

# ECO PULSE

Mars 2023

BAROMÈTRE MENSUEL DES INDICATEURS DE L'OCDE



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

En février, les nouvelles conjoncturelles sur le front de la croissance sont restées plutôt positives dans les principales économies de l'OCDE, tandis que les nouvelles du côté de l'inflation ont été négatives. Les données d'enquêtes sur le climat des affaires s'améliorent encore, bien qu'à des degrés divers selon les pays et les secteurs. Du côté de la confiance des ménages, le redressement est plus timide et moins partagé. La situation sur le marché du travail reste bonne mais on observe, globalement, une perte progressive de dynamisme au niveau des créations d'emplois et le taux de chômage a cessé de baisser. La lenteur de la désinflation se confirme. L'inflation est même repartie à la hausse dans plusieurs pays (France, Royaume-Uni, Espagne). Les perspectives de croissance au premier trimestre 2023 sont diverses : une légère contraction du PIB est attendue en Allemagne et au Royaume-Uni, la croissance serait nulle en France et au niveau agrégé de la zone euro, modérée en Italie et en Espagne et plus nettement positive aux États-Unis et au Japon.

#### **ZONE EURO : LA DÉSINFLATION SE FAIT ATTENDRE**

**ALLEMAGNE : VERS UNE CROISSANCE POSITIVE AU 1ER TRIMESTRE ?**

**FRANCE : UNE « BULLE » D'OPTIMISME APPELÉE À S'ÉVAPORER ?**

**ITALIE : L'INVESTISSEMENT RÉSISTE AU CHOC ÉNERGÉTIQUE**

**ESPAGNE : DES SIGNAUX DE RÉSISTANCE**

**ÉTATS-UNIS : NI VRAIMENT MOINS BIEN, NI VRAIMENT MIEUX**

**ROYAUME-UNI : EN ATTENDANT LA RÉCESSION**

**JAPON : MAUVAIS DÉPART**



## La désinflation se fait attendre

Le bilan conjoncturel de février est, à quelques nuances près, une copie conforme de celui de janvier : plutôt positif du côté des données d'enquêtes, négatif du côté de l'inflation.

En février, l'indice composite PMI de S&P Global a continué de se redresser pour le 4<sup>e</sup> mois d'affilée et retrouve son niveau de juin 2022 (52). L'amélioration est même plus importante qu'en janvier (+1,7 point après +1 point), grâce à celle de l'indice dans les services. Dans le secteur manufacturier, le point notable est la composante production qui repasse, à son tour, légèrement au-dessus du seuil des 50. L'indicateur du sentiment économique de la Commission européenne a, en revanche, interrompu son amélioration, l'évolution positive de la confiance des ménages et des entreprises du commerce de détail et de la construction étant compensée par la détérioration dans l'industrie et les services.

Du côté du marché du travail, des signes de stabilisation apparaissent. Le taux de chômage a cessé de baisser (6,7% de novembre 2022 à janvier 2023) et le taux de vacance de monter (3,1% au T4 2022 comme au T3). Les difficultés de recrutement diminuent légèrement depuis deux trimestres. En février, la composante relative à l'emploi dans les enquêtes s'est effritée.

