionniste américaine qui plonge le secteur dans une incertitude inédite. Quelle sera la traduction effective des mesures annoncées, sur quel calendrier et avec quelle pérennité, sachant qu'elles pourraient donner lieu à représailles ou à négociations ? Des droits de douane à 60% frappant la Chine ont été évoqués, 10% s'ajoutant dès février aux droits existants. Le Mexique et le Canada sont également ciblés (25%), et les autres pays menacés de taxes d'au moins 10 à 20%.

Chiffres clés

↓ 91 %

BAISSE DES CAPACITÉS
CONTENEURS TRANSITANT
PAR LE CANAL DE SUEZ
SUR UN AN EN NOV. 2024
(SELON LINERLYTICA)

↑ 6 %

AUGMENTATION ESTIMÉE
DES TRAFICS EN 2024

↑ 150 %

AUGMENTATION MOYENNE EN 2024
DES TAUX DE FRET SPOT
DÉPART SHANGHAI

Quoi qu'il en soit, le découplage sino-américain devrait s'accélérer. Depuis 2017, la part chinoise des imports conteneurisés américains s'est réduite de 47% à 39%, au profit de pays comme le Vietnam ou la Thaïlande. Un déplacement plus radical des chaînes de valeur globales se dessine, motivé également par des stratégies de diversification « China + ONE » ou de *nearshoring*³ pour limiter les risques d'approvisionnement. La Chine, en proie aux surcapacités, s'efforcera d'intensifier ses exports et ses investissements vers les pays tiers afin de contourner les barrières. À moyen terme, si certaines routes pourraient en profiter, le choc protectionniste risque d'affaiblir la demande nord-américaine, qui pèse plus d'un quart des trafics intercontinentaux et dont les fortes fluctuations dictent largement l'évolution des frets.

Dans l'immédiat, après la baisse saisonnière qui suit le Nouvel An chinois, les taux de fret pourraient être soutenus par des vagues d'importations précédant chaque nouvelle application de droits de douane.

Sur le front opérationnel, les tensions sociales se déplacent dans les ports européens (Rotterdam, grèves perlées en France). La reconfiguration des réseaux d'alliances entre transporteurs dont le nombre est passé de trois à quatre en février, ajoute également une dose d'incertitude logistique. La décision du leader MSC d'opérer en autonomie a conduit à la création de deux nouvelles alliances. L'une d'elles, Gemini (Maersk et Hapag Lloyd) innove avec un réseau *Hub and spoke*⁴ qui devra faire ses preuves.

Seule demeure inchangée l'Alliance Ocean, incluant CMA CGM et le chinois Cosco, dont la désignation aux États-Unis « comme entreprise liée à l'armée chinoise » ne devrait pas affecter les opérations.

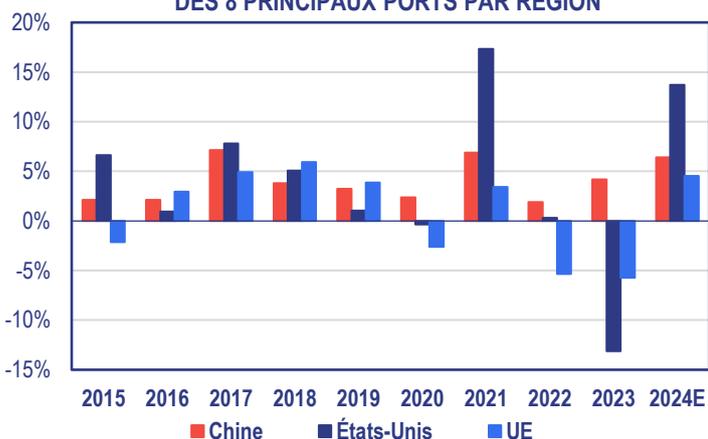
UNE PERSPECTIVE DE REPRISE DES TRANSITS EN MER ROUGE QUI S'ÉLOIGNE À NOUVEAU

La crise au Proche et Moyen-Orient est un autre enjeu majeur. Une reprise de la navigation en mer Rouge entraînerait une réapparition de la suroffre et une correction des frets. Le parti pris américain sur Gaza et les menaces réitérées des Houtis éloignent désormais cette perspective. Malgré l'annonce, au début de la trêve, d'une suspension des attaques sur les navires non liés à Israël, les transporteurs jugeaient du reste le passage toujours trop risqué.

Le secteur pourrait finir par être rattrapé par des fondamentaux qui plaident pour un reflux des taux de fret. Les trafics devraient ralentir en raison du haut niveau des stocks et, à terme, de la montée du protectionnisme. En outre, les livraisons de navires, moins fortes qu'en 2024, resteront soutenues à moyen terme. Le renouvellement à prévoir des flottes et leur adaptation à l'emploi de carburants moins carbonés ont déclenché l'an passé une nouvelle vague de commandes, avec des livraisons prévues jusqu'en 2030.

Pour les transporteurs, le spectre d'un retour des surcapacités n'est donc pas écarté. Ils conservent pour y faire face des leviers d'ajustement de l'offre tels que le ralentissement des navires, les démolitions, ou la gestion dynamique des capacités.

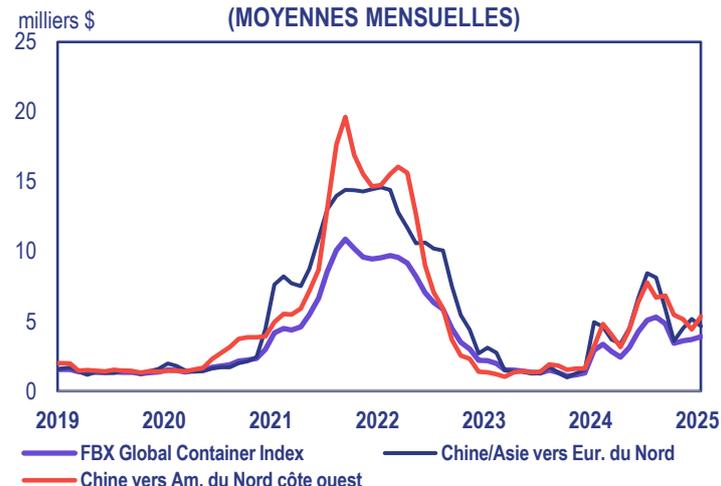
ÉVOLUTION DU TRAFIC CONTENEUR CUMULÉ DES 8 PRINCIPAUX PORTS PAR RÉGION



Sources : autorités portuaires, Bloomberg, divers, Crédit Agricole S.A. / ECO

Contactez l'auteur : bertrand.gavaudan@credit-agricole-sa.fr

PRIX DU TRANSPORT D'UN CONTENEUR 40 PIEDS (MOYENNES MENSUELLES)



Sources : Eikon, Freightos, Crédit Agricole S.A. / ECO

³ *Nearshoring* : consiste à relocaliser une activité ou une source d'approvisionnement dans un pays proche du marché final.

⁴ *Hub and spoke* : les lignes principales ne desservent que quelques grands ports, reliés aux autres par des navires plus petits.

Métaux critiques, métaux politiques

Alors que les hypothétiques droits de douane de la nouvelle administration Trump cristallisent l'attention des marchés, les métaux n'auront pas eu à attendre 2025 pour connaître les affres de l'interventionnisme.

Guillaume Stechmann

NAVIGUER ENTRE LES PROTECTIONNISMES

C'est en effet bien sous l'administration Biden que le Bureau du représentant américain au Commerce, au grès des révisions de la section 301 de la loi sur le commerce extérieur, aura initié en 2024 une augmentation substantielle des droits de douane à l'importation de matières premières critiques chinoises. Parmi elles, acier, aluminium, chrome, indium, tantale ou encore tungstène, se sont vus imposés des *tariffs* de 25%, avec l'objectif affiché d'encourager au développement de chaînes d'approvisionnement alternatives et de capacités de production locales. Ces mesures font également échos aux restrictions d'exportation chinoises de 2023 – converties en interdiction en fin 2024 – sur le gallium et le germanium, utilisés principalement en électronique, et l'antimoine. Souffrant déjà de tensions sur son approvisionnement, cette annonce aura contribué à catapulter les cours de l'antimoine et de ses composés – critiques notamment du fait de ses utilisations dans le secteur de la défense et de l'énergie – à des niveaux jamais envisagés jusqu'alors.

Les acteurs du secteur auront à cœur de peser dans l'élaboration du plan d'urgence pour l'acier de la Commission européenne.

En Europe, c'est l'argument du manque de renforts protectionnistes, espérés par un secteur sidérurgique victime d'une demande atone et de taux d'importations historiquement élevés, qui est avancé pour remettre en cause ses engagements de décarbonation. La fin de la phase de test du mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (CBAM) en 2025 et son entrée en phase opérationnelle en janvier 2026 marqueront en effet le début de l'épuisement progressif de l'allocation de quotas d'émission de CO₂ « gratuits ». Soucieux de garantir leur compétitivité, les acteurs du secteur auront à cœur de peser dans l'élaboration du plan d'urgence pour l'acier de la Commission européenne, attendu en février, dans un contexte de probable retour des droits de douane américains sur l'acier et l'aluminium européen. *A contrario*, outre-Atlantique, c'est un trop plein d'« ingérence » de l'administration Biden que dénoncent les aciéristes japonais Nippon Steel et l'américain US Steel, dont le mariage à 15 milliards d'euros semble pour le moment compromis par un blocage présidentiel, au motif invoqué de « sécurité nationale ».

Chiffres clés

↑ 250 %

ÉVOLUTION DES PRIX DE L'ANTIMOINE SUR L'ANNÉE 2024

↑ 25 %

DROITS DOUANIERS IMPOSÉS PAR LES ÉTATS-UNIS SUR LES IMPORTATIONS CHINOISES DE CERTAINS MÉTAUX EN 2024

90 %

PART DE LA CHINE DANS LES CAPACITÉS MONDIALES DE RAFFINAGE DE TERRES RARES

REGAINS DE TENSION SUR LES TERRES RARES

Longtemps symboles de la géopolitique des métaux critiques, les terres rares ont connu cette année des conditions de marché difficiles. Les cours restent à des niveaux bas, dans un contexte d'accroissement des quotas de productions chinois. Le non-alignement de l'offre avec la demande, handicapée par l'inertie économique du pays, tend à pénaliser le développement de chaînes de valeur hors de Chine, tout en bénéficiant à l'industrie de l'automobile électrique locale. Toujours conscient de sa mainmise sur le marché, le Conseil des affaires de l'État chinois publiait en milieu d'année un décret stipulant que « les ressources de terres rares appartiennent à l'État », continuant ainsi d'entretenir le spectre d'une limitation des exportations. Aux États-Unis, qui jusqu'alors continuaient d'exporter leur production vers les unités d'affinage chinoises, les premières tonnes de terres rares sous forme métallique viennent d'être produites dans un complexe Texan au nom voulu comme prophétique : *Independance*.

Les tensions sur la chaîne de valeur persistent également hors de Chine. La poursuite du conflit armé au Kachin birman, source importante de terres rares lourdes, et la prise de contrôle de la région par les forces indépendantistes en octobre a déclenché la mise en place d'un embargo chinois strict, remettant ainsi en question la disponibilité de la ressource locale sur le marché à court et moyen termes.

Dès lors, la diversification des sources d'approvisionnement apparaît de plus en plus prégnante. Parmi elles, le projet de Tanbreez, un gisement massif notamment riche en terres rares lourdes, situé au Groenland et récemment acquis par un groupe américain, continuera sans doute de nourrir l'intérêt américain pour l'Île danoise. En Europe, des initiatives prennent formes en matière d'affinage et de production et recyclage d'aimants permanents, notamment en France et en Estonie, dans le sillon du *Critical Raw Materials Act* adopté en début d'année, qui devront cependant survivre à la pression sur les prix imposée par la Chine.

Dernière question en suspens : le devenir de l'accès aux ressources russes, dans l'hypothèse d'une fin du conflit en Ukraine, qui ne manquera pas d'ajouter à la volatilité de marchés plus que jamais conditionnés à la géopolitique.



Sources : Refinitiv Eikon, Crédit Agricole S.A. / ECO



Sources : Shanghai Metal Market, Crédit Agricole S.A. / ECO

Contactez l'auteur : guillaume.stechmann@credit-agricole-sa.fr

L'intelligence artificielle bouscule le cycle de l'industrie

L'industrie des semi-conducteurs, très intégrée à ses débuts dans les années 1950, s'est progressivement fragmentée. Il en résulte aujourd'hui une chaîne de valeur complexe, mondialisée et déséquilibrée, qui se caractérise par trois catégories d'activités : la conception puis la fabrication, en amont (*front-end*), et l'assemblage, test et packaging (ATP) en aval (*back-end*). Son centre de gravité penche fortement vers l'Asie qui concentre 88% de la capacité mondiale des fonderies.

Rabindra Rengaradjalou

Après un bas de cycle et un recul des revenus de -11,7% en 2023 pour atteindre 530 Md\$, le secteur a progressivement inversé la tendance en 2024. Les revenus sont anticipés à 626 Md\$ en 2024, avec une accélération sur les trois derniers trimestres, se traduisant par une croissance de 18,1% par rapport à 2023. Un rebond qui est principalement lié à la demande explosive de puces dédiées à l'intelligence artificielle (IA), plus précisément les processeurs graphiques (GPU) pour les data centers et les puces mémoires, DRAM, notamment large bande (HBM), et NAND. Les prix moyens de ces composants ont connu une hausse de plus de 50% en 2024, la plus forte depuis leur point bas en 2023.

POURSUITE DU REBOND AVEC 705 MILLIARDS \$ DE REVENUS EN VUE

Le rebond entamé en 2024 se poursuivra en 2025 avec des revenus anticipés à 705 Md\$ et une croissance de 12,7% par rapport à 2024. La demande de puces IA, plus spécifiquement les GPU, et de mémoires large bande ou *High-Bandwidth Memory* (HBM), reste le moteur de la croissance, reléguant toute amélioration de la

demande dans les autres segments au second plan. Le taux mondial d'utilisation des fonderies est anticipé à 80% à fin 2025, malgré un plus bas autour de 74% au T2 2025.

LA SUPRÉMATIE TECHNOLOGIQUE AU PRIX D'UNE SUPPLY CHAIN PLUS RÉILIENTE

L'épisode du Covid-19 en 2020 a révélé une *supply chain* certes mondialisée mais déséquilibrée, avec 88% des capacités de fabrication ou fonderies concentrées aujourd'hui en Asie. Taïwan en détient la majorité avec 47% tandis que la Chine, qui accroît progressivement ses capacités, en contrôle 26%. La fabrication des puces à haute technologie, caractérisée par une grande finesse de gravure (entre 1nm et 5nm), est même concentrée à plus de 90% à Taïwan. Les activités de conception des puces et de propriété intellectuelle (IP) et ses acteurs en amont de la *supply chain* se trouvent encore majoritairement aux États-Unis (près de 70%) et en

La demande croissante de puces IA et mémoires éclipse le reste du marché.

Chiffres clés

80 %

TAUX MONDIAL
D'UTILISATION ANTICIPÉ
DES FONDERIES AU T4 2025

768 MD\$

REVENUS ANTICIPÉS
DU SECTEUR EN 2026

181 MD\$

CAPEX GLOBAL EN 2025

Europe (environ 20%). Quant aux activités d'ATP en aval, elles sont localisées à plus de 80% en Asie, principalement en Chine.

Cette configuration engendre une forte dépendance de la plupart des secteurs industriels aux principales fonderies en Asie, telles que celles des taïwanais TSMC, UMC, des coréens Samsung et SK Hynix, du chinois SMIC, ainsi qu'aux États-Unis avec Global Foundries. Il est à noter que ces fonderies nécessitent elles-mêmes des équipements sophistiqués de gravure par lithographie des transistors sur les galettes de silicium. Parmi les principaux fournisseurs de tels équipements, on peut citer le leader mondial, ASML, entreprise européenne basée aux Pays-Bas. Le reste du top 5 est constitué de trois acteurs américains – Applied Materials, Lam Research et KLA Corp. – et un acteur japonais – Tokyo Electron. ASML a même le monopole à ce jour des équipements de gravure fine, de 7nm et moins, par lithographie EUV (ultraviolet extrême).

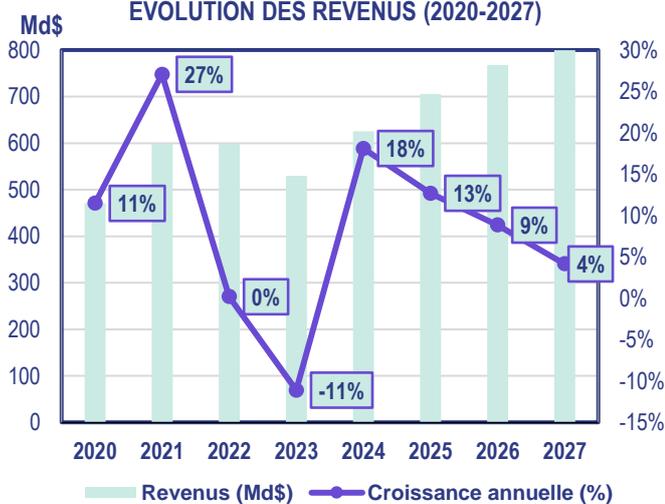
Cette structure illustre bien une chaîne de valeur fragmentée et mondialisée, soulignant l'interdépendance des principaux acteurs et des pays leaders dans cette industrie – Chine, Corée du Sud, États-Unis, Japon, Taïwan, Union européenne (UE). L'industrie des semi-conducteurs se distingue aussi par sa forte intensité capitalistique, avec des investissements annuels pesant environ 25% des revenus.

En 2024, les capex au niveau mondial ont atteint 176 Md\$ et sont prévus en hausse de 3% en 2025, à 181 Md\$. Un projet de fonderie peut se chiffrer en dizaines de milliards de dollars et sa réalisation peut prendre entre 18 mois et 4 ans.

Chaque équipement de gravure par lithographie coûte au moins 100 M\$, jusqu'à 400 M\$ pour les plus sophistiqués.

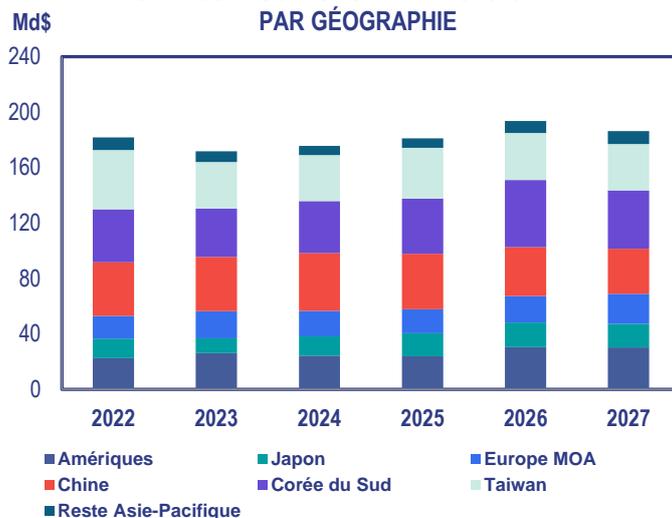
Dans un contexte de tensions géopolitiques croissantes, où les États-Unis et la Chine sont engagés dans une course à la suprématie technologique et à l'autonomie stratégique, tous les pays leaders œuvrent à renforcer leur autonomie même partielle en matière de fabrication des puces électroniques, particulièrement celles à haute technologie. De nombreux projets sont engagés, comme ceux de TSMC aux États-Unis, en Europe et au Japon, ou de Samsung aux États-Unis. Le caractère stratégique du secteur et les investissements colossaux requis justifient les plans de soutien publics massifs en cours, pouvant être complétés par des fonds privés : le CHIPS Act de 52 Md\$ aux États-Unis depuis 2022, l'EU CHIPS Act de 43 Md€ en Europe, le 14^e plan quinquennal chinois doté de 142 Md\$ jusqu'en 2025 ; les autres leaders asiatiques ne sont pas en reste tels Taïwan (16 Md\$), la Corée du Sud (55 Md\$), ainsi que le Japon (17,5 Md\$).