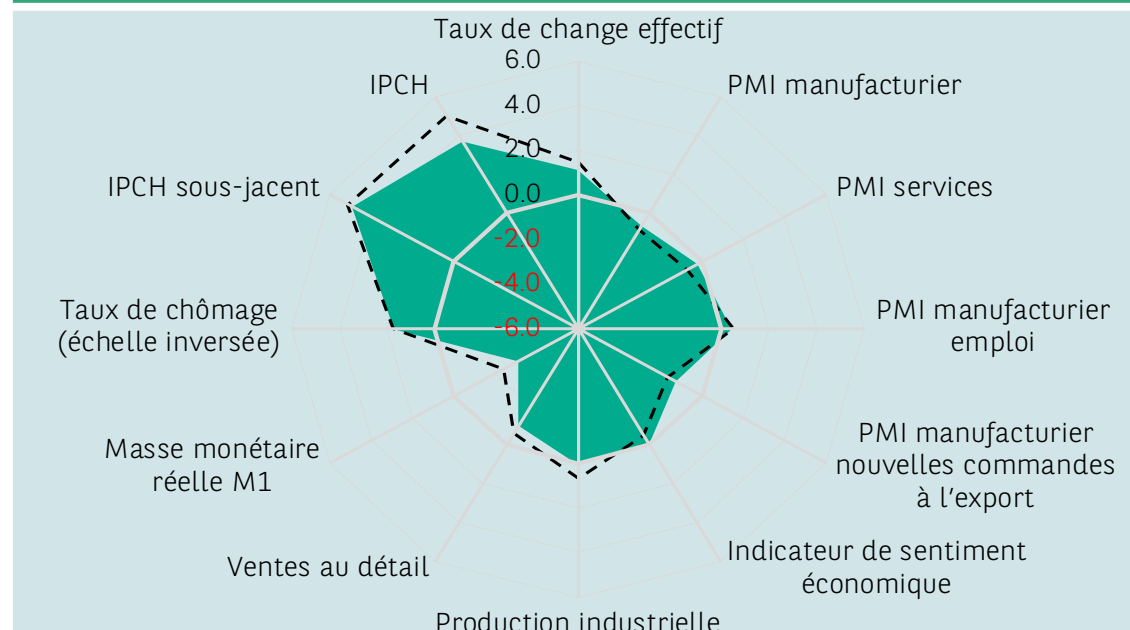
L'inflation a à peine baissé en février (8,5% en g.a. après 8,6% en janvier). La baisse de la contribution de la composante énergie est nette (-0,5 point) mais elle a été contrebalancée par la hausse de 0,2 point de celle de la composante alimentaire et des prix des services, tandis que celle des prix des biens restait inchangée. L'inflation sous-jacente poursuit donc sa hausse (5,6% en g.a. après 5,3% en janvier). Ces évolutions ne sont pas vraiment une surprise mais elles n'en sont pas moins préoccupantes. Les poches de résistance et de persistance de l'inflation demeurent importantes. La forte progression des coûts horaires du travail au T4 2022 (5,7% en g.a.) l'illustre. C'est pourquoi la BCE a de nouveau relevé ses taux directeurs de 50 pb lors de sa réunion du 16 mars.

La baisse est infime mais c'est finalement le signe moins qui devance le chiffre de croissance du T4 2022 (-0,03% t/t contre +0,1% selon l'estimation initiale). La contraction que nous attendions au T1 2023, dans nos prévisions de janvier, a, elle, laissé la place à une prévision de croissance nulle, compte tenu des données et des développements plus favorables qu'attendu. Notre estimation *nowcast* est légèrement plus positive (+0,1% t/t).

Hélène Baudchon (achevé de rédiger le 20/03/2023)



## Évolution trimestrielle des indicateurs de la zone euro



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. La zone en vert indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

## Croissance du PIB de la zone euro

Observé			Acquis	Nowcast	Prévision			Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T4 2022	T1 2023	T1 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.9	0.4	-0.0	0.4	0.1	0.0	0.3	0.2	3.5	0.7	0.8

[Voir la méthodologie Nowcast](#)  
Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Vers une croissance positive au 1<sup>er</sup> trimestre ?

L'activité industrielle a connu un net rebond en janvier (+3,5% m/m), après un repli également notable en décembre (-2,4% m/m). Les biens intermédiaires et la construction, en nette baisse en décembre, retrouvent ainsi un niveau de production voisin de celui de novembre (voire supérieur pour la construction). Les enquêtes sur le climat des affaires signalent une amélioration notable de la conjoncture, dont l'indice de l'IFO qui a rebondi de 84,4 en octobre 2022 à 91,1 en février 2023. Le niveau encore assez faible de cet indice suggère toutefois, au-delà de l'amélioration de janvier, une activité relativement atone.

La consommation privée a connu un net repli de 1% t/t au 4<sup>e</sup> trimestre 2022, à relier au plus bas atteint par la confiance des ménages en octobre (-42,8 selon GFK). Or, cette dernière s'est redressée depuis (-30,5 en mars 2023), une amélioration portée par les anticipations des ménages, qu'elles soient économiques ou relatives au revenu : indices à +6 et -27,3 respectivement en février, près de 28 et 40 points au-dessus de leur niveau de septembre.