MARCHÉ MONDIAL DES SEMI-CONDUCTEURS : ÉVOLUTION DES REVENUS (2020-2027)



Sources : Gartner (déc. 2023), Crédit Agricole SA / ECO

SEMI-CONDUCTEURS : DÉPENSES CAPEX PAR GÉOGRAPHIE



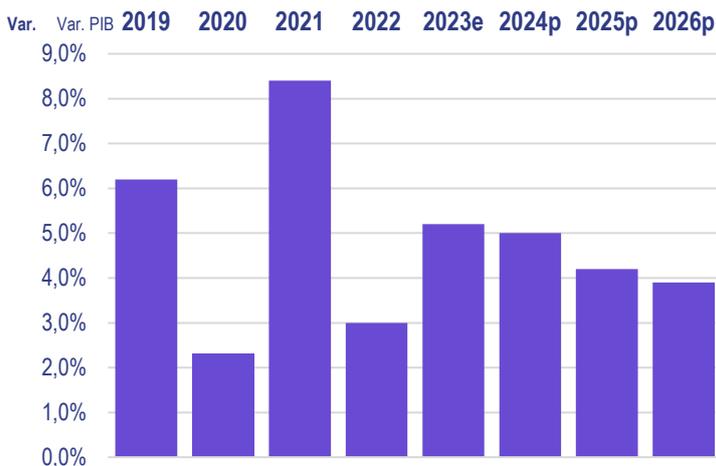
Sources : Gartner (déc. 2023), Crédit Agricole SA / ECO

Contactez l'auteur : rabindra.renqaradialou@credit-agricole-sa.fr

CHINE

Le modèle chinois face à ses limites

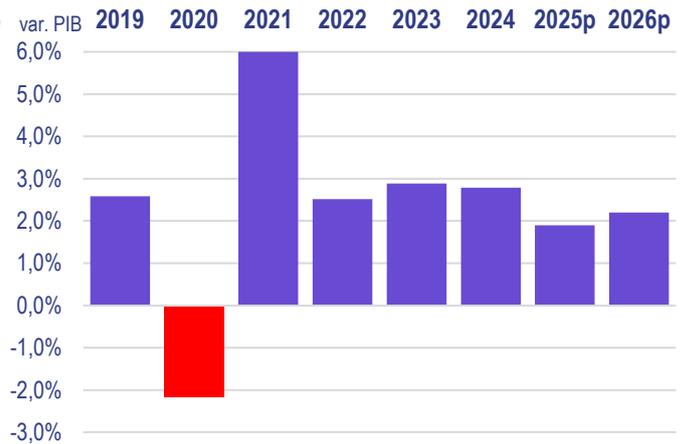
La Chine a beau avoir – officiellement – atteint la cible de croissance, qu'elle avait fixée à 5%, en 2024, les inquiétudes autour de la solidité et surtout de la soutenabilité de son modèle économique ne se sont pas dissipées. La crise immobilière est encore loin d'être réglée : c'est tout juste si les volumes de transaction et les mises en chantier commencent à se stabiliser. Les prix continuent eux aussi de s'ajuster – à la baisse – créant un effet de richesse négatif pour des ménages. Consommation en berne, chômage des jeunes, stagnation des salaires et du pouvoir d'achat, investissement privé plombé par l'immobilier et un pouvoir politique accroissant son contrôle sont autant de facteurs de risques à surveiller. S'ajoute maintenant l'incertitude liée au retour de Donald Trump, qui pourrait peser sur les exportations et la production industrielle.



ÉTATS-UNIS

En 2025, la croissance fléchirait mais resterait encore solide

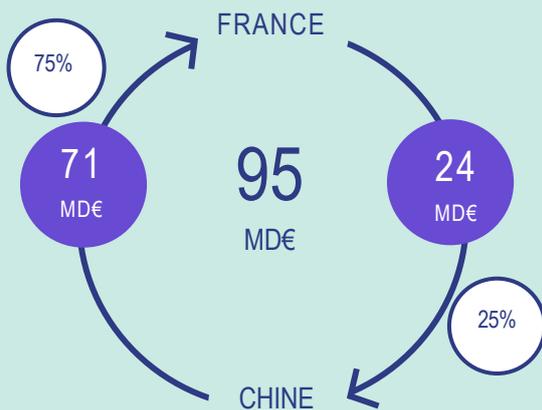
La croissance américaine est restée soutenue en 2024, s'établissant à 2,8% en moyenne annuelle après 2,9% en 2023. Un fléchissement est toutefois anticipé pour 2025, mais seulement à un rythme encore solide de 1,9%, avant une remontée à 2,2% en 2026. Ces prévisions reflètent en grande partie notre scénario sur l'enchaînement des réformes sous l'administration Trump. Les hausses des droits de douane devraient être mises en œuvre rapidement, tandis que les réformes positives pour la croissance devraient mettre plus de temps à se concrétiser. Dans l'ensemble, l'impact des réformes devrait être légèrement positif pour la croissance américaine, le coup de pouce d'une politique fiscale agressive axée sur les réductions d'impôts et la déréglementation faisant plus que compenser l'impact négatif des hausses des tarifs douaniers et d'une politique d'immigration plus stricte.



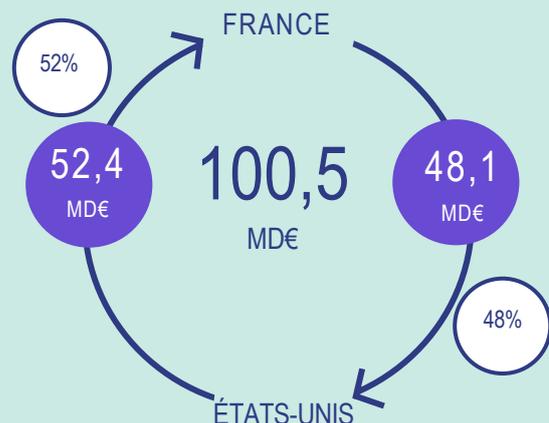
ÉCHANGES

Sources : Douanes, Crédit Agricole S.A. / ECO

CHINE / FRANCE 95 MD€ (12 DERNIERS MOIS)



ÉTATS-UNIS / FRANCE 100,5 MD€ (12 DERNIERS MOIS)

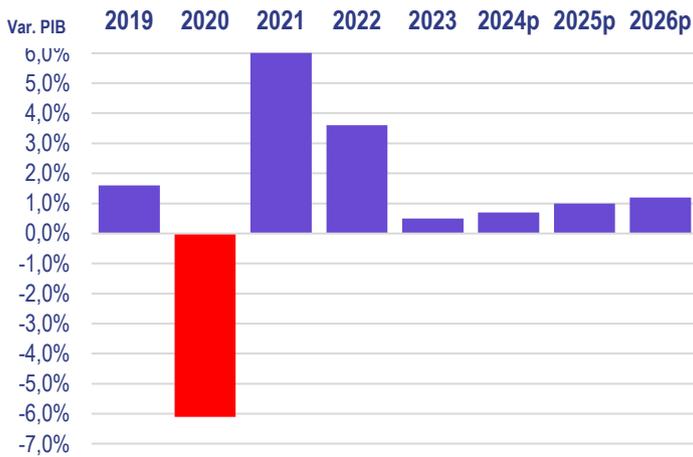


ZONE EURO

Une reprise poussive à un rythme inférieur au potentiel

La croissance en zone euro a connu une légère accélération au cours de l'été 2024 et malgré la pause de fin d'année a progressé au rythme de +0,7% en moyenne annuelle après +0,5% en 2023.

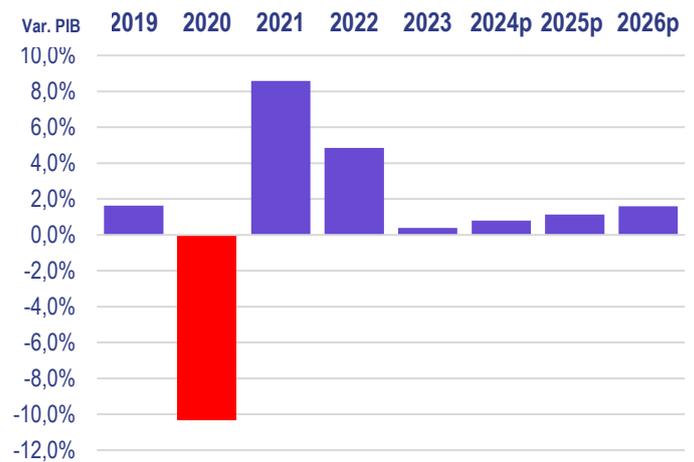
Le redressement de la consommation des ménages acté au cours de l'été a été permis par le processus de désinflation qui a porté l'inflation à 2,4% induisant des gains de pouvoir d'achat et une légère baisse du taux d'épargne. En revanche, l'investissement a été en repli marqué sur l'année dans toutes ses composantes à l'exception du BTP. Nous prévoyons une accélération modérée en 2025 (+1%) tirée par la consommation des ménages, tandis que la reprise de l'investissement serait reportée à 2026.



ROYAUME-UNI

Pas de « free lunch »

Les perspectives de l'économie britannique se sont détériorées depuis le budget du 31 octobre 2024. Les conditions financières se sont nettement resserrées et la livre sterling s'est fortement dépréciée. Les hausses d'impôts et de taxes annoncées par le gouvernement travailliste et la hausse des anticipations d'inflation et de taux provoquées par l'assouplissement budgétaire plus important que prévu (venant gonfler la dette), ont suscité le pessimisme des entreprises du secteur privé. Nous avons revu à la baisse nos prévisions de consommation des ménages, d'investissement productif et d'emploi. Nous anticipons une croissance de 0,8% et de 1,1% respectivement en 2024 et 2025, après 0,4% en 2023, suivies par une légère accélération à 1,6% en 2026. Les risques semblent orientés à la baisse par rapport à ces prévisions déjà prudentes.

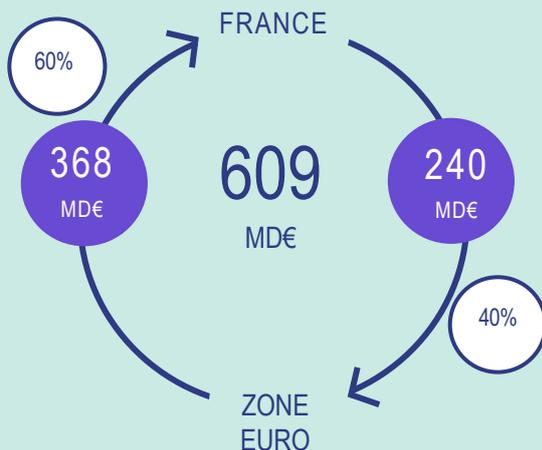


ÉCHANGES

Sources : Douanes, Crédit Agricole S.A. / ECO

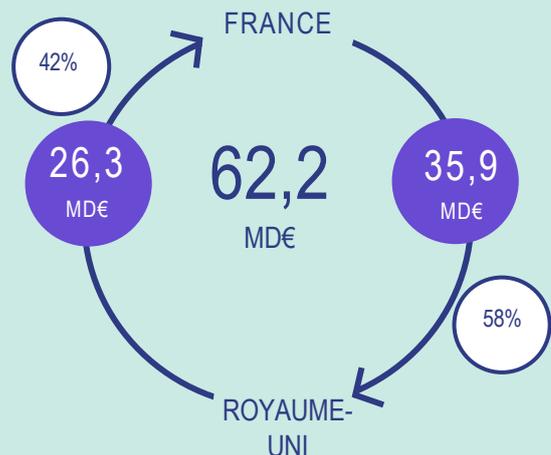
ZONE EURO / FRANCE

609 MD€ (10 DERNIERS MOIS)



ROYAUME-UNI / FRANCE

62,2 MD€ (12 DERNIERS MOIS)



The top half of the page features a dark blue background with a stylized map of France in a lighter blue shade. Overlaid on the map and extending across the page are various economic data visualizations, including line graphs with circular markers and bar charts. The text 'TOUR DE FRANCE ÉCONOMIQUE' is written in large, white, sans-serif capital letters, positioned vertically across the center of the map.

TOUR DE FRANCE ÉCONOMIQUE

ÉCONOMIE | 19

FINANCEMENT | 23

TABLEAU DE BORD

Emploi | 26

Consommation-Commerce | 28

La croissance fragilisée par l'incertitude

Après l'année 2024 où l'activité a pu continuer de croître à un rythme modéré, elle serait freinée en 2025 par le climat d'incertitude. Ses deux principaux moteurs de l'an dernier s'enrayeraient, tandis que la consommation des ménages peinerait à accélérer, et que l'investissement ne redémarrerait qu'en 2026.

Marianne Picard

UNE CROISSANCE MODÉRÉE EN 2024, PORTÉE PAR LE COMMERCE EXTÉRIEUR ET LE SECTEUR PUBLIC

En 2024, la croissance s'est stabilisée à un niveau modéré, à 1,1%, comme en 2023. En réalité, ce sont le commerce extérieur et la consommation ainsi que l'investissement public qui l'ont portée, tandis que la demande intérieure privée (hors stocks) est restée atone. Les dépenses de consommation des administrations publiques (APU) ont en effet nettement accéléré en volume en 2024, et leur investissement est resté relativement dynamique. Les exportations ont légèrement augmenté sur l'année, tandis que les importations se sont légèrement repliées.

Du côté de la demande intérieure privée, la consommation des ménages a certes augmenté autant qu'en 2023, mais à un rythme qui reste faible en perspective historique, surtout au regard de la forte désinflation connue en 2024. L'inflation en moyenne annuelle a en effet diminué à 2% au sens de l'indice des prix à la consommation, après 4,9% l'année précédente. L'investissement privé s'est pour sa part nettement replié, en lien avec le resserrement passé des conditions financières qui l'a fortement pénalisé. L'investissement des ménages a ainsi connu sa troisième année de baisse consécutive en volume, tandis que l'investissement des entreprises non financières a reculé pour la première fois depuis 2012, hormis sa baisse en 2020 pendant la crise sanitaire. Le phénomène de déstockage observé au tournant des années 2023 et 2024 a également significativement pesé sur la croissance annuelle.

En rythme trimestriel, l'activité a accéléré au troisième trimestre, avec une croissance de 0,4% après +0,2% par trimestre au premier semestre, dopée par l'effet des Jeux olympiques et paralympiques de Paris (JOP) qui a été estimé à 0,2 point. Le contrecoup de cet effet JOP explique

une légère baisse de l'activité au quatrième trimestre (-0,1%).

LES FACTEURS DE RALENTISSEMENT DEVRAIENT DOMINER EN 2025

En 2025, certains facteurs soutiendraient l'activité. Le processus de désinflation devrait se poursuivre, avec une inflation à 1,1% en moyenne annuelle au sens de l'IPC. Les salaires moyens sont restés dynamiques en 2024, ce qui leur a permis de progresser en termes réels, après plusieurs années de stagnation ou de baisse. Ils continueraient de progresser davantage que les prix en 2025, ce qui soutiendrait la consommation des ménages. En effet, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) des ménages augmenterait, et un effet de composition serait également à l'œuvre car les revenus du travail sont proportionnellement moins épargnés que ceux du capital qui avaient été très dynamiques en 2023.

Les Jeux olympiques de Paris ont temporairement dopé l'activité.

Le phénomène de normalisation monétaire pourrait apporter un peu d'air à l'investissement. La Banque centrale européenne (BCE) a en effet commencé à abaisser ses taux d'intérêt directeurs en juin 2024. La politique monétaire reste toutefois restrictive à ce stade, et elle ne serait légèrement accommodante qu'à partir du deuxième trimestre 2025. Le délai de transmission de la politique monétaire étant long (plusieurs trimestres), cet effet toutefois ne jouerait vraiment sur l'investissement qu'en 2026.

Le contexte de forte incertitude, tant sur le volet politique national que sur celui des politiques commerciales internationales, devrait toutefois peser sur la croissance en 2025, avec des attitudes plus attentistes des ménages en termes de consommation et pour les entreprises en termes d'investissement et d'embauche. La consommation

des ménages accélérerait à peine, avec un taux d'épargne qui resterait très élevé, et l'investissement resterait globalement stable en moyenne annuelle.

DES MOTEURS DE LA CROISSANCE DE 2024 QUI S'ENRAYERAIENT EN 2025

En 2025, le commerce extérieur ne contribuerait plus à la croissance. Le potentiel de hausse des exportations est en effet assez limité, avec une demande des principaux partenaires commerciaux qui devrait rester peu dynamique. Certains secteurs spécifiques, comme l'aéronautique, pourraient

Nous tablons sur un déficit qui resterait proche de 6% du PIB en 2025.

connaître un certain rattrapage, mais la croissance des exportations serait dans l'ensemble limitée. Les importations devraient également

progresser un peu, en ligne avec l'augmentation de la consommation des ménages.

Par ailleurs, les moteurs publics de la croissance de 2024 ne seraient plus à l'œuvre, du moins plus dans la même ampleur. Les dépenses de consommation des APU ralentiraient en effet nettement en volume, tandis que leur investissement serait quasi stable.

UNE FORTE DÉRIVE DU DÉFICIT PUBLIC QU'IL RESTE À JUGULER

Le ratio de déficit public a encore augmenté en 2025. Il devrait s'établir à environ 6% du PIB, après 5,5% en 2024 (ce qui constituait déjà une dérive), soit bien plus que les prévisions du gouvernement à l'automne 2023 (4,4%) ou même au printemps 2024 (5,1%).

La France est entrée en procédure pour déficit excessif en 2024, et s'est engagée sur une trajectoire de redressement de ses finances publiques à moyen terme auprès de l'exécutif européen, avec une réduction du déficit sous les 3% du PIB à horizon 2029. Ce plan a été légèrement amendé à la suite de la censure du gouvernement Barnier, avec une première marche un peu moins haute pour 2025 : une cible de déficit de 5,4% du PIB (contre 5% dans le projet de loi de finances Barnier), ce qui reste ambitieux. Nous restons assez sceptiques sur cette

cible, étant donné le contenu de la loi de finances récemment votée pour cette année, et le contexte macroéconomique. Nous tablons pour notre part sur un déficit qui resterait assez proche de 6% du PIB en 2025. Ce niveau élevé de déficit public se traduirait par une hausse de la dette publique à près de 117% du PIB fin 2025.

Chiffres clés

↑ 0,8 %

CROISSANCE DU PIB
ATTENDUE EN 2025
(EN VOLUME)

1,1 %

INFLATION EN MOYENNE
ANNUELLE PRÉVUE
POUR 2025
(AU SENS DE L'IPC)

↑ 1,1 %

HAUSSE DE LA CONSOMMATION
DES MÉNAGES ANTICIPÉE
EN 2025

UN CONTEXTE CHAHUTÉ POUR LES ENTREPRISES

L'assouplissement relatif de la politique monétaire se traduira à terme par des conditions de financement plus accommodantes pour les entreprises. En 2025, celles-ci resteront toutefois relativement contraignantes. La forte incertitude rend les entreprises plus frileuses en matière d'investissement et d'embauche. L'investissement des entreprises serait donc stable sur l'année, et l'emploi ralentirait nettement.