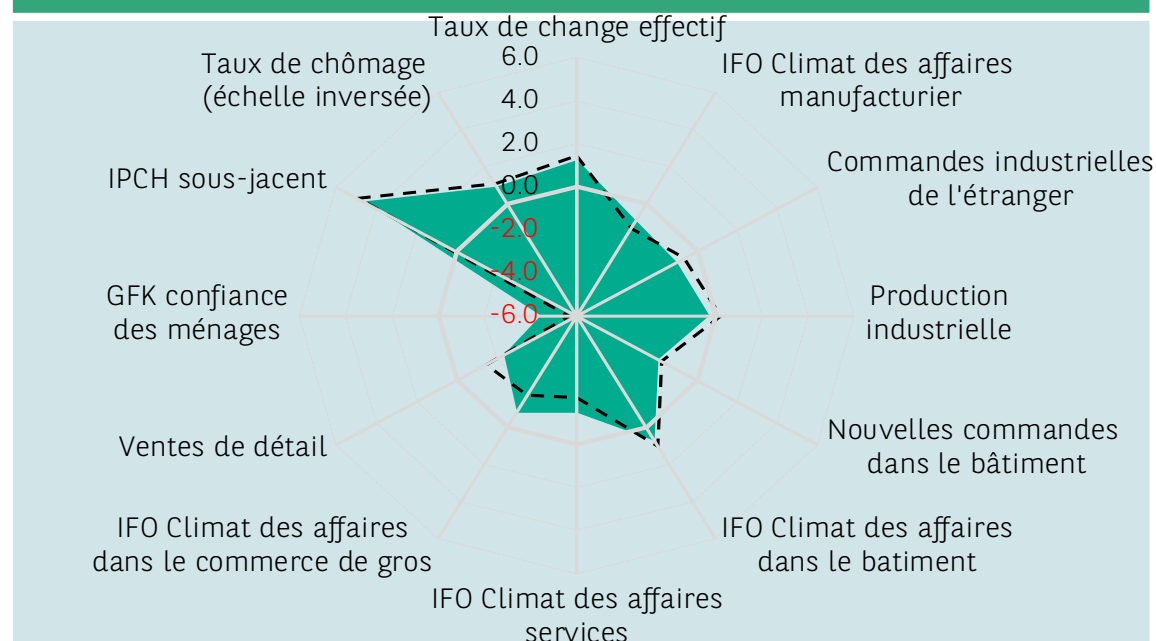
Ce sentiment que le pire serait passé renvoie à la dynamique de l'inflation : un pic en octobre 2022 (11,6% a/a) avant un repli, en raison du blocage des prix de l'énergie par le gouvernement fédéral. La désinflation reste toutefois graduelle, avec une hausse des prix de 9,3% a/a encore en février (9,2% en janvier), tandis que l'inflation sous-jacente s'élève encore à 5,2% a/a en février après 5,4% a/a en décembre.

Le climat de l'emploi, selon l'enquête IFO, s'améliore depuis le creux enregistré au mois d'octobre 2022 (97,8), mais encore partiellement (99,4 en février), au regard du passé (indice au-dessus de 100 entre mai 2021 et août 2022). Pour autant, les créations d'emplois ont repris à un rythme plus prononcé en janvier 2023 (+64K, ou 0,14% m/m). Ce dynamisme comporte toutefois probablement un effet de rattrapage après le ralentissement au 2<sup>nd</sup> semestre 2022, dans un contexte de pénuries de main d'œuvre encore importantes.

Après une croissance négative au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 (-0,4% t/t), notre prévision indique qu'elle le serait restée au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 (-0,2% t/t). Toutefois, les dernières données conjoncturelles suggèrent un risque à la hausse sur cette prévision.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 20/03/2023)

### Évolution trimestrielle des indicateurs de l'Allemagne



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. La zone en vert indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

### Croissance du PIB de l'Allemagne

Observé			Acquis	Prévision			Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.1	0.5	-0.4	-0.3	-0.2	0.3	0.2	1.8	0.1	0.8

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Une « bulle » d'optimisme appelée à s'évaporer ?

En février 2022, l'annonce de la levée des restrictions liées à la Covid-19 avait permis un regain d'optimisme, de courte durée puisque le début de la guerre en Ukraine y avait mis fin. En février 2023, bien que dans une proportion moins marquée, le climat des affaires de l'Insee a rebondi d'1 point à 103, atteignant son niveau le plus élevé depuis août 2022. Il a été soutenu par les services et l'industrie, signe d'un hiver qui s'est mieux passé que prévu en matière de fourniture d'énergie.

La confiance des ménages ne témoigne pas encore de ce regain d'optimisme. Son indice recule d'1 point, à 82, en février, et gravite ainsi près de 20 points en deçà de sa moyenne historique depuis juin 2022. La balance d'opinion sur les hausses de prix passées atteint 74, un plus haut depuis octobre 1976. Les ménages français ne s'attendent par ailleurs à aucune amélioration, notamment concernant leur niveau de vie.