Le taux de marge des sociétés non financières (SNF) s'est établi à près de 32% en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année 2024, soit sensiblement plus qu'avant la crise sanitaire (30,5% en moyenne en 2018-2019). En prévision, le taux de marge des SNF diminuerait un peu, en lien avec un coût réel du travail plus dynamique que la productivité, mais il resterait à un niveau confortable, à un peu plus de 31% fin 2025.

LA FORTE HAUSSE DES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES MASQUE UN BON RENOUVELLEMENT DU TISSU PRODUCTIF

Les défaillances d'entreprises ont beaucoup augmenté depuis 2022. Cette hausse résulte en premier lieu d'un processus de normalisation et de rattrapage, après une période en 2020 et en 2021 où les soutiens publics massifs avaient assuré un maintien assez uniforme du tissu productif, indépendamment de la viabilité individuelle des entreprises aidées. En 2024, le nombre de défaillances d'unités légales a atteint un nouveau record, à près de 66 000 (source : Banque de France). Si la défaillance constitue l'entrée en situation de cessation de paiement, elle ne se traduit pas forcément par une disparition de l'entreprise (dans le cas d'un redressement judiciaire). Le nombre de défaillances d'entreprises pourrait se stabiliser à un niveau élevé en 2025.

Cette forte hausse du nombre de défaillances d'entreprises est à mettre en regard de la forte dynamique de créations à l'œuvre depuis la crise sanitaire. D'après l'Insee, l'année 2024 constitue un nouveau record, avec plus de 1,11 million d'entreprises créées. Même si les entreprises défaillantes ne sont selon toute vraisemblance pas celles qui viennent d'être créées, cette dynamique participe au processus de « destruction créatrice » et au renouvellement du tissu productif.

Chiffres clés

↑ 2,4 %

PROGRESSION DU
SALAIRE MOYEN PAR TÊTE
PRÉVUE EN 2025

6 %

NIVEAU ATTENDU DU DÉFICIT
PUBLIC EN 2025
(EN % DU PIB)

31,1 %

TAUX DE MARGE
DES SNF ANTICIPÉ
POUR 2025

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

	VARIATION ANNUELLE								VARIATION TRIM. 2025			
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025P	T1	T2	T3	T4
PIB USA (r.a.)	2,9	2,6	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	1,9	1,9	1,4	1,2	1,8
PIB Japon	0,8	1,2	-5,2	1,6	1,6	2,0	0,7		0,1	0,1	0,1	0,2
PIB Chine	6,6	6,2	2,3	8,4	3,0	5,2	5,0	4,2	1,0	1,1	1,0	1,0
PIB Zone Euro	1,7	1,6	-6,2	6,3	3,6	0,5	0,7	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3
PIB France, volume (cvs-cjo)	1,6	2,1	-7,6	6,8	2,6	1,1	1,1	0,8	0,2	0,2	0,2	0,3
Consommation des ménages	1,1	1,7	-6,5	5,2	3,0	0,9	0,9	1,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Investissement (FBCF)	3,4	4,2	-6,2	9,6	0,1	0,8	-1,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Variation des stocks (c)	-0,1	0,0	-0,4	-0,6	0,5	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (c)	0,2	0,0	-1,3	0,7	-0,3	0,5	0,9	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
exportations	3,6	2,2	-16,8	11,1	8,4	2,5	1,6	0,6	0,5	0,3	0,3	0,4
importations	3,0	2,1	-12,6	8,0	9,1	0,7	-1,1	1,1	0,5	0,3	0,3	0,3
Production industrielle	0,7	0,5	-10,8	5,3	0,1	0,8	-0,4	0,3				
Taux de chômage (France hors Mayotte)	9,0	8,4	8,0	7,9	7,3	7,3	7,4	7,7	7,6	7,7	7,8	7,8
Inflation IPC (a/a)	1,9	1,1	0,5	1,6	5,2	4,9	2,0	1,1	1,0	0,9	1,1	1,3
Taux de change euro/dollar* (fin de période)	1,13	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,1	1,05	1,05	1,04	1,05	1,07
Pétrole (Brent), \$/BL	71	64	42	71	102	82,5	80,5	78	75	80	80	78

(c) : contribution

(r.a.) : rythme annualisé

* fin de période

Source : Crédit Agricole S.A. / ECO

Hausse modérée de la dette des entreprises en 2024

L'encours de dette des entreprises françaises a connu une croissance assez modérée en 2024. Le taux d'endettement s'est réduit, porté par la hausse de la valeur ajoutée. La dynamique du crédit poursuivra son ralentissement en 2025.

Juba Ihaddaden

SUCCESSION DE CHOCS ET ÉVOLUTIONS VOLATILES DE L'ENCOURS DE CRÉDIT DES ENTREPRISES DEPUIS 2020

L'encours des crédits aux sociétés non financières (SNF) a nettement accéléré en 2020 (13,3% sur un an), puis fortement décéléré en 2021 (3,6%). Ces mouvements reflétaient le succès du PGE, avec des souscriptions massives en 2020 et un net tassement des demandes en 2021. L'encours de crédits de trésorerie aux SNF s'était envolé en 2020, (37,7%) puis a légèrement reculé en 2021 (-2,2%). En 2022, l'encours de crédit s'est redressé (7,4% sur un an), en raison des tensions sur la trésorerie des SNF et de la bonne tenue de l'investissement. L'encours de crédit a ensuite fortement ralenti en 2023, mais reste en hausse de 1,9%, du fait de l'amélioration de la profitabilité des SNF, du ralentissement de l'activité et d'une hausse graduelle des remboursements de PGE. En novembre 2024, sur un an, la croissance de l'encours de crédit a été mesurée (1,7%), conjointement avec la modération de l'activité économique.

HÉTÉROGÉNÉITÉ SELON LA TAILLE DES ENTREPRISES

L'encours de crédits mobilisés par les ETI poursuit son ralentissement (0,9% sur un an en novembre 2024, après 4% en 2023 et 15,2% en 2022). Pour les PME, la croissance est plus modérée depuis 2022 : 1% en novembre 2024 sur un an, après 1,9% en 2023 et en 2022. Au contraire, dans les grandes entreprises, l'encours de crédits mobilisés se rétracte légèrement (-0,2% sur un an en novembre 2024 après -2,7% en 2023 et 21,1% en novembre 2022).

La production de crédits aux SNF sur un an se stabilise en novembre 2024

STABILISATION DE LA PRODUCTION DE CRÉDITS EN 2024

En novembre 2024, la production annuelle de crédits aux SNF progresse modérément par rapport à novembre 2023 : 0,9%, pour s'établir à 318 milliards d'euros, dans un contexte de croissance modérée de l'activité économique. La persistance d'un coût de financement des SNF à des niveaux élevés (4,6% en moyenne sur un an en novembre 2024) freine l'octroi de prêts.

Chiffres clés

137,8 %

TAUX D'ENDETTEMENT
DES SOCIÉTÉS NON
FINANCIÈRES AU T3 2024

↑ 1,7 %

PROGRESSION DE L'ENCOURS
DE CRÉDIT AUX SOCIÉTÉS NON
FINANCIÈRES EN NOVEMBRE 2024

↑ 3,8 %

PROGRESSION DE L'ENCOURS
DE DETTE NETTE DES SOCIÉTÉS NON
FINANCIÈRES AU T3 2024

ARBITRAGES ENTRE FINANCEMENT OBLIGATAIRE ET RECOURS AU CRÉDIT

Après avoir augmenté de 11,4% en 2020, l'encours de titres de marché au passif des SNF a progressé de 1,2% en 2021. Sur ces deux années, les évolutions des crédits bancaires et des financements de marché étaient parallèles. Les encours de titres de marché ont très légèrement baissé en 2022 (-0,3%) et les crédits ont bondi de 7,4%. En 2023, les évolutions des encours de crédits bancaires et des titres de marché se sont rapprochées. Au total, la progression modérée de la dette des SNF (1,3%) a eu lieu avec la hausse généralisée des taux. En novembre 2024, sur un an, les encours de crédit et de titres de marché suivent des évolutions similaires (1,7% et 1,4% respectivement) : les coûts de financement baissent sur un an mais restent à des niveaux élevés.

REPLI DU TAUX D'ENDETTEMENT DEPUIS 2021

Le taux d'endettement des SNF s'est accru de 30 points en 2020, une hausse inédite en seulement une année : il a atteint 164% de la valeur ajoutée (VA) fin 2020, contre 134% fin 2019. Après avoir atteint un plus haut fin 2020, le taux d'endettement s'est continuellement réduit entre début 2021 et début 2024. Il a reculé à 153% à fin 2021, puis 148% à fin 2022 et 137% au T1 2024. En 2021, la progression de l'encours de dette a nettement freiné tandis que la VA des SNF s'est redressée de 9,8% en valeur, avec la reprise économique. En 2022, l'encours de dette a crû de 4,6% alors que la VA des SNF en valeur a poursuivi sa progression à un rythme soutenu de 8,4%.

En 2023, le processus s'est consolidé, la dette des SNF ne progressant que de 1,3% lorsque leur VA s'est appréciée de 8,2%. Au T3 2024, le taux d'endettement a atteint 137,8% après une légère hausse à 139,1% au T2 2024. Ce léger repli est lié à la moindre progression de l'endettement des SNF (1,5% sur un an au T3 2024) par rapport à la VA en valeur (2,9%).

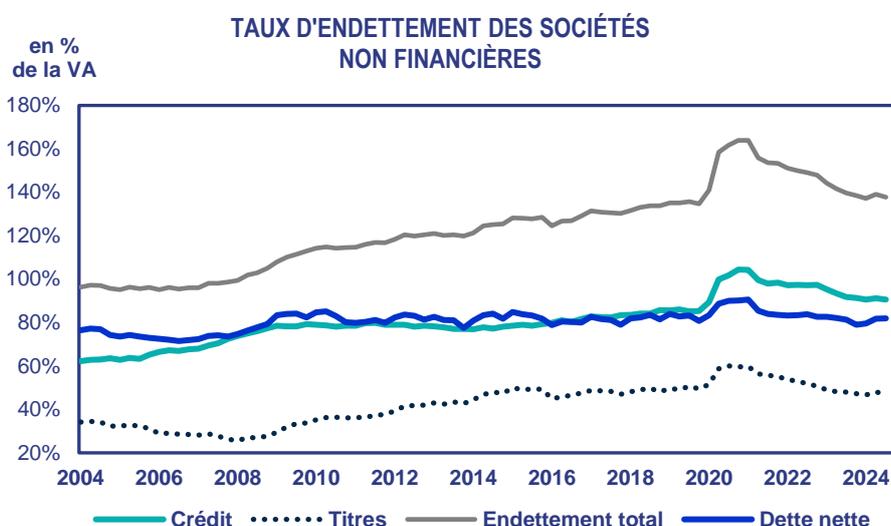
LÉGÈRE HAUSSE DE LA DETTE NETTE SUR UN AN AU T3 2024

Après avoir progressé de 3% en 2020, la dette nette s'est accrue de 1,8% en 2021 : le recours marqué des SNF à la dette a été consacré à la constitution de réserves de cash.

En 2022, la dette nette a accéléré (7,8%), du fait de la progression de 4,6%

Un taux d'endettement à 137,8% au T3 2024

de la dette brute et de l'évolution modérée des dépôts (1,5%). En 2023, les SNF ont commencé à utiliser leurs numéraires et dépôts pour faire face aux besoins de trésorerie. Dans un contexte de hausse des taux de rémunération des dépôts à terme, un arbitrage vers ces placements s'est également produit, en défaveur des dépôts à vue. Le repli de 1,5% des dépôts, combiné à un redémarrage modéré de la dette brute (1,3%), a conduit à une hausse de 3,5% de leur dette nette. Au T3 2024, sur un an, la dette nette est en hausse de 3,8%, du fait de la reprise de l'endettement des SNF (2,5%) et de la stagnation de leurs dépôts (0,4%). Le ratio dette nette sur VA est plutôt stable et atteint 85,1% au T3 2024.



Dernier point observé : T3 2024

Sources : Banque de France, Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

CROISSANCE DE L'ENCOURS DE CRÉDIT FREINÉE PAR LE RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE EN 2025

La décélération de l'activité économique en 2025, provoquée par les incertitudes politique et géopolitique, conduira les agents à adopter des comportements attentistes. Les entreprises devraient différer leurs embauches et leur investissement malgré la baisse progressive du coût de leur financement.

L'encours de crédit devrait globalement stagner en 2025, avec une dynamique de crédit à l'investissement à la peine et des crédits de trésorerie qui se stabiliseraient.

GLOSSAIRE

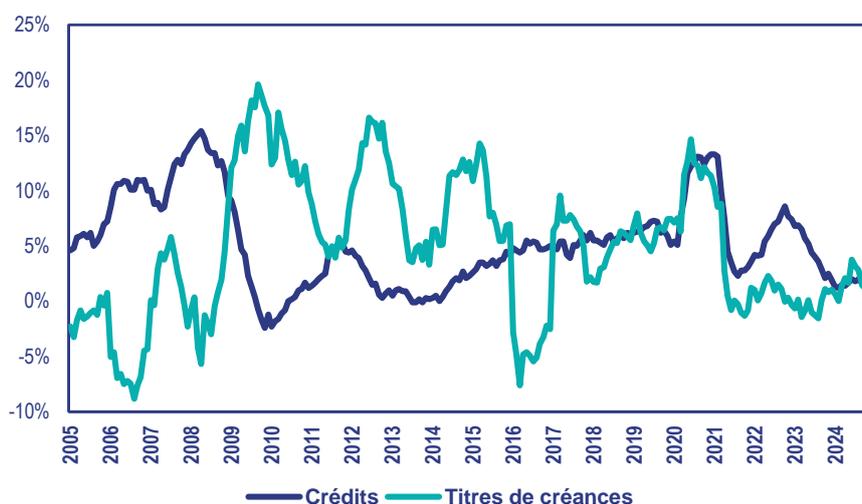
PGE : prêts garantis par l'État, mis en place en 2020 pour soutenir la trésorerie des entreprises fragilisées par la crise sanitaire. Au 1^{er} novembre 2024, plus de 92 Md€ de PGE ont été remboursés par les TPE, PME et ETI (71% des sommes prêtées). Le remboursement a été plus rapide pour les grandes entreprises : 92% du montant des PGE accordés a été remboursé au 1^{er} décembre 2024 (soit 1,4 Md€ à rembourser). Des études récentes montrent que les entreprises à risque sur le remboursement des PGE ne détiennent que 4% de l'encours restant à acquitter.

Titres de marché : obligations et titres à court terme émis par les entreprises.

Taux d'endettement : (Titres de dette + crédits) / Valeur ajoutée.

Dette nette : encours de dette diminué de placements de trésorerie (dépôts à vue et dépôts à terme).

ENCOURS D'ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES



Dernier point observé : Novembre 2024

Sources : Banque de France, Crédit Agricole S.A. / ECO

Contacteur l'auteur : juba.ihaddaden@credit-agricole-sa.fr

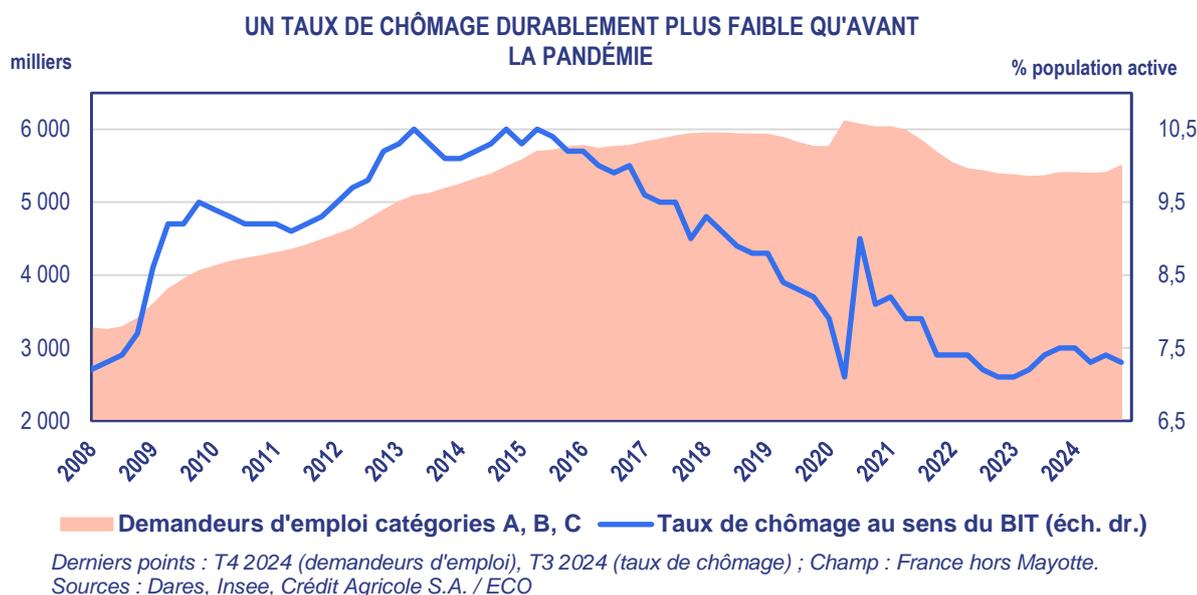
Un emploi en ralentissement, mais résilient

L'emploi a bien ralenti en 2024, mais il s'est montré résilient, avec des créations nettes d'emplois sur l'année. Compte tenu de la croissance de la population active, cela s'est traduit par une légère hausse du taux de chômage, qui reste très modérée.

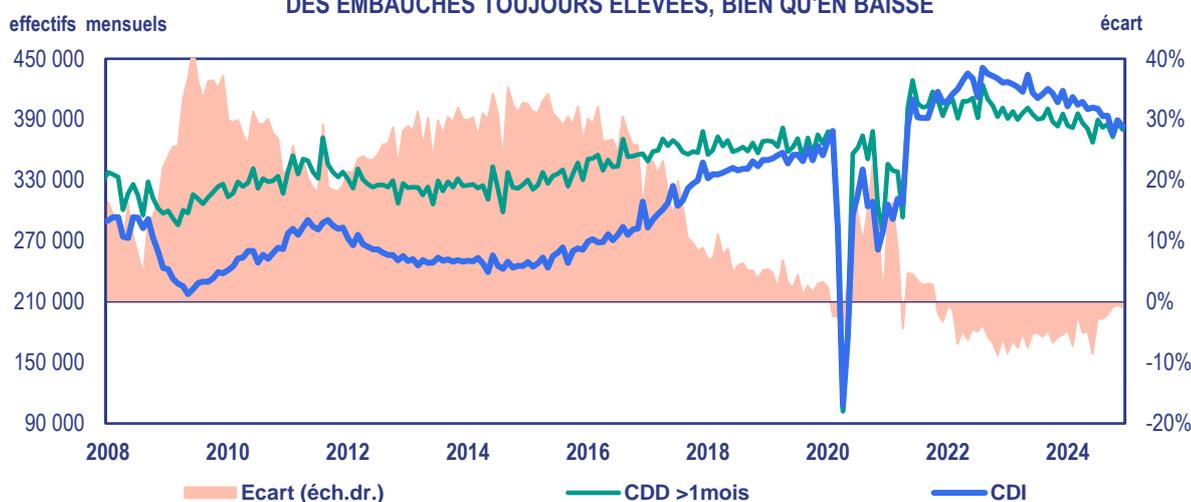
Marianne Picard

DE NOUVELLES CRÉATIONS D'EMPLOIS EN 2024

Alors que l'activité économique a fortement ralenti depuis 2022, l'emploi aurait pu se contracter. Il a continué de se montrer résilient en 2024, avec des créations nettes d'emplois, malgré une baisse relative des difficultés de recrutement et des pertes de productivité, qui demeurent par rapport à la période précédant la crise sanitaire. L'emploi a toutefois nettement ralenti sur l'année (+0,4% – prévision – après +1,1% en 2023).