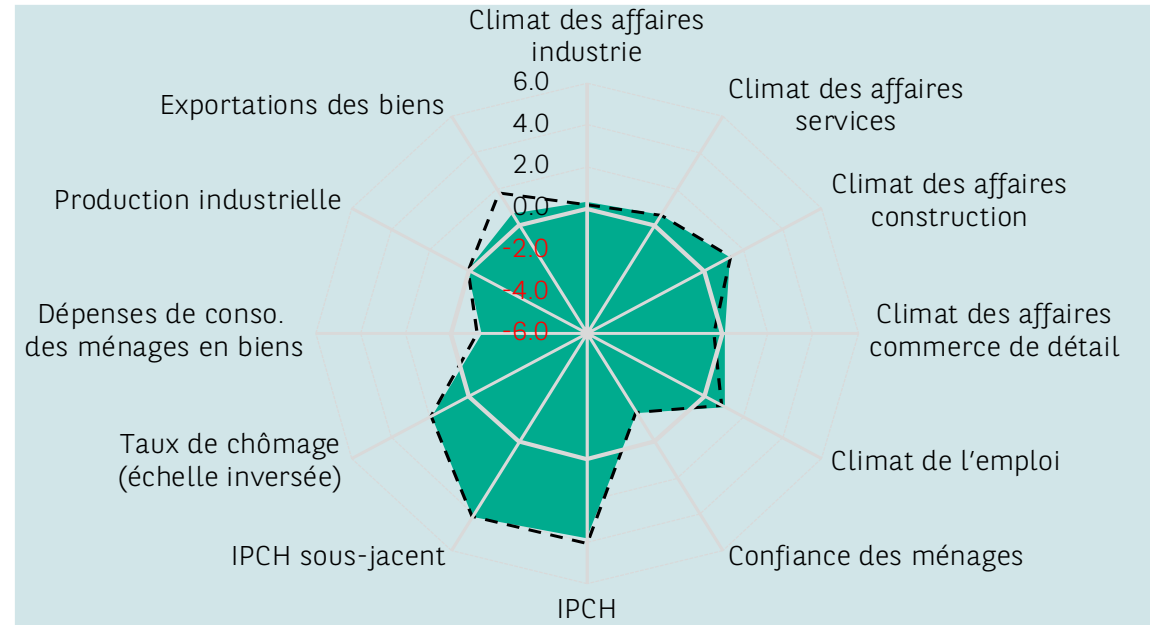
La dynamique de l'inflation explique le pessimisme des ménages, avec un chiffre de 7,3% a/a (indice harmonisé) en février, supérieur au précédent pic de 7,1% a/a en novembre 2022, en raison d'une nette accélération de l'inflation alimentaire (14,8% a/a en février), tirée par les produits frais (+7,8% en février 2023 par rapport à décembre). La nette décrue de l'inflation énergétique devrait conduire l'inflation globale à la baisse à partir de mars mais l'inflation sous-jacente (4,5% a/a en février) devrait se maintenir.

Le salaire moyen par tête a progressé de 5,6% en 2022 (inflation moyenne à 5,9%), soutenu par une accélération du salaire horaire au cours de l'année et le versement de primes (dont la prime de partage de la valeur). En parallèle, les créations d'emplois ont été fortes en 2022 (+337K), mais leur dynamique s'est atténuée au 4<sup>e</sup> trimestre (+44K) en raison de l'essoufflement des effets de rebond post-Covid ainsi que de la conjoncture, notamment dans les activités scientifiques et techniques (activités de sous-traitance).

Après une légère hausse du PIB français de 0,1% t/t au 4<sup>e</sup> trimestre 2022, nous prévoyons une croissance nulle au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 (ce que confirme notre *nowcast*), avec un nouveau repli attendu tant de la consommation que de l'investissement des ménages. Les prévisions de l'Insee et de la Banque de France pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2023 sont un peu plus favorables (+0,1% t/t).

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 20/03/2023)

## Évolution trimestrielle des indicateurs de la France



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. La zone en vert indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

## Croissance du PIB de la France

Observé			Acquis	Nowcast	Prévision			Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T4 2022	T1 2023	T1 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.5	0.2	0.1	0.3	0.0	0.0	0.2	0.2	2.6	0.5	0.9

[Voir la méthodologie Nowcast](#)  
Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## L'investissement résiste au choc énergétique

La contraction du PIB de 0,1% t/t au quatrième trimestre 2022 – due à une baisse marquée de la consommation des ménages (-1,6% t/t) et à une contribution négative des stocks – ne doit pas faire oublier les très bons chiffres des investissements. En volume, la formation brute de capital fixe a progressé, en effet, de 2% t/t au T4 et de 9,7% sur l'ensemble de l'année 2022. L'investissement en machines et équipements a notamment atteint un nouveau record en niveau. Nos prévisions de croissance pour le premier trimestre 2023, ont été rehaussées, de -0,6% t/t à +0,3% t/t, en réponse également à la dissipation du risque de pénuries énergétiques.

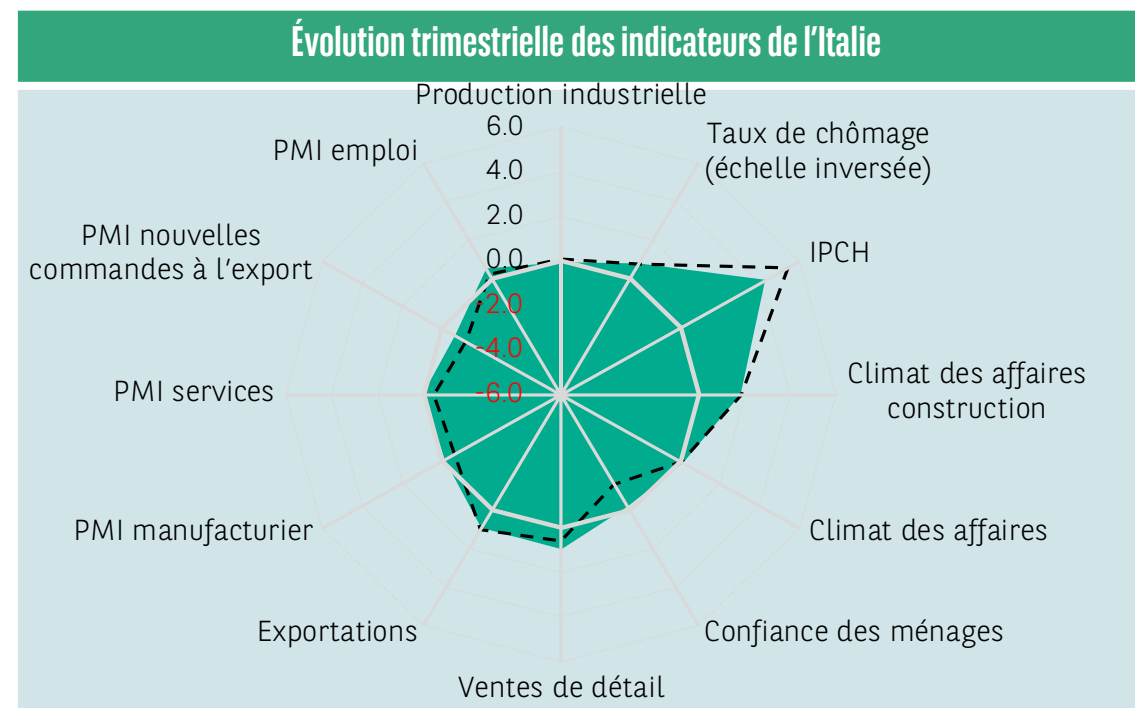
Les autorités italiennes sont parvenues rapidement à se détourner du gaz russe, dont leur économie dépendait pourtant à hauteur de près de 40% avant le déclenchement de la guerre en Ukraine. Un nouveau terminal flottant, destiné à retraiter le gaz naturel liquéfié importé, vient par ailleurs d'être installé au large des côtes de Piombino en Toscane. Il devrait être opérationnel en mai.

La baisse de l'inflation au cours des derniers mois se reflète positivement sur la confiance des ménages. Les indices sur les perspectives financières et la capacité d'épargne à douze mois atteignent tous les deux leurs meilleurs niveaux depuis un an.

L'inflation en Italie reflue toutefois moins que chez ses proches voisins, progressant encore à hauteur de 9,8% en glissement annuel (g.a.) en février (chiffres harmonisés). L'augmentation de la facture énergétique des ménages reste bien supérieure au rythme observé au sein de la zone euro, avec des hausses des prix de l'électricité et du gaz, respectivement de 58% et 22% en g.a. L'inflation des prix dans l'alimentation se situe cependant en dessous de la moyenne de l'union monétaire, à 13,4% contre 17,3%.

Même après la contraction du T4, l'acquis de croissance pour 2023 reste positif, à +0,4 %, et devrait soutenir la croissance du PIB en 2023, que nous estimons actuellement à autour de 1%. Le chiffre devrait être proche pour 2024.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 20/03/2023)



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. La zone en vert indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

### Croissance du PIB de l'Italie

Observé			Acquis	Prévision			Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
1.1	0.5	-0.1	0.4	0.3	0.2	0.2	3.7	0.9	0.9

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Des signaux de résistance

L'évolution des indices PMI éloigne le scénario d'un décrochage de l'activité à court terme. Nos prévisions initiales d'une contraction au premier trimestre 2023 ont d'ailleurs été révisées à la hausse, laissant place désormais à une légère expansion (+0,2% t/t). L'indice composite PMI augmente à nouveau en mars, de 4,1 points à 55,7, au plus haut depuis mai 2022. Les sous-indicateurs pour les nouvelles commandes (+4,2 points, à 55,2) et, dans une moindre mesure, l'emploi (+2 points, à 52,2), expliquent cette amélioration, tandis que les indices de prix (intrants et prix de vente) se maintiennent à un niveau élevé. La confiance des consommateurs remonte, mais reste très dégradée.