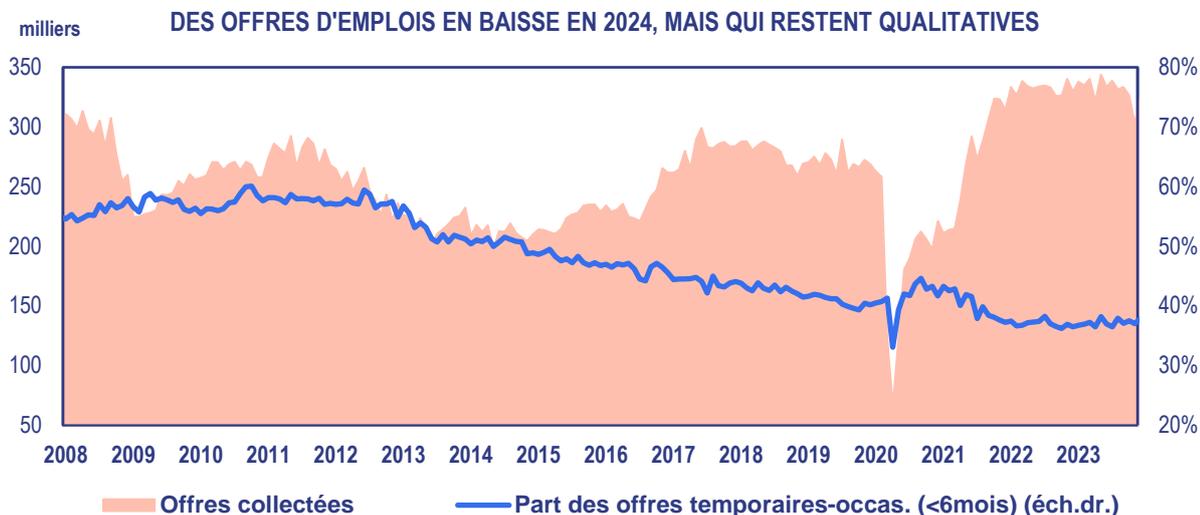
DES EMBAUCHES TOUJOURS ÉLEVÉES, BIEN QU'EN BAISSÉ



*Derniers points : décembre 2024.
Sources : Urssaf, calculs Crédit Agricole S.A. / ECO*

LE TAUX DE CHOMAGE RESTE À UN NIVEAU HISTORIQUEMENT BAS

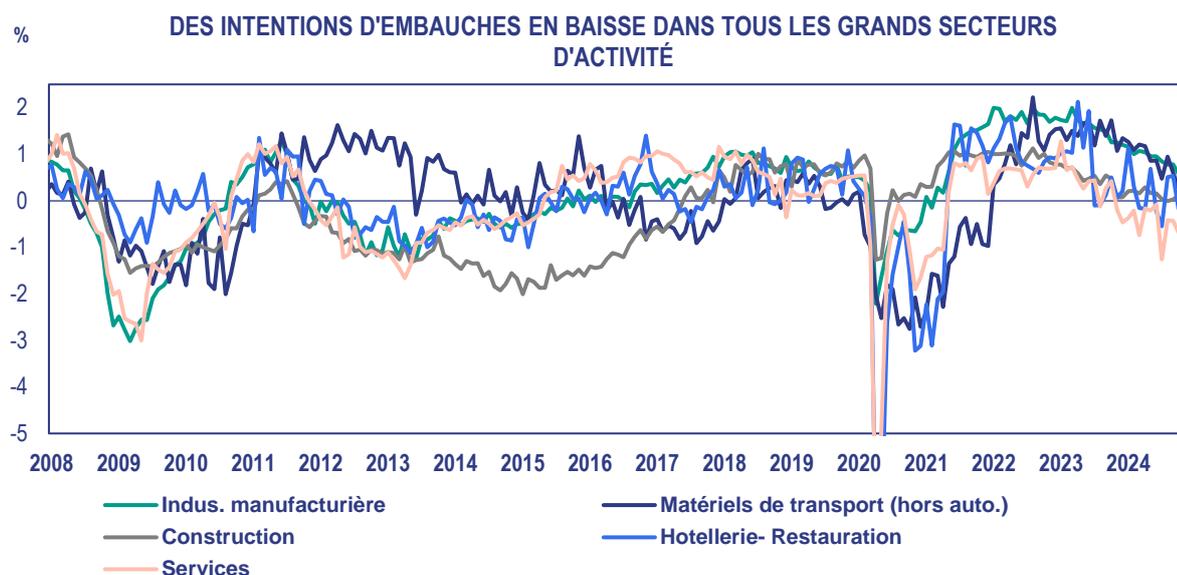
Compte tenu d'une croissance un peu plus importante de la population active (+0,5% – prévision – après +1,1%) que de l'emploi total, le taux de chômage a légèrement augmenté en 2024, à 7,4% pour la France hors Mayotte (prévision, après 7,3% en 2023). Ce niveau reste relativement bas en perspective historique : le taux de chômage s'est établi en moyenne à 9,6% entre 2010 et 2019.



Derniers points : décembre 2024 ; Champ : France métropolitaine
Sources : Dares, Crédit Agricole S.A. / ECO

QUELLES PERSPECTIVES POUR 2025 ?

L'emploi pourrait être globalement atone en 2025. Compte tenu du niveau élevé d'incertitude et d'une activité prévue en ralentissement, les entreprises adopteraient en effet des comportements plus attentistes. Cette stagnation de l'emploi aurait des bons côtés : elle se traduirait par un redressement relatif de la productivité du travail, comblant une partie des pertes connues depuis 2019. La population active continuerait de croître légèrement, et le taux de chômage augmenterait donc en 2025, mais de manière modérée : il pourrait s'établir à 7,7% en moyenne sur l'année, et à 7,8% en fin d'année pour la France hors Mayotte.



Derniers points : décembre 2024
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

Contactez l'auteure : marianne.picard@credit-agricole-sa.fr

Les prix à la consommation achèvent leur décrue

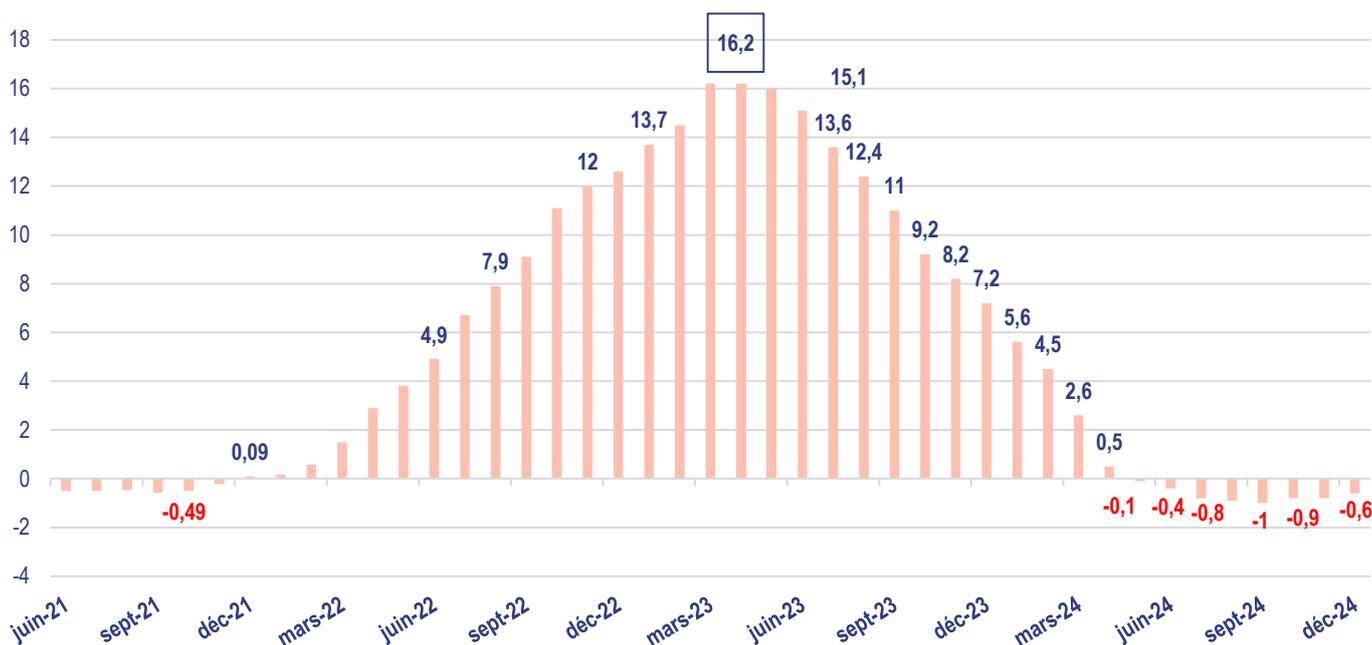
Fin 2024, l'indice des prix (IPC général Insee) revient à une forme d'équilibre : + 1,3% (en décembre, glissement 12 mois). Stabilité ancrée notamment sur les prix des produits alimentaires – dont l'inflation est nulle voire négative sur certains sous-segments. Ce schéma devrait se proroger en 2025. La grande distribution (50% du commerce de détail) entre dans une nouvelle phase de concurrence. L'ensemble commerce / consommation est aussi soumis aux bouleversements globaux : effets des crises géopolitiques, coûts des énergies, matières premières, dérèglement climatique... Si ces crises sont en partie corrélées, un élément exceptionnel joue à partir de février 2022 : leur simultanéité. Une pression inédite pèse sur les comportements d'achat.

Noël Isorni, Dominique Rebouillat

PRODUITS DE GRANDE CONSOMMATION, NÉGOCIATIONS COMMERCIALES...

La formation des prix alimentaires repose sur les filières : agriculteurs, industriels IAA et grande distribution GMS. Cette dernière, en bout de chaîne, endosse la responsabilité du niveau des prix publics. Un train de hausses teste le marché (2022) puis une phase de stabilisation opère en 2023 (nb : les prix ne baissent pas, leur dynamique de hausse ralentit). En 2024, un réglage fin amène les tarifs à variation nulle ou faiblement négative, les distributeurs travaillent les déplacements de parts de marché.

INDICE DES PRIX ALIMENTAIRES "PGC" (PRODUITS DE GRANDE CONSOMMATION), 2020-2024



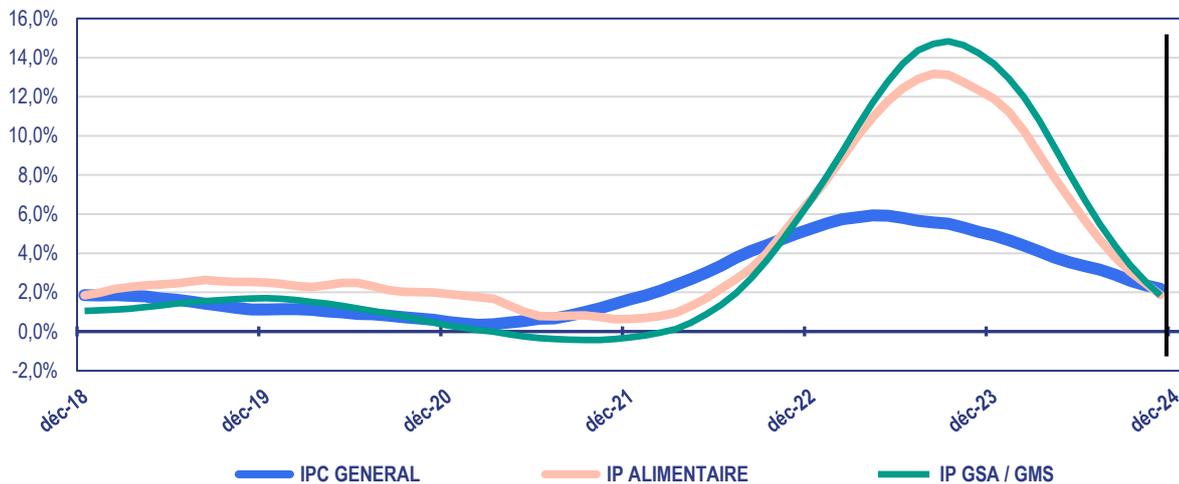
Sources : Circana, Crédit Agricole S.A. / ECO

LES COMMERCES QUI GARANTISSENT LES PRIX LES PLUS BAS L'EMPORTENT

La « guerre des prix » poursuit l'objectif d'achat de parts de marché, tant pour les réseaux physiques que pour le e-commerce. En 2024, la GMS engage une restructuration – autour de deux dossiers majeurs : Groupe Casino, Groupe Auchan (en perte de compétitivité prix). Une tendance lourde pèse sur l'alimentaire et l'habillement : le recul de la natalité et la démographie régionale en France.

En 2025, l'inflation sera contrecarrée par les préférences des consommateurs : désintérêt pour les milieux de gamme (tous marchés), pour les consommations spéciales qui ne justifient plus leur proposition de valeur (Bio). Recours aux marques MDD et premier prix.

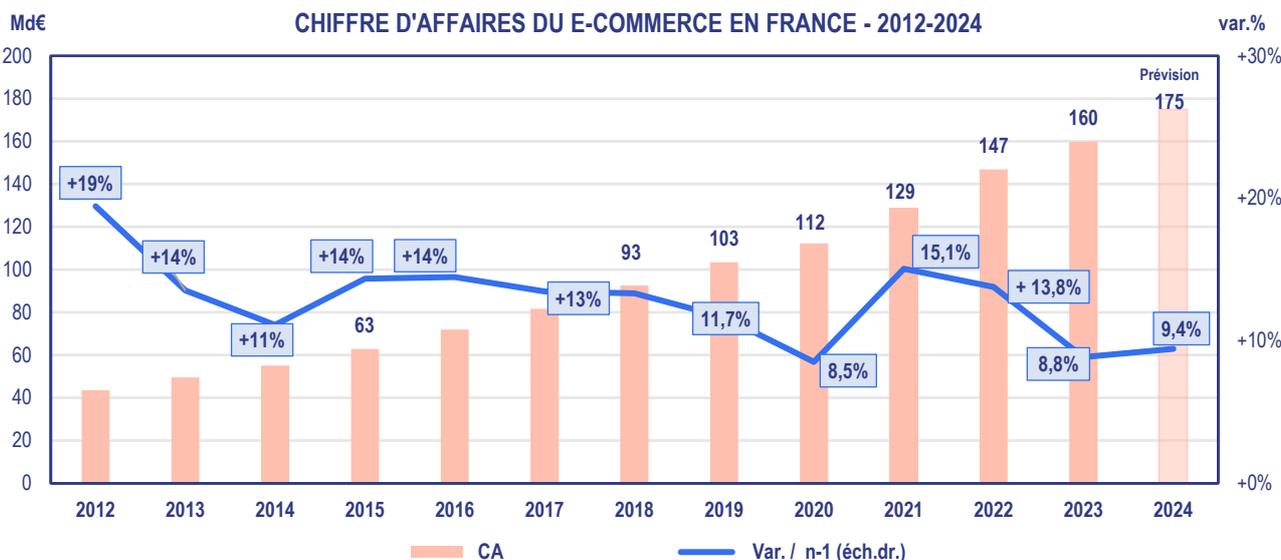
VARIATION DE L'INDICE DES PRIX ALIMENTAIRES EN GMS (2018-2024),
12 MOIS GLISSANTS



Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

LE E-COMMERCE REPREND SA MARCHÉ

Croissance annuelle ralentie (+ 9% en 2023) au lendemain de la crise sanitaire. Mais les commerces en progrès le sont pour l'essentiel via leurs structures e-commerce. En 2023, le taux de pénétration e-commerce sur l'ensemble du commerce de détail en France est de 10%. C'est une autre forme de transfert de parts de marché entre enseignes concurrentes. Elle requiert des formes d'organisation « digitales » onéreuses : de la supply-chain (automatisation, robotisation) aux applications de l'intelligence artificielle.



Sources : Fevad, Crédit Agricole S.A. / ECO

Contactez l'auteur : dominique.rebouillat@credit-agricole-sa.fr

TOUR DE FRANCE SECTORIEL



RÉSUMÉS SECTORIELS | 31 - 32

RELAIS DE CROISSANCE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

Santé | 33- 35

Tourisme | 36 - 38

Énergies renouvelables | 39 - 41

SECTEURS FONDAMENTAUX

Construction aéronautique | 42 - 44

Industrie automobile | 45 - 47

BTP | 48 - 50

Immobilier non résidentiel | 51 - 53

Soutenir l'effort contre les vents contraires

Dans un environnement géopolitique et politique incertain marqué de surcroît par un soutien public contraint par les déficits, la transition énergétique restera en 2025 un défi pour l'aéronautique qui poursuivra son redressement post-Covid, alors que l'automobile, menacée par la concurrence chinoise, doit s'adapter en urgence et dans la douleur. Les énergies renouvelables devront trouver un nouveau souffle. Le BTP poursuivra son cycle baissier au ralenti et compte – comme l'immobilier – sur la baisse des taux pour reprendre quelques couleurs. Le tourisme cherchera à capitaliser sur le succès des Jeux olympiques 2024.

RELAIS DE CROISSANCE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE



SANTÉ

2024 a connu une dégradation brutale des comptes de la Sécurité sociale avec un déficit bien plus important que prévu. Ce dérapage exceptionnel hors contexte de crise s'inscrit dans un climat de fortes tensions sur les finances publiques, aggravé par une instabilité politique retardant le processus d'adoption des projets de loi de finances pour 2025.



TOURISME

L'année 2024 aura généré beaucoup d'attente chez les touristes et d'incertitudes chez les professionnels mais elle restera inscrite dans les mémoires. Les JO de Paris auront suscité beaucoup de passion et porté un éclairage exceptionnel sur la France. À l'heure des comptes sur le véritable coût de cet événement, les professionnels du tourisme préfèrent pour leur part se focaliser sur les futures retombées économiques escomptées.



ÉNERGIES RENOUVELABLES

Après des années de croissance pour les renouvelables, l'année 2024 a été jalonnée par un ralentissement de certaines technologies. Pour poursuivre l'ambition NZE et l'atteinte des objectifs PEE, les énergies renouvelables devront continuer leur croissance en 2025. Cette croissance devra être soutenue et favorisée par l'État, notamment en ce qui concerne les mesures d'accompagnement, d'incitation et de complémentarité avec le nucléaire.

ACTIVITÉ DES SECTEURS FONDAMENTAUX EN 2025

Aéronautique +15,0 %

La filière aéronautique française a maintenu en 2024 le cap de la remontée en cadences sans crise qualité. À ce challenge s'ajoutera en 2025 celui des premiers choix technologiques pour intégrer pleinement l'impératif de décarbonation de l'aérien aux futurs programmes commerciaux.

Industrie automobile -10,9 %

Compte tenu de l'adaptation de l'outil de production à la nouvelle donne industrielle aboutissant à une réduction de 20% des effectifs de la filière, les ventes de véhicules électriques pourraient ne pas atteindre les objectifs ambitieux qu'impliquent les nouvelles normes d'émission de CO₂ fixées pour 2025.

BTP -1,5 %

Après deux années de repli, la baisse du BTP devrait ralentir en 2025. Le secteur fait globalement preuve de résilience, sauf dans le segment du logement neuf touché par une crise particulièrement sévère.

Immobilier non résidentiel +5,0 %

Volume d'investissement en bureaux

Les variations des taux d'intérêt expliquent celles des valeurs vénales des bureaux *prime* en IdF. Après avoir chuté en 2022 et en 2023, les valeurs vénales *prime* ont augmenté en 2024, grâce à la baisse des taux directeurs de la BCE. Cette tendance devrait se poursuivre en 2025 avec des valeurs vénales et des volumes d'investissement en légère hausse.

PRÉVISIONS D'ACTIVITÉ DES SECTEURS EN 2025

ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ EN % ET VOLUMES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025p
SECTEURS FONDAMENTAUX								
Aéronautique	5,0	4,0	-28,0	8,0	8,0	10,0	13,0	15,0
Industrie automobile	2,3	-2,7	-24,2	5,0	6,4	11,0	-10,9	→
Bâtiment	5,0	-0,4	-17,0	22,1	0,8	-4,7	-4,1	-2,4
Logement neuf	11,3	-4,1	-27,9	48,5	-4,9	-15,2	-14,5	-7,0
Non résidentiel neuf	9,0	0,9	-27,4	32,8	6,6	-10,9	-7,9	-10,1
Entretien – rénovation	1,0	1,0	-8,8	9,8	2,0	2,0	1,0	1,0
Travaux publics	7,0	10,0	-12,5	10,5	-1,3	4,0	1,0	1,0

Source : Crédit Agricole S.A. / ECO

SANTÉ, VIEILLISSEMENT

Dérapiage inquiétant des comptes sociaux sur fond de crise politique

En 2024, la Sécurité sociale a connu un déficit particulièrement prononcé renforçant l'idée que le déséquilibre tend à devenir structurel. Un déficit annuel dépassant durablement les dix milliards d'euros apparaît désormais comme une hypothèse crédible, soulignant la nécessité d'efforts croissants dans le temps pour y remédier. L'instabilité politique vient sérieusement compliquer l'équation.

Dominique Rebouillat, Aimée Almeras

La révision à la hausse des prévisions de déficit pour 2024, estimé à 18,5 milliards d'euros, marque une dégradation sans précédent hors contexte de crise, tant par rapport à 2023 (10,8 Md€) qu'à la trajectoire initiale fixée dans la LFSS 2024 (10,5 Md€). Cet écart s'explique par un redoutable effet ciseaux : des recettes moins fortes qu'anticipées et une hausse plus rapide des dépenses. Les branches vieillesse et maladie en sont les principales responsables, avec respectivement 5,5 Md€ et 14,6 Md€ de déficit prévu.

La croissance des recettes devient inférieure à la dynamique des dépenses.

d'une progression moindre de la masse salariale privée (3,3% contre 3,9% initialement prévu), mais également d'une hausse insuffisante des recettes de TVA liée à l'atonie persistante de la consommation intérieure en 2024. Ainsi, sur la période 2015-2025, les recettes restent en moyenne inférieures aux charges à hauteur de 0,5 point de PIB.

Du côté des charges, le poids des dépenses sociales (sur le périmètre de la Sécurité sociale) dans le PIB a augmenté de 2 points pour atteindre 23,5% en 2024. La tendance haussière devrait se poursuivre en raison du vieillissement démographique et de l'avancée en âge de la génération du baby-boom, particulièrement pour la branche maladie et la branche autonomie.

DES RECETTES ET DÉPENSES MAL ANTICIPÉES

En 2024, un point d'inflexion préoccupant est apparu : la croissance des recettes devient inférieure à la dynamique des dépenses. Cela découle notamment des cotisations sociales inférieures à celles anticipées du fait

LA FILIÈRE DE LA SANTÉ EN QUELQUES CHIFFRES

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025p
VAR. EN VALEUR	Évolution de l'Ondam	2,3%	2,6%	9,50%	8,70%	2,80%	0,20%	3,20%	3,30
VAR. EN VOLUME	Dépenses soins hospitaliers	1,1%	0,6%	-6,5%	3,6%	-0,5%	2,8%		
VAR. %	Indice de prix	0,1%	1,8%	13,6%	3,0%	4,8%	2,8%		
VAR. EN VOLUME	Dépenses soins de ville	1,3%	2,0%	-6,0%	10,9%	2,4%	4,5%		
VAR. %	Indice de prix	0,8%	1,1%	3,0%	-0,8%	0,7%	1,1%		
VAR. EN VOLUME	Dépenses médicaments	3,4%	4,0%	4,4%	7,8%	9,0%	8,6%		
VAR. %	Indice de prix	-5,3%	-4,4%	-6,9%	-3,3%	-3,4%			
VAR. EN VOLUME	Dépenses dispositifs médic.	3,9%	4,4%	-1,7%	24,0%	0,6%			
VAR. %	Indice de prix	0,1%	0,4%	2,9%	-10,3%	0,3%			
% CONSO. DE SOINS	Reste à charge patients	7,4%	7,2%	6,5%	7,0%	7,2%	7,5%		
MILLIONS	CPAM patients en ALD	11,1	11,4	11,7	11,9	12,3	12,7		
MILLIONS	Population 75 ans et plus	6,15	6,23	6,32	6,5	6,65	6,8	7,1	

Sources : Sécurité sociale, Drees, Score-Santé, Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

Les faits marquants 2024

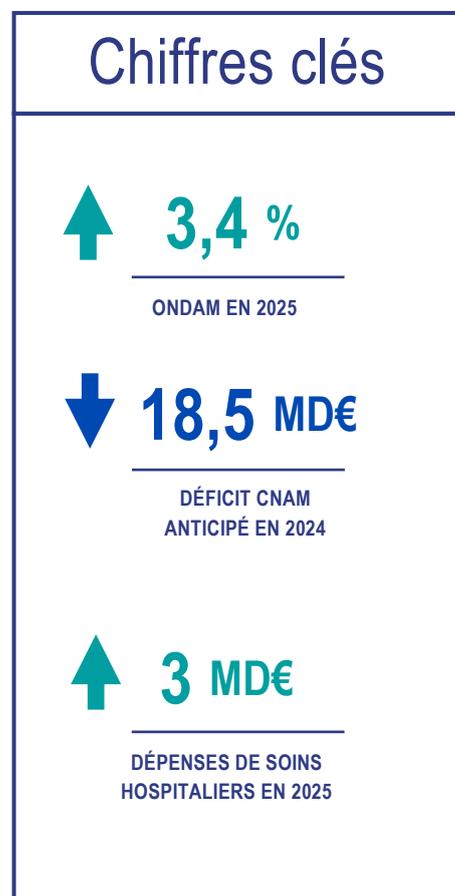
T1-2024	ACQUISITION	Acquisition par Novo Nordisk du CDMO américain Catalent pour 12Md€, afin de répondre à la croissance exceptionnelle de la demande pour les analogues au GLP-1 (Ozempic), traitements indiqués dans le diabète de type II et l'obésité. Cela illustre le poids très important que représenteront les analogues au GLP-1 dans le marché pharmaceutique mondial à moyen terme, cette classe de médicaments représentant une véritable avancée.
T2-2024	RÉGULATION DE L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE	Adoption d'un règlement européen afin de réguler l'IA et d'encadrer les risques qu'elle fait peser sur les droits fondamentaux des êtres humains, notamment en santé. Sont notamment visées les IA faisant partie d'un dispositif médical, celles qui effectuent des catégorisations biométriques (ex : outils d'aide à la détection de tumeur par imagerie) ou celles destinées à prioriser les appels d'urgence.
T3-2024	JEUX OLYMPIQUES	Impact des JO sur le système de soins minimal et bien moindre que celui anticipé, notamment pour les soins non programmés et les services d'urgences proches des sites olympiques. 73 536 patients traités par les urgences sur la période, un chiffre similaire à 2023.
T4-2024	CESSION	Accord exclusif de Sanofi avec le fonds américain CD&R pour la cession d'une partie du capital de sa division Opella, valorisée à 15Md€ et qui détient notamment Doliprane. Le fonds devrait prendre une participation de 50% au capital, au côté de Sanofi. Les engagements de non-délocalisation ainsi que l'entrée de BPI à hauteur de 2% semblent avoir apaisé les questionnements sur la souveraineté pharmaceutique de la France.

La situation financière des établissements de santé s'aggrave en 2024.

L'objectif national de dépenses d'Assurance maladie (Ondam) pour 2024 a dû être revu à 256,9 milliards d'euros en hausse de 4%, au lieu de 3,2% initialement prévu. Cette rectification résulte principalement de l'accélération des dépenses en soins de ville, notamment les honoraires des médecins spécialistes et de la progression des arrêts maladie. Par ailleurs, le retour de l'activité hospitalière à son niveau d'avant-crise Covid alimente la croissance des dépenses de soins hospitaliers (+4,3% en 2024). Ces évolutions

s'ajoutent au déficit structurel persistant de la branche maladie, amplifié par les mesures de revalorisation salariale mises en œuvre dans le cadre du Ségur de la santé qui pèsent sur la trésorerie des établissements.

Ainsi, la situation financière des établissements de santé s'aggrave avec un déficit cumulé de 3,5 Md€ en 2024 (dont 17% relevant de l'AP-HP) contre 1,3 Md€ en 2022. Les établissements médico-sociaux sont à la même enseigne : 66% des EHPAD étaient en déficit en 2023 (contre 27% en 2020).



UN EFFORT DE MAÎTRISE DES DÉPENSES EN 2025 CONTRARIÉ PAR L'INSTABILITÉ POLITIQUE

Le projet de loi de financement de la Sécurité sociale (PLFSS 2025), dont le réexamen a été reporté à février à la suite de la motion de censure de décembre 2024, ayant entraîné la chute du précédent gouvernement, place le nouvel exécutif face à un défi de taille : concilier la nécessité pour la Sécurité sociale de contribuer aux objectifs de redressement des finances publiques, tout en maintenant les principes fondamentaux du modèle de protection sociale et en soutenant les établissements de santé en grande difficulté financière.

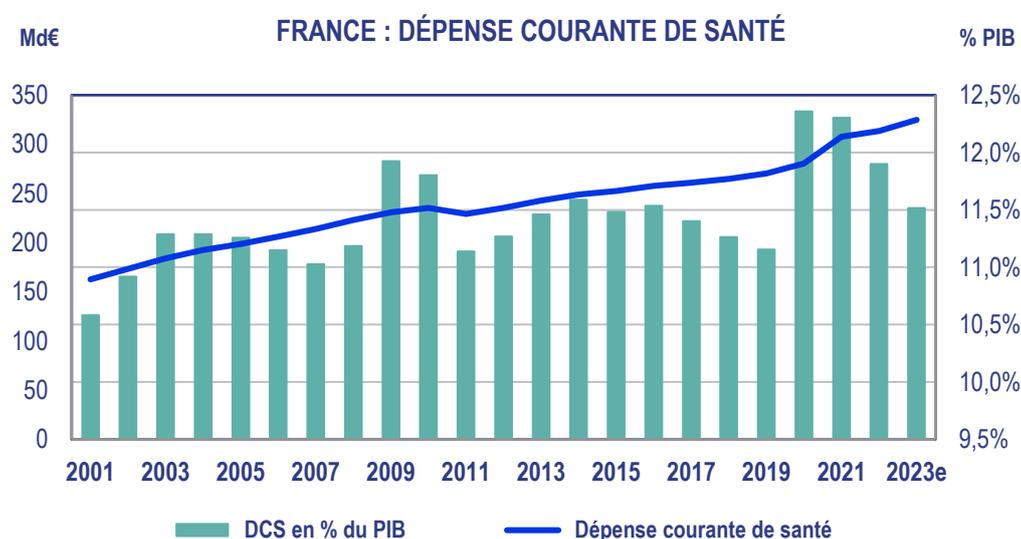
Signe de la dégradation continue des comptes, le projet prévoit désormais une augmentation de 3,4% de l'Ondam, (contre +2,8% dans le texte présenté en décembre) en hausse de 8 milliards d'euros par rapport au montant rectifié 2024. Les mesures de consolidation, politiquement sensibles, devaient porter principalement sur la dépense grâce à des économies ciblant les dépenses de soins de ville, les produits de santé, ainsi que les établissements sanitaires et médico-sociaux.

Une économie de 600 millions d'euros est spécifiquement attendue sur les médicaments, à laquelle s'ajoutent des actions renforcées de maîtrise médicalisée (transport, biologie, produits de santé et arrêts maladie) et de lutte contre la fraude. Mais la dernière révision de l'objectif de dépenses impose d'agir également sur les recettes.

Le déficit, toutes branches de la Sécurité sociale confondues, menace de déraper à nouveau en 2025 et devrait dépasser 20 milliards d'euros.

EN BREF

2024 a connu une dégradation brutale des comptes de la Sécurité sociale avec un déficit bien plus important que prévu. Ce dérapage exceptionnel hors contexte de crise s'inscrit dans un climat de fortes tensions sur les finances publiques, aggravé par une instabilité politique retardant le processus d'adoption des projets de loi de finances pour 2025.



Sources : Drees, Crédit Agricole S.A.

GLOSSAIRE

CSBM : consommation de soins et de biens médicaux.

DCSi : dépense courante de santé au sens international.

LFSS : loi de financement de la Sécurité sociale.

ONDAM : objectif national des dépenses d'assurance maladie.

TOURISME

Une année olympique bien que chaotique

Malgré la pause enchantée des JO de Paris, la performance touristique réalisée en 2024 laisse aux acteurs un goût mitigé, marquée à la fois par une mauvaise météo, un calendrier électoral inattendu et un attentisme prononcé pré-Olympiades.

Cécilia Mendy

Dans un contexte géopolitique toujours tendu, le tourisme mondial est en passe de retrouver ses niveaux d'avant-crise Covid-19 avec un volume de flux touristique en retrait de seulement -1,8%, arrêté à fin septembre 2024.

LE TOURISME INTERNATIONAL EST EN PASSE DE RETROUVER SES NIVEAUX D'AVANT-CRISE COVID-19

La crise sanitaire a rebattu les cartes des flux touristiques et accru la dynamique, déjà forte, de la zone Moyen-Orient (+29% d'arrivées). L'Asie enregistre toujours un retrait de ses flux entrants (-15%) mais affiche une bonne dynamique émettrice. L'Europe maintient, quant à elle, son attractivité grâce à la dynamique touristique des pays d'Europe du Sud, qui profitent notamment d'un fort attrait des clientèles américaines et d'un contexte géopolitique qui leur est plus favorable. C'est également le cas de la France qui affiche une

légère croissance en 2024 et passe le cap symbolique des 100 millions d'arrivées touristiques internationales.

Pour autant, l'activité touristique a dû évoluer dans un environnement chaotique, marqué par des périodes de forte atonie (météo instable, calendrier électoral imprévu, craintes sécuritaires, entraves de circulation...) et des moments d'effervescence populaire aux allures de pause enchantée pour les hébergeurs touristiques pendant les JO Paris 2024.

Recettes touristiques françaises records en 2024 à près de 70 Md€ (+8% vs 2023)

LA FILIÈRE TOURISME EN QUELQUES CHIFFRES

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025p
MD€	Recettes touristiques internationales	55,9	56,7	28,5	34,5	56,7	65,8	70,0	→
VAR. EN VOLUME	Recettes touristiques internationales	7,3%	1,9%	-49,7%	21,0%	64,3%	16,0%	8,0%	
%	Pourcentage du total européen	11,5%	7,6%	11,9%	11,5%	9,5%			
MD€	Contribution touristique intérieure	173,3	185	122	141	192	215e	228p	
VAR. %	Contribution touristique intérieure	4,4%	6,8%	-34%	+17%	+36%	+12%	+6%	
POINT DE %	Contribution à l'évolution des visiteurs résidents	2,2	2,0						
POINT DE %	Contribution à l'évolution des visiteurs non-résidents	2,2	1,8						
MD€	Invest. dans la filière (hors résidences secondaires)	11,51	11,47	8,6					
MD€	Invest. dans l'hôtellerie	1,8	2,6	0,9	1,1	2,2	2,1	2,4	
VAR. %	Nuitées hôtels France métropolitaine (10 mois)	2,2%*	0,8%	-51%	29%	47%	-0,8%	-2,0%	
VAR. %	Nuitées HPA France métropolitaine	0,6%	1,7%	-28%	24%	21%	4%	0,5%	
VAR. %	RevPAR hôtels de chaîne	7,2%*	1,7%	-51%	31%	75%	15%	1,3%	

Sources : OMT, Insee, Atout France, MKG Consulting, UMIH/OlaKala, Crédit Agricole S.A. / ECO

* : sur 10 mois ; e : estimé ; p : prévisions

Les faits marquants 2024

T1-2024	ACQUISITION	Les transactions sur les Palaces et les grands hôtels parisiens ont été nombreuses en 2024. Parmi elles, nous pouvons citer la vente du Pulmann Tour Eiffel détenu par Amundi Immobilier à Morgan Stanley associé à QuinSpark Investment Partners pour 330 M€.
T2-2024	ACQUISITION	Dans la même dynamique de marché que le fait précédent, nous pouvons également citer l'acquisition du Hilton Paris Hotel par City Developments Limited (société singapourienne) pour 240 M€.
T3-2024	JOP PARIS 2024	Véritable succès (record de billetterie). Performances estivales records dans toutes les villes-hôtes, notamment en Province, qui ont été davantage épargnées par les sous-performances d'avant JO. Succès plus mitigé pour les restaurateurs qui n'ont pas bénéficié d'un rattrapage d'activité suffisant.
4-2024	ACCORINVEST	Succès de la 1 ^{re} émission obligataire d'AccorInvest pour un montant nominal de 750 M€ à cinq ans avec un coupon fixe de 6,375%. Excellent accueil des investisseurs : plus de 4,2 Md€ ont été demandés.

La cérémonie d'ouverture des Jeux aura véritablement marqué le coup d'envoi de la saison touristique. Malgré un franc succès tant en termes de fréquentation (+10 points de TO hôtelier à Paris) que d'image, ces performances n'ont toutefois pas suffi à compenser le déficit de fréquentation du T2 2024.

MALGRÉ L'EFFERVESCENCE DES JO 2024, PARIS CONNAÎT UN RECU DE FRÉQUENTATION

Sur les dix premiers mois de l'année, la fréquentation enregistre un léger recul du nombre de nuitées sur un an, dans l'hôtellerie (-2%) et les résidences de tourisme (-0,9%), une relative stabilité dans l'hôtellerie de plein-air et une légère croissance sur le segment des villages-vacances.

Malgré la baisse de fréquentation, le RevPar hôtelier devrait afficher une légère croissance (+1,3%), soutenue par un effet-prix modéré durant l'année, mais boosté pendant les JO 2024, et par les performances du segment HdG/Luxe.