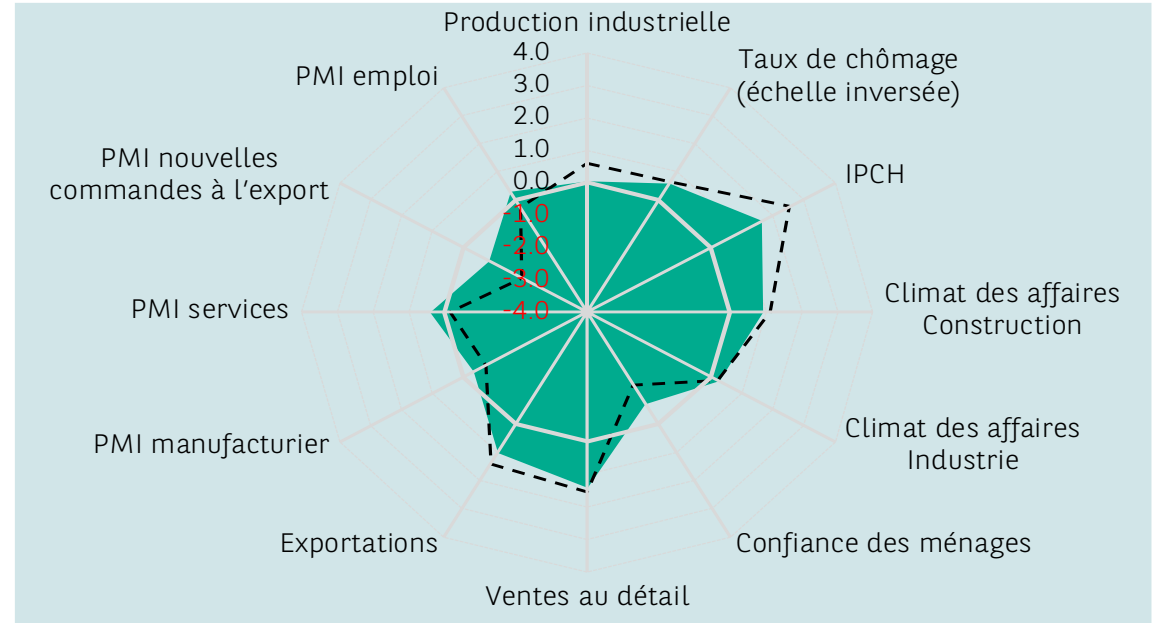
En effet, si l'inflation totale a reflué au cours des derniers mois, grâce au repli des prix énergétiques, une seconde vague, plus généralisée et persistante, se déploie désormais. Hors énergie, la progression de l'IPC accélère encore en février, à 8,2% en glissement annuel (g.a.), principalement en raison de l'augmentation des prix dans l'alimentation (+16,6% en g.a.). La suppression de la TVA sur les produits de première nécessité, introduite en janvier, n'a pas permis, pour le moment, d'endiguer la montée des prix dans ce secteur.

Les créations d'emplois continuent toutefois sur leur lancée de 2022, avec une nette augmentation de 0,7% en cumulé sur les deux premiers mois de l'année, selon les chiffres de l'agence pour l'emploi espagnol (SEPE). L'emploi a crû de 4,7% en moyenne annuelle en 2022, toujours selon la SEPE. Le taux de chômage (16-64 ans) a augmenté à 13,0% au quatrième trimestre 2022 mais devrait à nouveau refluer au cours du premier semestre 2023 si les créations d'emplois se maintiennent à ce niveau.

Nos prévisions de croissance pour 2023 ont été revues à la hausse, passant de 0% précédemment à 1,4%. Ceci s'explique en partie par un acquis de croissance fin 2022 plus élevé, à 0,8%.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 20/03/2023)

## Évolution trimestrielle des indicateurs de l'Espagne



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +4. La zone en vert indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

## Croissance du PIB de l'Espagne

Observé			Acquis	Prévision			Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
2.2	0.2	0.2	0.8	0.2	0.3	0.3	5.5	1.4	1.1

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Ni vraiment moins bien, ni vraiment mieux

En février, les données d'enquêtes sur le climat des affaires ont évolué positivement : du côté du secteur manufacturier, légère hausse de l'indice ISM et du PMI de S&P Global (sous la barre des 50, toutefois) ; du côté des services, maintien de l'ISM à son niveau élevé (55,1) et net redressement du PMI (+4 points), qui repasse au-dessus de la barre des 50. En revanche, les enquêtes sur la confiance des ménages ont évolué dans deux directions opposées : nettement à la baisse pour le *Conference Board* et nettement à la hausse pour l'Université du Michigan, mais cette dernière a rechuté en mars. Le redressement de la confiance des ménages, qui se dessinait depuis la mi-2022, se fait plus hésitant.