Un excédent courant du poste Voyages de 15 Md€

Chiffres clés

↓ 2 %

DES NUITÉES HÔTELIÈRES
À FIN NOV. 2024 VS 2023

↑ 8 %

DES RECETTES
INTERNATIONALES À FIN
NOV. 2024 VS 2023

↑ 70 MDE

DE RECETTES TOURISTIQUES
INTERNATIONALES
ATTENDUES EN 2024

UN DÉBUT D'ANNÉE 2025 PROMETTEUR MALGRÉ LE NIVEAU DES DÉFAILLANCES ET LES RISQUES DÉFLATIONNISTES

Le rythme de croissance très faible enregistré en 2024 laisse à penser que le secteur est entré dans une phase de normalisation post-Covid à la fois de son activité et de ses prix avec un potentiel risque déflationniste. Les premières tendances sont plutôt prometteuses avec des prévisions d'activités soutenues sur le segment du tourisme d'Affaires et du MICE ainsi que sur les réservations Loisirs, à l'instar de la destination Montagne sur l'hiver 2024-2025.

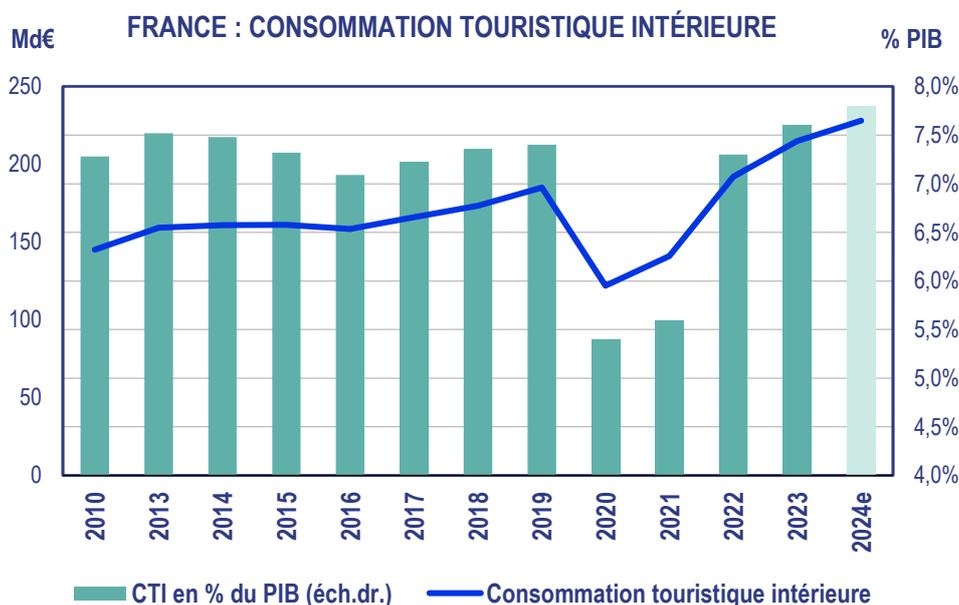
Cette normalisation se matérialise également par une augmentation des défaillances dans le secteur s'expliquant par un rattrapage modéré des niveaux anormalement bas constatés entre 2020 et 2023. Les enquêtes d'opinion sur les situations de trésorerie dans l'hôtellerie-restauration montrent que cette tendance devrait se poursuivre encore sur 2025.

VERS UNE ACCÉLÉRATION DES TENDANCES TOURISTIQUES

L'engouement pour les nouveaux modes de consommation touristiques (Bleisure, Staycation) devrait se poursuivre en 2025 et profiter aux activités de bien-être et aux concepts d'hébergements hybrides. En bref, des offres plus digitalisées et plus respectueuses de l'environnement, qui s'adaptent à des besoins variés et des profils multiples tout en s'ouvrant davantage à la clientèle de proximité immédiate.

EN BREF

L'année 2024 aura généré beaucoup d'attente chez les touristes et d'incertitudes chez les professionnels mais elle restera inscrite dans les mémoires. Les JO de Paris auront suscité beaucoup de passion et porté un éclairage exceptionnel sur la France. À l'heure des comptes sur le véritable coût de cet événement, les professionnels du tourisme préfèrent pour leur part se focaliser sur les futures retombées économiques escomptées de ce beau succès.



Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

GLOSSAIRE

MICE : événements professionnels (acronyme de *Meetings, Incentive, Conferences and Exhibitions/Events*).

Nuitée : nombre total de nuits passées par les clients dans un établissement ; deux personnes séjournant deux nuits dans un hôtel comptent ainsi pour quatre nuitées.

RevPAR : revenu par chambre disponible, se calcule comme le produit du prix moyen d'une chambre par son taux d'occupation moyen.

Contactez l'auteure : cecilia.mendy@credit-agricole-sa.fr

ÉNERGIES RENOUVELABLES

2024, une année marquée par le ralentissement de l'éolien terrestre contrairement à l'éolien flottant qui retrouve espoir

L'année 2024 s'est révélée être une année mitigée pour l'éolien terrestre qui a connu un recul de -1,2% en capacité de production et -13% dans la production d'électricité renouvelable français.

Morifing Bamba

Contrairement à l'année 2023, les énergies renouvelables ont dans l'ensemble poursuivi leur croissance mais marquée par des disparités entre les technologies. Fin 2024, le parc de production d'électricité renouvelable a progressé de +4,53 GW (+6,5%), en recul par rapport à 2023 qui a connu une progression de +7,2 GW. Ce recul a été marqué par une maigre année pour l'éolien terrestre avec 73 nouveaux projets contre 95 en 2023, soit une capacité de 1,1 GW contre 1,2 GW. De même, la filière des bioénergies a connu un recul de -3,8% avec une capacité de 2,25 GW contre 2,34 GW en 2023. Par ailleurs, la filière éolienne flottante a connu ses premières attributions commerciales avec 750 MW de capacités lors des AO5 et AO6.

La France atteint un record historique de 95% de production d'électricité décarbonée.

L'AUGMENTATION DE L'OFFRE ÉLECTRIQUE SE POURSUIT EN 2024 AVEC DES NIVEAUX PROCHES DE LA PÉRIODE POST-COVID

Fin 2024, la production électrique française a poursuivi sa hausse avec 536,5 TWh contre 474,9 TWh en 2023. Celle-ci a été possible grâce au nucléaire qui continue d'asseoir son retour avec 361,7 TWh (+13,6%) et par une production exceptionnelle de la filière hydraulique avec 74,7 TWh (+27%). Renchérie par les autres technologies renouvelables avec 80 TWh, la production électrique décarbonée a ainsi atteint 96,3% de la production totale. De même, les exportations nettes se sont établies à 89 TWh dépassant ainsi le record historique de 77 TWh de 2002.

LA FILIÈRE ÉNERGIE EN QUELQUES CHIFFRES

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025p
VARIATION	Capacités de production installées totales	1,6%	1,8%	0,6%	2,4%	3,1%	5,0%	5,1%	3,1%
GW	Capacités de la filière Nucléaire	63,13	63,13	61,37	61,37	61,37	61,37	63,02	63,02
VAR. %		0,0%	0,0%	-2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	0,0%
GW	Capacités de la filière Thermique	18,59	18,59	18,93	18,27	18,04	17,51	19,04	18,11
VAR. %		-2,3%	0,0%	1,8%	-3,5%	-1,3%	-2,9%	8,7%	-4,9%
GW	Capacités de la filière Hydraulique	25,51	25,56	25,73	25,72	25,61	25,87	26,30	26,32
VAR. %		-0,0%	0,2%	0,7%	0,0%	-0,4%	1,0%	1,7%	0,1%
GW	Capacités de la filière de l'Éolien	15,11	16,50	17,62	18,78	20,96	24,10	23,81	25,69
VAR. %		11,4%	9,2%	6,8%	6,6%	11,6%	15,0%	-1,2%	7,9%
GW	Capacités de la filière Solaire	8,53	9,44	10,39	13,07	15,43	19,70	24,14	28,09
VAR. %		11,4%	10,7%	10,1%	25,8%	18,1%	27,7%	22,5%	16,4%
GW	Capacités de la filière Bioénergies	2,03	2,12	2,17	2,21	2,31	2,34	2,25	2,31
VAR. %		4,1%	4,4%	2,4%	2,0%	4,4%	1,2%	-3,8%	2,7%

Sources : ministère de l'Écologie, RTE, Fitch, Crédit Agricole S.A. / ECO

Les faits marquants 2024

T1-2024	PREMIER RACCORDEMENT INTELLIGENT DES ENR AU RÉSEAU ÉLECTRIQUE	La France a bénéficié de ses premiers raccordements intelligents en janvier 2024. Le parc éolien de Vallons-de-L'Erdre d'une puissance de 9 MW a ainsi pu être raccordé avec seulement 5 km de câbles contre 20 km pour une connexion classique. Ces raccordements intelligents à modulation de puissance permettent des avantages financiers et temporels. .
T2-2024	ATTRIBUTION DU 1^{ER} APPEL D'OFFRES COMMERCIAL POUR L'ÉOLIEN FLOTTANT	En présence de Bruno Lemaire et de Roland Lescure, le consortium formé par BayWa r.e. et Elicio a remporté le premier appel d'offres commercial de l'éolien flottant au sud de la Bretagne d'une capacité de 250 MW. Il s'agit du premier parc éolien flottant au monde à se voir attribuer un tarif d'achat. Le parc permettra de produire l'électricité nécessaire aux besoins d'environ 450 000 habitants, soit l'équivalent de 30% de la production actuelle d'énergie renouvelable en Bretagne.
T3-2024	ABANDON DU PROJET RHONERGIA	Annoncé pour relancer la filière hydraulique qui est restée silencieuse depuis le dernier projet il y a 50 ans, l'État prévoyait de construire un nouveau barrage hydroélectrique d'une puissance de 34 MW. Ce nouvel actif qui avait pour objectif une production annuelle d'électricité de 140 GWh/an à horizon 2032 pour un coût total d'investissement de 330 M€ a finalement été abandonné à la suite d'une série d'incertitudes et de controverses.
T4-2024	OBLIGATION DE SOLARISATION DES PARKINGS NOUVEAUX ET EXISTANTS	Le décret d'application donnant le coup d'envoi pour l'application de l'obligation de solarisation des parkings est enfin apparu le 15 novembre 2024 dans le Journal officiel. Ce décret fixe les modalités d'application des installations de panneaux photovoltaïques sur au moins 50% de la surface des parkings de 1 500 à 10 000 m ² au 1 ^{er} juillet 2028 et au 1 ^{er} juillet 2026 pour les parkings de plus de 10 000 m ² .

Chiffres clés

75 GW

PARC UTILISÉ POUR LA PRODUCTION D'ÉLECTRICITÉ RENOUVELABLE EN FRANCE EN 2024.
(HYDRAULIQUE INCLUS)

↑ 6 GW

CROISSANCE ATTENDUE DU PARC DE PRODUCTION D'ÉLECTRICITÉ RENOUVELABLE EN FRANCE EN 2025.
(HYDRAULIQUE INCLUS)

112 GW

PARC DE PRODUCTION D'ÉLECTRICITÉ RENOUVELABLE ATTENDUE EN FRANCE EN 2030.
(HYDRAULIQUE INCLUS)

LE RETOUR DU DÉBAT ENTRE LE NUCLÉAIRE ET LES RENOUVELABLES

Le retour du parc nucléaire relance le débat entre l'atome et les renouvelables. Si le projet de loi de finances pour 2025 n'est à ce jour toujours pas connu, entraînant ainsi une instabilité, la volonté des politiques demeure toutefois intangible quant à la réduction du budget. Ainsi, l'environnement des renouvelables en France bien qu'étant toujours favorable comme le souligne la nouvelle PEE (PPE3), dont la publication est attendue pour ce S1 2025, et qui rehausse les objectifs solaires (54-60 GW contre 35-44 pour la PPE2) à horizon 2030, les EnR risquent de connaître une année 2025 similaire à 2024 avec toutefois un léger retour de la filière éolienne portée par l'éolien terrestre. +5,9 GW de nouvelles capacités renouvelables sont ainsi attendues. Par ailleurs, la menace de la réduction du budget pour l'écologie sera à suivre avec intérêt car celle-ci aura un impact sur la filière renouvelable française.

La nouvelle PEE, la France rehausse ses objectifs sur le photovoltaïque mais maintient sa trajectoire pour l'éolien en mer.

LE NZIA, UNE ENTRÉE EN VIGUEUR QUI VA BOUSCULER LA FILIÈRE RENOUVELABLE

La commission européenne a publié le 28 juin dernier son NZIA, un règlement visant à satisfaire 40% de ses besoins en technologies propres (le solaire, l'éolien, le biogaz, ...) d'ici à 2030 et à atteindre 15% de la production mondiale d'ici à 2040. Ce règlement promet un cadre législatif qui précise les délais d'octroi de permis de construire pour les projets de production dits *Net Zero* à 12 et 18 mois respectivement pour les capacités inférieures et supérieures à 1 GW/an, contre une moyenne de 30 mois pour les projets éoliens. De plus, ce règlement apporte la garantie de la simplification des procédures administratives. Ainsi, ces nouvelles mesures dès lors qu'elles seront concrètement appliquées viendront soutenir l'Europe dans sa stratégie EnR.

VERS LE DURCISSEMENT VOIRE LA FIN DE L'IRA AMÉRICAIN, UNE OPPORTUNITÉ POUR LA FILIÈRE RENOUVELABLE EUROPÉENNE

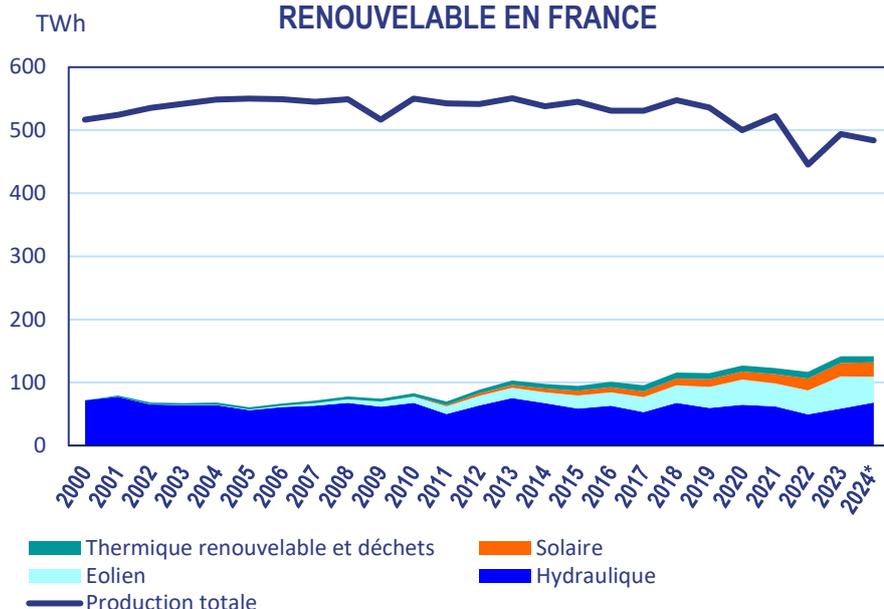
Le retour de Donald Trump, avec son discours sur l'avenir incertain de l'IRA ainsi que sa position défavorable vis-à-vis des énergies renouvelables, semble rebattre les cartes sur l'échiquier mondial. Ainsi, l'éventualité d'un démantèlement de l'IRA ou la réaffectation des fonds destinés aux EnR vers d'autres besoins pourraient limiter l'engouement des développeurs pour les États-Unis.

L'Europe avec son NZIA, une réponse à l'IRA, se positionnera comme une destination de choix notamment du fait des conditions favorables que celle-ci continue de mettre en place. Par conséquent, l'Europe et son littoral pourraient attirer les développeurs. À ce jour, 10 GW à 11 GW de capacité éolienne étaient en projet aux États-Unis dont 4 GW à échéance 2025.

EN BREF

Après des années de croissance pour les renouvelables, l'année 2024 a été jalonnée par un ralentissement de certaines technologies. Pour poursuivre l'ambition NZE et l'atteinte des objectifs PEE, les énergies renouvelables devront continuer leur croissance en 2025. Cette croissance devra être soutenue et favorisée par l'État, notamment en ce qui concerne les mesures d'accompagnement, d'incitation et de complémentarité avec le nucléaire.

ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION D'ÉLECTRICITÉ RENOUVELABLE EN FRANCE



Source : RTE, Crédit Agricole S.A. / ECO

GLOSSAIRE

EnR : énergies renouvelables.

MWh/GWh/TWh : mégawattheure, gigawattheure, térawattheure.

MW/GW : mégawatt, gigawatt.

PPE : programmation pluriannuelle de l'énergie.

NZIA : *Net Zero Industry Act*

UE : Union européenne.

IRA : *Inflation Reduction Act*.

NZE : *Net Zero Emission*

AO : appel d'offres

CONSTRUCTION AÉRONAUTIQUE

Répondre au présent sans hypothéquer le futur

Si le trafic aérien a définitivement tourné la page de la crise sanitaire, la remontée en cadences de la filière s'avère compliquée alors que les carnets de commande sont au plus haut.

Pascale Rombaut-Manouguian

Le trafic aérien a non seulement retrouvé son niveau d'avant-crise sanitaire mais a atteint un record historique malgré les contraintes de capacité liées à une disponibilité limitée de nouveaux appareils. Les taux de remplissage ont enregistré dans ce contexte des niveaux sans précédent sur toutes les zones géographiques, la hausse du trafic restant logiquement corrélée à l'offre de sièges.

La crise de l'offre déjà prégnante l'an dernier dans ce contexte est restée plus que jamais d'actualité. Les livraisons d'appareils commerciaux ont été pénalisées par les difficultés rencontrées par les avionneurs et leurs sous-traitants. Les carnets de commande – 8 658 appareils pour Airbus et 5 595 pour Boeing – reflètent certes une demande robuste mais aussi les difficultés rencontrées par les avionneurs. Après avoir revu à la baisse son objectif initial de 800 à 770 appareils livrés, Airbus a finalement achevé 2024 avec 766 livraisons.

Boeing a pour sa part livré 348 avions au total, soit près de 200 de moins qu'en 2023. L'avionneur nord-américain a en effet dû faire face à des problèmes successifs dont le plafonnement des cadences par la FAA et une grève de sept semaines dans ses usines d'assemblage.

GÉRER LE PRÉSENT SANS NÉGLIGER L'AVENIR

Le trafic aérien devrait confirmer en 2025 la dynamique observée en 2024 avec une nouvelle progression malgré les incertitudes politiques et économiques.

La restauration des cadences reste une priorité pour les acteurs de la filière, avionneurs comme sous-traitants, tant sur le segment civil que militaire.

Les contraintes de capacité de production ont conduit à des délais d'attente record pour la livraison de nouveaux avions, mais l'industrie européenne veut à tout prix éviter une crise de qualité comme celle que connaissent certains acteurs outre-Atlantique. Cela implique d'accompagner et de renforcer les « maillons faibles » sans faire de compromis sur les process industriels, de soutenir les investissements indispensables et de répondre aux besoins de main-d'œuvre qualifiée. Un programme spécifique, Aero Excellence, sera déployé dans la filière pour répondre à ces impératifs.

En parallèle, les réflexions sur les futurs programmes, successeurs notamment de la famille A320, vont intégrer les exigences de décarbonation.

Un programme spécifique, Aero Excellence, déployé dans la filière.

LA CONSTRUCTION AÉRONAUTIQUE EN QUELQUES CHIFFRES

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2024 2025p
VAR. VOLUME %	Production du secteur	5,0	4,0	-28,0	8,0	8,0	10,0	13,0	15,0
APPAREILS	Livraison Airbus (Monde)	786	863	566	611	661	735	766	800
MIOS PASS.	Trafic aérien (principaux aéroports français)	172	180	54	70	145	170	177	185
MD€	Construction aéro. spatiale et de défense (c.a.) (France)	65,4	74,3	52,9	55,2	62,7	70,2		
MDE	Commandes* (France)	58,2	61,9	31,0	50,1	65,8	65,1		
MD€	Exportations* (France)	44,0	49,6	35,1	45,8	40,9	45,7		

Sources : Gifas, Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

* : les données 2024/2025 de source Gifas seront disponibles mi-2025 après approbation de l'assemblée générale.

Les faits marquants 2024

T1-2024	INDUSTRIE	La FAA ordonne l'inspection immédiate de 171 appareils Boeing 737 MAX 9, à la suite de la perte d'une porte sur un vol Alaska Airlines et interdit toute hausse de production. Le C919 fait sa première apparition internationale au salon aéronautique de Singapour.
T2-2024	DÉFENSE	Alors que les dépenses mondiales de défense ont atteint un montant record de 2 200 milliards de dollars en 2023, dont la moitié pour l'Otan (IISS), la France relève ses dépenses militaires à 2% du PIB dès 2024.
T3-2024	ESPACE DÉFENSE	Premier vol réussi pour le lanceur Ariane 6. Plus polyvalent, il est adapté au nouveau marché spatial (constellations de satellites), à coûts réduits et cadences de lancement augmentées. Il permet à l'Europe de retrouver un accès indépendant à l'espace après la fin du partenariat avec la Russie à la suite de la guerre en Ukraine.
T4-2024	INDUSTRIE	En réponse notamment aux tensions sur les chaînes d'approvisionnement, les associations professionnelles de l'aéronautique britannique, allemande et française créent Aero Excellence International. Objectif : améliorer l'excellence opérationnelle, la durabilité et la cybersécurité au sein de la chaîne d'approvisionnement de l'aéronautique, de la défense et de l'espace.

DÉFENSE ET SPATIAL : LA SOUVERAINETÉ EN FILIGRANE

Après un premier vol réussi d'Ariane 6, la filière spatiale européenne a repris son souffle dans un contexte de concurrence accrue. L'espace est en effet devenu un enjeu majeur dans la compétition entre les grandes puissances et le secteur privé y tient une place croissante aux côtés des agences d'États.

L'espace, un enjeu majeur dans la compétition entre les grandes puissances et le secteur privé.

La défense, avec l'aéronautique militaire, sera également une question centrale non seulement en raison des arbitrages budgétaires qu'elle va exiger mais aussi avec l'importance croissante de l'intelligence artificielle dans les activités de défense, telles que l'étude de données satellitaires, l'automatisation des processus et le traitement des données.

Chiffres

↑ 25 %

POUR LA FILIÈRE FRANÇAISE
EN VOLUME EN 2024

↓ 12 %

APPAREILS COMMERCIAUX AIRBUS
ET BOEING LIVRÉS EN 2024

↑ 11 %

TRAFIC AÉRIEN
MONDIAL EN 2024 EN RPK

(revenue passager kilomètre : unité de mesure de quantité de transport correspondant au transport d'une personne sur un kilomètre).

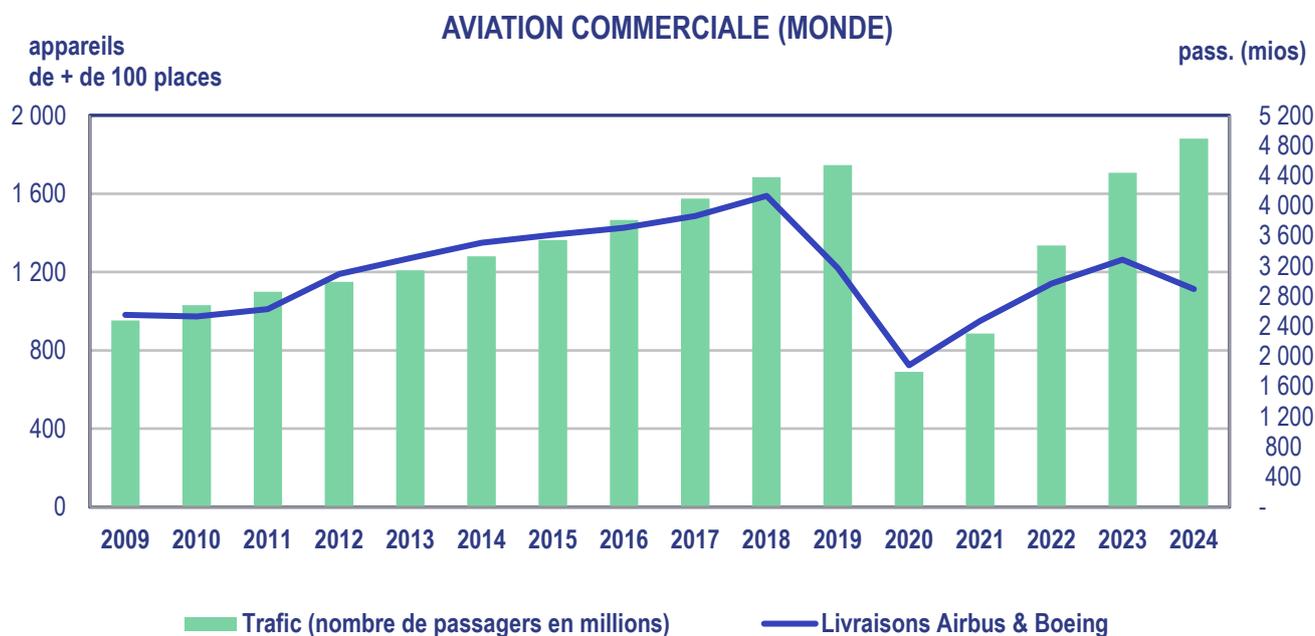
DÉCARBONATION ET PRÉPARATION DES FUTURS PROGRAMMES

La FAA et l'EASA devraient donner l'autorisation à l'appareil moyen-courrier C919 chinois de se poser sur les aéroports européens et nord-américains. La motorisation et l'avionique du C919, qui font appel à des technologies occidentales, ne permettent toutefois pas de ranger l'appareil dans la future génération d'aéronefs.

En revanche, les choix technologiques pour une nouvelle génération de moyen-courriers successeurs des A320 et Boeing 737 devraient progressivement être connus. Ces choix, destinés à répondre aussi bien aux impératifs de décarbonation que de compétitivité, impacteront la structure de la chaîne d'approvisionnement en redistribuant les cartes entre les différents acteurs. L'industrie devrait en particulier intégrer pleinement dans les qualifications l'impression en 3D de pièces métalliques ou composites.

EN BREF

La filière aéronautique française a maintenu en 2024 le cap de la remontée en cadences sans crise qualité. À ce challenge s'ajoutera en 2025 celui des premiers choix technologiques pour intégrer pleinement l'impératif de décarbonation de l'aérien aux futurs programmes commerciaux.



Sources : IATA, Crédit Agricole S.A. / ECO

Contactez l'auteure : pascale.rombaut-manouguian@credit-agricole-sa.fr

INDUSTRIE AUTOMOBILE

Marché automobile 2024 : l'électrique peine à décoller malgré les objectifs réglementaires

Le challenge industriel associé à la transition vers l'électrique s'accompagne dans le même temps d'importants efforts de R&D pour créer de nouvelles filières industrielles en électrochimie (batteries) et en électronique. Une situation qui impose de nouvelles compétences métier.

Véronique Vigner

BILAN 2024 : TROU D'AIR

Après une année 2023 en forte croissance (de 16,1% en France et de 13,9% en Europe), l'année 2024 est restée éteale en Europe et était en recul de 3,7% en France avec des volumes d'immatriculations de respectivement 12,96 et 1,72 millions d'unités.

En 2024, le marché français est celui qui s'est le plus contracté en Europe et ses volumes sont encore inférieurs de près -22% à ceux de 2019. Le taux de pénétration des véhicules électriques sur batteries y est l'un des plus élevés d'Europe (16,9%) mais, dans ce contexte, les ventes ont reculé de -2,6% en 2024. Cette conjoncture pénalise les deux constructeurs Stellantis et Renault qui représentent 46% du marché domestique, soit 1,33 million d'unités. La production de Stellantis est en recul de -7%, à 566 000 unités, alors que celle de Renault est en hausse de 9,5% à 454 000 unités.

En 2024, le marché français est celui qui s'est le plus contracté en Europe.

De même, le chiffre d'affaires des équipementiers automobiles se dégrade (-0,5%). Les alertes négatives sur les résultats et des plans de restructuration de grande ampleur visent à réduire les effectifs de la filière de près de 20% pour adapter l'outil de production à cette nouvelle donne industrielle.

L'INDUSTRIE EUROPÉENNE SOUFFRE D'EXCÉDENTS DE PRODUCTION

La dynamique commerciale du véhicule électrique reste à créer car leurs prix sont encore trop élevés et l'offre de véhicule d'entrée de gamme trop limitée.

L'industrie européenne souffre d'excédents de production et les taux d'utilisation des capacités des usines européennes sont tombés à 60% en 2023, contre 70% en 2019 : les pays à bas coûts sont entre 79% et 83%, et les pays à coûts plus élevés entre 54% et 65% (source : *Institute of Energy Research & Reuters*).

L'AUTOMOBILE EN QUELQUES CHIFFRES

CONSTRUCTION D'AUTOMOBILES		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2024 2025p
VAR. VOLUMES %	Production VP + VUL en France	2,3%	-2,7%	-24,2%	5,0%	6,4%	11,0%	-10,9%	
MILLIONS	Immatriculations (VP+VUL) sur EU+EFTA+UK	17,755	17,992	13,584	12,828	12,932	15,335	15,194	14,952
%	P.d.m PSA + Renault (VP+VUL) sur EU+EFTA+UK	26,6%	24,4%	24,9%	24,9%	23,4%	23,6%	22,5%	22,5%
%	Taux diesélisation marché VP français	39,0%	34,0%	30,0%	26,0%	15,6%	8,6%	6,6%	5,0%
ÉQUIPEMENT AUTOMOBILE									
VAR. CA %	C.A. usines françaises	2,7%	-0,7%	-28,5%	7,5%	2,6%	9,4%	-0,5%	
MD€	Première monte	7,72	7,99	6,06	6,52	6,90	7,79	7,69	6,46
MD€	Seconde monte	11,02	10,57	6,94	7,38	8,12	8,60	8,69	7,92
MD€	Solde commercial FIEV	-3,70	-4,60	-1,57	-4,22	-6,46	-6,76	-7,00	NA

Sources : ACEA, CCFA, FIEV, Crédit Agricole S.A. / ECO

Les faits marquants 2024

T1-2024	BONUS ÉCOLOGIQUE	Le bonus écologique est désormais réduit de 2 000 euros en 2025. Cette nouvelle baisse s'assortit de nouvelles conditions de fabrication sur le sol européen dans le cadre du score environnemental, ce qui exclut les véhicules fabriqués grâce à l'assemblage de pièces détachées venues de Chine.
T2-2024	TARIFS DOUANIERS	L'Union européenne impose des droits de douane plus élevés sur les véhicules électriques sur batteries, ces derniers culminant à 45% sur les véhicules électriques en provenance de Chine. Les prélèvements européens diffèrent selon le fabricant et s'échelonnent d'environ 8% à un peu plus de 35%, en plus du taux existant de 10%. Le texte a été porté devant la Cour de justice européenne par les constructeurs chinois, Volvo, Mercedes, BMW, et Tesla pour contestation.
T3-2024	RESTRUCTURATION	Le CLEPA, l'association des équipementiers européens, annonce un nombre record de 54 000 suppressions d'emplois pour la seule année 2024. Selon PWC, près de 225 000 emplois net devraient être perdus d'ici 2030 en raison de l'électrification. Près de 38% des équipementiers européens auront dégagé une marge opérationnelle négative en 2024, selon CLEPA.
T4-2024	RESTRUCTURATION	Réduction massive d'emplois chez Volkswagen. Le premier constructeur européen annonce la suppression de 35 000 emplois en Allemagne d'ici 2030, soit 29% de ses effectifs. La fermeture d'usines est évitée après négociations avec les syndicats.

Ailleurs dans le monde les incertitudes politiques pèsent sur les perspectives.

Les usines de Volkswagen fonctionnent 50% en dessous des objectifs, ce qui signifie que certains sites étaient deux fois plus chers que la concurrence. Collectivement ZF, Continental, Robert Bosch réduisent en moyenne de 21% leurs effectifs en Allemagne engendrant l'une des plus grandes crises industrielles de l'histoire de ce pays.

L'inflation sur les salaires qui affecte tous les pays développés d'Europe, dont l'Allemagne mais aussi la France, accentue les disparités avec l'Europe de l'Est ou la Chine : 62 €/66 \$ de l'heure pour l'Allemagne, 47 €/33 \$ de l'heure pour la France et l'Italie, contre 23 €/24 \$ de l'heure en

République tchèque, 16 €/18 \$ en Hongrie et environ 2-4 \$ de l'heure en Chine.

Le seul marché porteur dans le monde est le marché chinois, et ses constructeurs sont désormais à la conquête du reste du monde. Les tarifs douaniers européens, qui visent à relever les droits de douanes jusqu'à 45%, ne protégeront que temporairement l'industrie de l'entrée des véhicules électriques asiatiques très compétitifs sur le sol européen.

Chiffres clés

↓ **-1,1 %**

PRÉVISION D'ÉVOLUTION
DES VENTES EN FRANCE
EN 2025

↓ **-2,6 %**

PRÉVISION D'ÉVOLUTION
DES VENTES EN EUROPE
EN 2025

↓ **-0,5 %**

PRÉVISION DE PRODUCTION DE
L'INDUSTRIE AUTOMOBILE
FRANÇAISE EN 2024

Les incertitudes politiques, à la suite de l'annonce de tarifs douaniers supplémentaires aux États-Unis pour des voitures et composants venus du Mexique et du Canada, ajoutent aux difficultés des constructeurs et équipementiers européens exportateurs dans cette zone.

LA TRANSITION DE L'INDUSTRIE EUROPÉENNE VERS L'ÉLECTRIQUE MET LA PRESSION SUR LES CONSTRUCTEURS

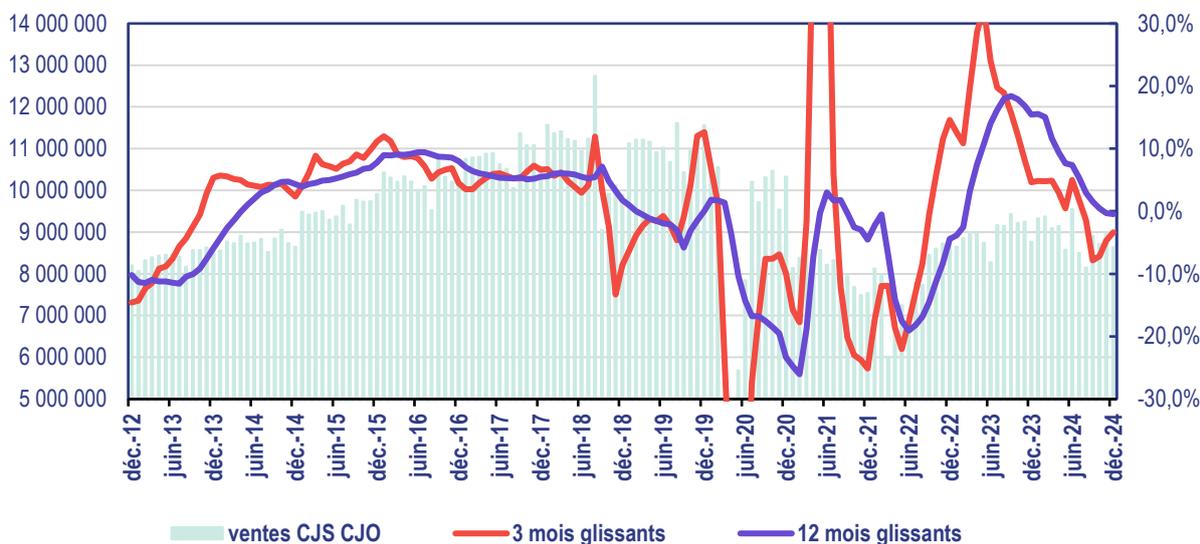
L'objectif reste une transition rapide et l'extinction du thermique d'ici 2035. Une demande insuffisante pour absorber l'offre de véhicules électriques en Europe, qui n'est plus subventionnée, se heurte aux contraintes de la réglementation qui pousse les constructeurs automobiles à produire davantage. Dans le contexte actuel, la loi sur les émissions de CO₂ demande une progression de 25% des ventes de véhicules électriques en 2025 : un pari qui semble difficile à tenir.

Nous ne pensons pas que le règlement européen sur les émissions, qui prévoit une baisse globale des émissions de CO₂ entre 1990 et 2030 de 55%, sera remis en cause.

EN BREF

Compte tenu de l'adaptation de l'outil de production à la nouvelle donne industrielle aboutissant à une réduction de 20% des effectifs de la filière, les ventes de véhicules électriques pourraient ne pas atteindre les objectifs ambitieux qu'impliquent les nouvelles normes d'émission de CO₂ fixées pour 2025.

IMMATRICULATIONS DÉSAISONNALISÉES CVS, CJO EN EUROPE (UE+EFTA+ RU)
ET ÉVOLUTION ANNUELLE SUR 3 ET 12 MOIS GLISSANTS



Source : ACEA, Crédit Agricole S.A. / ECO

Contactez l'auteure : veronique.vianer@credit-agricole-sa.fr

BTP

Le retournement de cycle se poursuit en 2024 et devrait ralentir en 2025

La baisse d'activité en volume du BTP en France amorcée en 2023 avec -2,7%, devrait se poursuivre avec -2,8% en 2024, avant de ralentir à -1,5% en 2025.

Quang Khoi Nguyen

POURSUITE DU RETOURNEMENT DE CYCLE EN 2024

Les carnets de commandes des entreprises de BTP diminuent, mais restent encore à un bon niveau. Le secteur fait globalement preuve de résilience, mais la baisse d'activité entraîne une dégradation de l'emploi, de la trésorerie et de la rentabilité, ainsi qu'une augmentation des défaillances des entreprises.

Cette dégradation reste globalement contenue pour le BTP dans son ensemble, qui a connu par le passé des fluctuations bien plus fortes. Toutefois, l'évolution moyenne masque des disparités très marquées entre les sous-segments, avec des prévisions de variations de volumes d'activité en 2024 allant de +1,0% pour l'entretien-rénovation de bâtiments et les travaux publics, à -7,9% pour le bâtiment neuf non résidentiel et -14,5% pour le logement neuf.

Au total, le BTP en France devrait poursuivre son retournement de cycle, avec une baisse d'activité de -2,8% en volume en 2024.

RALENTISSEMENT DE LA BAISSÉ D'ACTIVITÉ EN 2025

La conjoncture économique devrait rester mitigée. En positif, l'inflation et les taux d'intérêt des prêts immobiliers sont attendus en baisse. En revanche, la croissance économique devrait ralentir, sur fond de hausse du chômage et d'instabilité politique persistante.

Dans ces conditions et avec des mesures de soutien gouvernemental restreintes par les difficultés budgétaires, la reprise des ventes de logements neufs enregistrée fin 2024 restera très modérée en 2025. Par ailleurs, l'inertie de la construction maintiendra l'activité en forte baisse sur le logement neuf.