La baisse de l'indicateur composite avancé du *Conference Board* est prononcée (et caractéristique d'une récession), mais elle ne s'est pas amplifiée entre janvier et février (-7% en variation annualisée sur 6 mois). L'indicateur composite coïncident reste en faible hausse grâce à l'augmentation de l'emploi et de l'indicateur de revenu des ménages, mais la production industrielle et l'indicateur de ventes donnent des signes de retournement à la baisse. Le très bon chiffre des ventes au détail en valeur en janvier a été suivi d'une légère baisse. On notera aussi que le taux d'épargne des ménages est orienté à la hausse depuis la mi-2022 et a regagné 2 points, pour approcher les 5% en janvier 2023.

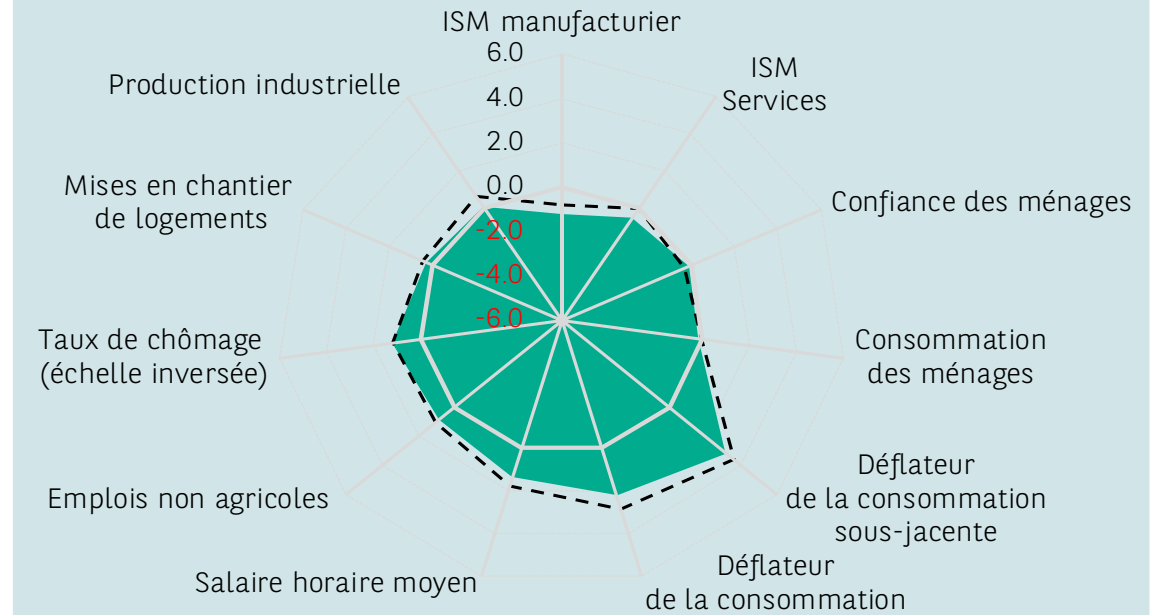
Du côté du marché du travail, on notera la perte progressive de dynamisme des créations d'emplois salariés non agricoles et l'arrêt de la baisse du taux de chômage depuis mars 2022. En variation sur 1 an, sa moyenne mobile sur 3 mois reste en recul mais celui-ci est de moins en moins important, ce qui pourrait se transformer en signal récessif (en cas de variation positive d'au moins 0,5 point).

La désinflation progresse plus qu'en zone euro (l'inflation sous-jacente baisse aux États-Unis quand elle continue d'augmenter de ce côté de l'Atlantique) mais sa lenteur n'interpelle pas moins. Le niveau encore très élevé de l'inflation (6% a/a en février pour l'inflation totale, 5,5% pour la sous-jacente) et sa résistance à la baisse justifient la décision de la Fed de procéder à la hausse de 25 pb de ses taux directeurs, qui était attendue lors du FOMC des 21 et 22 mars.

Malgré le sentiment partagé laissé par le mélange de signaux conjoncturels positifs et négatifs, d'après l'estimation *GDPNow* de la Réserve fédérale d'Atlanta, la croissance serait aussi allante au T1 2023 (0,8% t/t) qu'au T4 2022 (0,7%), soulignant les risques à la hausse de notre propre prévision (0,6%).