Dans le non résidentiel neuf, tous les segments subiront une baisse, notamment les bureaux qui resteront affectés par le télétravail.

L'entretien-rénovation du bâtiment resterait en faible hausse, compte tenu de la réduction budgétaire de MaPrimeRénov'.

Le retournement de cycle resterait ainsi globalement modéré pour le BTP dans son ensemble.

LA FILIÈRE BTP EN QUELQUES CHIFFRES

CONSTRUCTION		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025p
VAR. VOLUMES %	Activité de secteur	3,6	5,4	1,9	-15,9	19,2	0,3	-2,7	-2,8	-1,5
VAR. VOLUMES %	Bâtiment	3,9	5,0	-0,4	-17,0	22,1	0,8	-4,7	-4,1	-2,4
VAR. VOLUMES %	Travaux publics	2,5	7,0	10,0	-12,5	10,5	-1,3	4,0	1,0	1,0
VAR. VOLUMES %	Logement neuf	9,8	11,3	-4,1	-27,9	48,5	-4,9	-15,2	-14,5	-7,0
VAR. VOLUMES %	Non-résidentiel neuf	5,3	9,0	0,9	-27,4	32,8	6,6	-10,9	-7,9	-10,1
VAR. VOLUMES %	Entretien-rénovation	1,0	1,0	1,0	-8,8	9,8	2,0	2,0	1,0	1,0
MILLIERS	Effectifs salariés BTP	1 386	1 423	1 482	1 522	1 570	1 580	1 578	1 559	
MILLIERS	Effectifs intermédiaires BTP	160	155	156	151	155	142	142	132	

Sources : DARES, DAEI, Crédit Agricole S.A. / ECO

Les faits marquants 2024

T1-2024	FIN DU PTZ POUR LES MAISONS INDIVIDUELLES NEUVES	À partir du 1 ^{er} janvier 2024, les maisons individuelles neuves ne peuvent plus bénéficier du PTZ (Prêt à Taux Zéro). Ce dispositif d'aide est maintenant réservé au financement de la primo accession de logements collectifs neufs en zone tendue.
T2-2024	ASSOULISSEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE	En juin 2024, la BCE sort de sa politique monétaire restrictive en abaissant ses taux directeurs de 0,25% pour la première fois depuis juillet 2022. La BCE poursuit ensuite la normalisation de sa politique monétaire avec trois autres baisses de ses taux directeurs de 0,25% chacune au cours du 2 ^e semestre 2024.
T3-2024	REMONTÉE DES VENTES DE LOGEMENTS NEUFS	Après avoir fortement chuté, les ventes de logements neufs enregistrent pour la première fois depuis 2021 des signes d'amélioration. Les ventes progressent ainsi de +3,5% sur les 9 premiers mois de 2024 pour les appartements neufs et de +20,6% en novembre 2024 pour les maisons individuelles neuves. Les ventes restent néanmoins à des niveaux encore très faibles.
T4 2024	HAUSSE DES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES DE BTP	Après une hausse de 40,2% en 2023, les défaillances d'entreprises de BTP augmentent de 22,5% en 2024 et dépassent de 30,5% le niveau de 2019 d'avant-crise. Cependant, dans le même temps, le nombre d'entreprises créées dépasse encore largement celui des défaillances et le nombre total d'entreprises de BTP augmente.

Le cycle des élections municipales restera dans une phase favorable à la commande publique, mais les contraintes budgétaires limiteront la hausse des travaux publics.

Au total, la baisse d'activité en volume se poursuivrait en ralentissant à -1,5% en 2025.

EN EUROPE, APRÈS DEUX ANNÉES DE BAISSSE, L'ACTIVITÉ DU BTP RETROUVERAIT UNE LÉGÈRE CROISSANCE EN 2025

Malgré une baisse de l'inflation et des taux d'intérêt de la BCE, la croissance économique en Europe reste affaiblie par les incertitudes politiques et géopolitiques. Dans ce contexte mitigé, l'activité du BTP renouerait avec une légère croissance dans l'ensemble, avec toutefois des disparités marquées selon les pays.

Aggravation de la crise particulièrement sensible dans la construction neuve de logements et de bureaux.

Au total, après avoir baissé de -1,3% en 2023, puis -2,4% en 2024, l'activité du BTP en Europe serait en hausse de +0,6% en 2025.

Chiffres clés

↓ **2,8 %**

BAISSE DE L'ACTIVITÉ DU BTP
EN VOLUME EN 2024
EN FRANCE

↓ **1,5 %**

RALENTISSEMENT DE LA BAISSSE
D'ACTIVITÉ DU BTP EN VOLUME
EN 2025 EN FRANCE

↑ **0,6 %**

PRÉVISION DE CROISSANCE
DU BTP EN 2025 EN EUROPE

LE BTP S'APPROCHE DE SON BAS DE CYCLE, MAIS LA REPRISE NE S'ANNONCE PAS TRÈS DYNAMIQUE

Face à la poussée inflationniste post-Covid amplifiée par la guerre en Ukraine, les banques centrales avaient augmenté leurs taux directeurs. Cette politique monétaire restrictive a permis de juguler l'inflation, mais au prix d'un ralentissement économique et d'un retournement de cycle pour le BTP.

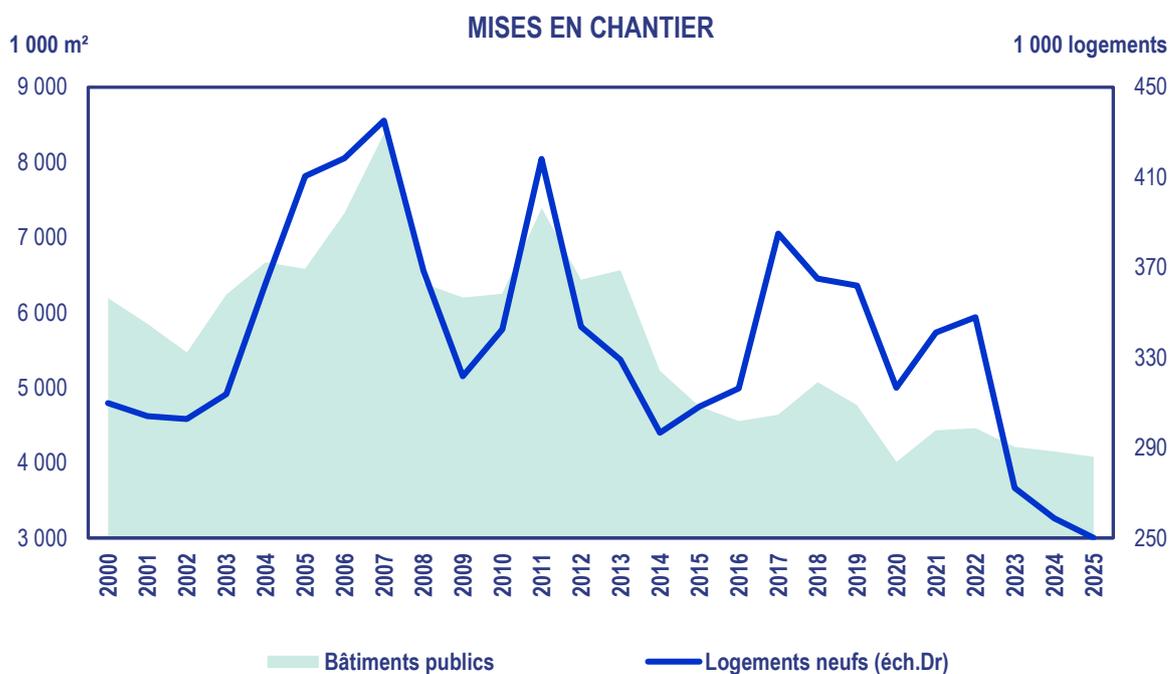
La crise inflationniste étant passée, les banques centrales ont entamé un cycle de baisse des taux pour relancer l'économie. Toutefois, cette normalisation de la politique monétaire se trouve contrariée par des difficultés politiques et géopolitiques

qui maintiennent les taux souverains à long terme à des niveaux élevés.

Ainsi, malgré des besoins structurels toujours solides, le redémarrage du BTP s'en trouve retardé et affaibli. Le bas de cycle n'est plus très loin, mais la reprise ne s'annonce pas très dynamique.

EN BREF

Après deux années de repli, la baisse du BTP devrait ralentir en 2025. Le secteur fait globalement preuve de résilience, sauf dans le segment du logement neuf touché par une crise particulièrement sévère.



Sources : DAEI, Crédit Agricole S.A. / ECO

Contactez l'auteur : quanqhoi.nauven@credit-agricole-sa.fr

IMMOBILIER NON RÉSIDENTIEL

Les valeurs des bureaux *prime* amorcent une fragile remontée à Paris

La baisse des taux directeurs de la BCE a permis de stabiliser, puis de faire remonter les valeurs vénales des bureaux *prime* à Paris en 2024.

Quang Khoi Nguyen

LA REPRISE DES VALEURS VÉNALES DES BUREAUX *PRIME* RESTE FRAGILE

Même si certaines entreprises réduisent désormais le télétravail, le flex office continue de se développer, pesant sur les besoins en bureaux. La demande locative a globalement encore fléchi en 2024 et le taux moyen de vacance en IdF a atteint 9,3% au T4 2024, un nouveau record inédit depuis 1998.

Le marché accentue sa divergence avec une tendance à deux vitesses : une demande concentrée sur les quartiers centraux de Paris où le taux de vacance reste faible (3,7%), contraste avec une périphérie délaissée (taux de vacance à 14,2% à La Défense et 20,9% en banlieue nord).

Cette dichotomie a entraîné une hausse des loyers et des valeurs vénales des bureaux *prime* à Paris. Cette amélioration reste néanmoins fragile car limitée au *prime* et reposant sur des volumes d'investissement très faibles (5 milliards d'euros investis en bureaux en 2024, en baisse de -19,2% par rapport à 2023).

Une amélioration précaire, limitée au segment *prime*.

LES VALEURS VÉNALES *PRIME* RESTERAIENT ORIENTÉES À LA HAUSSE EN 2025

Une croissance économique atone et un contexte politique et géopolitique incertain pèseront toujours sur la demande locative. Plus structurellement, les bureaux continueront de subir l'impact défavorable du télétravail et du flex office.

Face à cette demande locative peu dynamique, les livraisons d'offre neuve devraient baisser, tout en restant supérieures à la moyenne sur longue période. Le taux de vacance moyen devrait ainsi continuer d'augmenter et le marché à deux vitesses devrait encore pénaliser la périphérie de Paris.

LA FILIÈRE IMMOBILIER NON RÉSIDENTIEL EN QUELQUES CHIFFRES

BUREAUX <i>PRIME</i> À PARIS	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P
Loyer moyen en euro/m ² /an	819	841	846	902	947	998	1 101
Taux de vacance en %	5,1	4,8	6,3	6,8	7,2	7,9	9,3
Livraison en m ² (000)	669	859	685	1 159	794	559	783
Taux de capitalisation en %	3,00	2,85	2,75	2,60	3,40	4,50	4,20
France OAT 10 ans en %	0,70	-0,01	-0,19	0,20	3,03	2,56	2,95
Prime de risque immobilier en % (Taux de capitalisation – OAT 10 ans)	2,30	2,86	2,94	2,40	0,37	1,94	1,25
Valeur vénale (indice 100 en 2000)	208	227	249	263	216	175	210

Sources : CBRE, Crédit Agricole S.A. / ECO

Les faits marquants 2024

T2-2024	BCE	Pour la première fois depuis juillet 2022, la BCE commence à baisser ses taux directeurs en juin 2024. Et pour la première fois depuis 2021, le taux de capitalisation des bureaux <i>prime</i> à Paris baisse de -0,30% à 4,20% au T4 2024, ce qui en fait monter la valeur vénale.
T4-2024	TAUX DE VACANCE	Le taux de vacance moyen des bureaux en Ile-de-France atteint 9,3%, un niveau record depuis 1998.
T4-2024	VOLUME D'INVESTISSEMENT	Le volume d'investissement en immobilier non résidentiel en France baisse de 54% (par rapport à la moyenne quinquennale) à 12,5 milliards d'euros en 2024.
T4-2024	LOYER BUREAUX PRIME PARIS	Dans un marché à deux vitesses, la demande locative reste focalisée sur la qualité, ce qui fait monter le loyer annuel des bureaux <i>prime</i> à Paris au niveau record de 1 200 €/m ² au T4 2024.

La poursuite de la baisse des taux de la BCE devrait continuer à soutenir les valeurs vénales des bureaux *prime* en 2025.

Au niveau des valeurs vénales, le marché de l'investissement devrait rester hésitant. Si la poursuite de l'assouplissement monétaire de la BCE devrait encore soutenir les valeurs

vénales des bureaux *prime* en 2025, cet effet favorable devrait être contrarié par les incertitudes politiques et géopolitiques tendant à faire monter les taux d'intérêt souverains à long terme.

Ainsi, les valeurs vénales des bureaux *prime* resteraient orientées à la hausse, mais dans des volumes d'investissement demeurant très faibles.

LES MARCHÉS DE BUREAUX SONT TOUJOURS PLUS RÉILIENTS ET PLUS STABLES EN PROVINCE QU'EN IDF

Les problématiques de conjoncture économique peu dynamique, de télétravail et de marché à deux vitesses affectent également les bureaux en Province, mais avec moins d'acuité.

Ainsi, les taux de vacance dans les métropoles de province augmentent également, mais restent tous inférieurs au taux moyen de l'Ile-de-France, et inférieurs ou proches du seuil de fluidité de 6%, correspondant à des marchés sains.

Chiffres clés

 **+20 %**

HAUSSE DES VALEURS VÉNALES
DE BUREAUX *PRIME* EN IDF
AU T4 2024 (PAR RAPPORT AU T4 2023)

 **+5 %**

LÉGÈRE HAUSSE
DES VOLUMES D'INVESTISSEMENT
DE BUREAUX *PRIME*
EN 2025

 **+ 9,3 %**

TAUX DE VACANCE MOYEN
DES BUREAUX EN IDF AU T4 2024
NIVEAU RECORD DEPUIS 1998

Cette relative stabilité de la province se retrouve également au niveau des loyers et des valeurs vénales *prime*, qui n'y augmentent en 2024 que bien plus faiblement qu'à Paris.

LES MARCHÉS DE BUREAUX CONTINUERONT DE MIEUX RÉSISTER AU TÉLÉTRAVAIL EN PROVINCE QU'À PARIS

Certaines entreprises, celles les plus en pointe, réduisent maintenant le télétravail et cherchent un équilibre avec davantage de présentiel. Pour autant, le gros du marché locatif continue de mettre en place le flex office pour réduire les surfaces de bureaux occupées et les coûts associés.

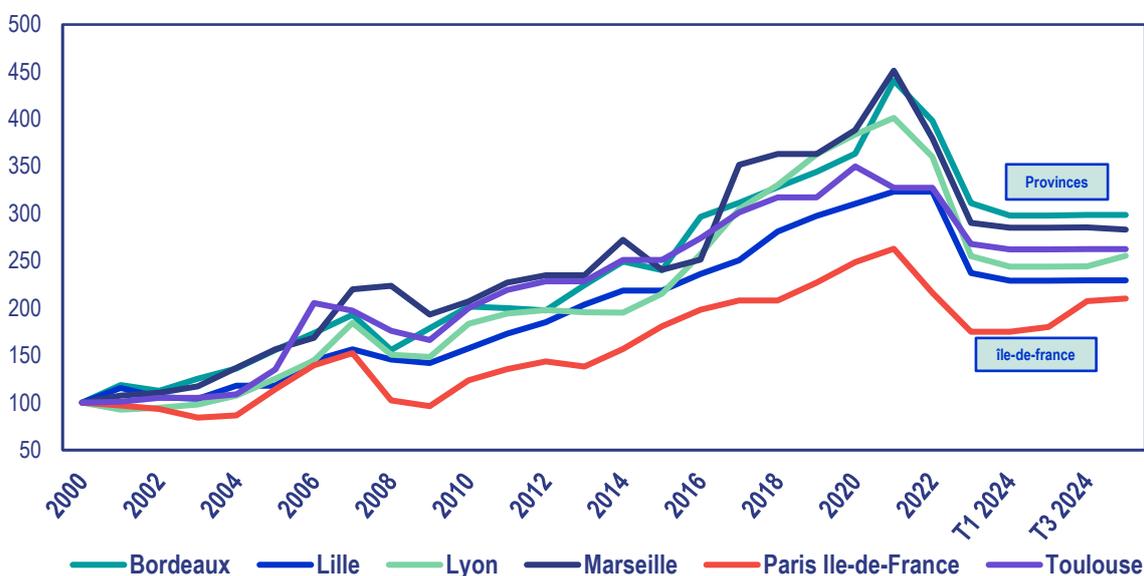
L'immobilier demeure un secteur aux cycles longs et la tendance du flex office continuera de se développer lentement à la faveur du renouvellement des baux de location en cours.

L'impact de ce changement structurel restera plus fort à Paris qu'en province. Cette relative résilience des bureaux en province devrait y attirer toujours plus d'investisseurs, à la recherche de diversifications hors de Paris.

EN BREF

Les variations des taux d'intérêt expliquent celles des valeurs vénales des bureaux *prime* en IdF. Après avoir chuté en 2022 et en 2023, les valeurs vénales *prime* ont augmenté en 2024, grâce à la baisse des taux directeurs de la BCE. Cette tendance devrait se poursuivre en 2025 avec des valeurs vénales et des volumes d'investissement en légère hausse.

BUREAUX PRIME – VALEURS VÉNALES,
INDICE 100 EN 2000



Sources : CBRE, Crédit Agricole S.A. / ECO

Contactez l'auteur : quangkhoi.nauven@credit-agricole-sa.fr

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'information à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'information 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.

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](#) et [Google Play](#)

Prochaine actualisation : pour recevoir automatiquement sous format électronique la publication ECO

Tour actualisée, merci de retourner votre adresse e-mail à :

portail.eco@credit-agricole-sa.fr

ECO Tour est une publication annuelle réalisée par les Ingénieurs-Conseils et les Économistes de la Direction des Études Économiques du Crédit Agricole. Elle paraît chaque début d'année depuis 2018 afin de présenter une vision à 360° des grandes tendances de l'économie ainsi que des prévisions sectorielles à deux ans pour la France.

Comité de rédaction :

Isabelle-Job-Bazille, Romain Liquard, Dominique Rebouillat, Armelle Sarda

Rédaction :

Aimée Almeras, Morifing Bamba, Stéphane Ferdrin, Bertrand Gavaudan, Juba Ihaddaden, Noël Isorni, Isabelle Job-Bazille, Cécilia Mendy, Paola Monperrus-Veroni, Slavena Nazarova, Quang Khoi Nguyen, Marianne Picard, Rabindra Rengaradjalou, Dominique Rebouillat, Pascale Rombaut-Manouguian, Guillaume Stechmann, Véronique Vigner, Sophie Wieviorka.

Coordination :

Stéphane Ferdrin - stephane.ferdrin@credit-agricole-sa.fr

Bertrand Gavaudan - bertrand.gavaudan@credit-agricole-sa.fr

Secrétariat de rédaction, maquettage :

Véronique Champion - veronique.champion-faure@credit-agricole-sa.fr

Direction artistique :

Maquette : Uni-médias, 22 rue Letellier 75015 Paris

Designer graphique : Ilona Chenille - ilona.chenille@credit-agricole-sa.fr

Crédits photos :

Photo de l'édito : Pierre Olivier

Gettyimages