Hélène Baudchon (achevé de rédiger le 23/03/2023)

## Évolution trimestrielle des indicateurs des États-Unis



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. La zone en vert indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

## Croissance du PIB des États-Unis

Observé			Acquis	GDPNow	Prévision			Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T4 2022	T1 2023	T1 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
-0.1	0.8	0.7	0.9	0.8	0.6	0.2	-0.3	2.1	1.5	0.0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## En attendant la récession

Le PIB britannique a rebondi de 0,3% m/m en janvier selon l'ONS, après -0,5% en décembre. Les services ont contribué à hauteur de 0,4 point, en partie grâce à la normalisation des jours travaillés (fin de la trêve des confiseurs, baisse du nombre de jours de travail perdus dus aux grèves). L'activité manufacturière a, quant à elle, reculé pour le 3<sup>e</sup> mois consécutif en janvier (-0,4% m/m). Après un mois de janvier globalement positif, l'activité devrait néanmoins se dégrader au cours du trimestre, sous le poids de la hausse des taux d'intérêt.

Le niveau de confiance des ménages reste historiquement faible mais son redressement en février est encourageant (-38 contre -45 en janvier). Les composantes «Finances personnelles» (de -27 à -18) et «Situation économique générale» (de -54 à -43) se redressent nettement. Les ménages restent cependant réticents à effectuer des achats majeurs (de -40 à -37).

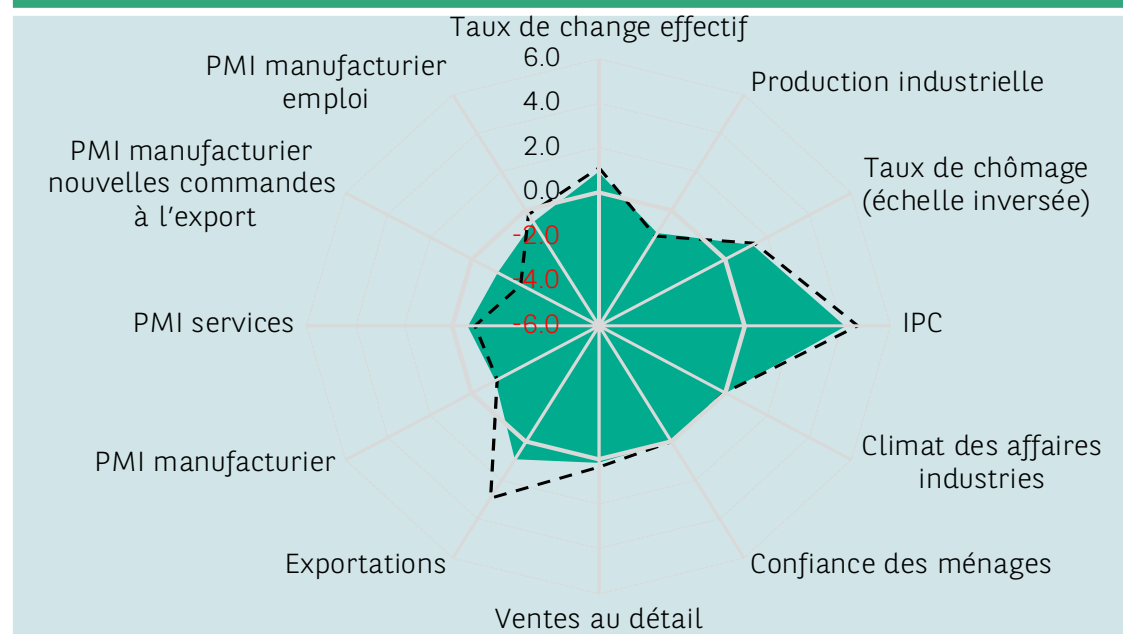
La désinflation s'est interrompue en février (+10,4% a/a contre +10,1% a/a en janvier). Cette hausse surprise se caractérise par une accélération des prix alimentaires (+18,3% a/a), des prix de l'hôtellerie-restauration (+12,1% a/a) et, plus généralement, par une plus grande persistance, comme le montre la hausse de l'inflation sous-jacente à 6,2% a/a (contre +5,8% a/a en janvier). La Banque d'Angleterre (BoE) a encore augmenté de 25 pb son taux directeur lors de sa réunion du 23 mars. Elle devrait selon nous le stabiliser à 4,25%.

L'économie britannique a ajouté 98 000 emplois en février selon l'ONS, signe que le marché du travail est résilient. Les salaires ont augmenté de 6,5% a/a en janvier, en légère décélération par rapport à décembre (+6,6% a/a). Bien que vigoureuse, cette hausse reste moins rapide que l'inflation et les ménages ont continué à perdre du pouvoir d'achat (salaire réel à -3,7% a/a en janvier).

Si l'économie britannique est restée résiliente au début du 1<sup>er</sup> trimestre, nous nous attendons toujours à une récession au 1<sup>er</sup> semestre (-0,3% puis -0,2% t/t au 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres), avant une reprise au 2<sup>e</sup> semestre (+0,3% puis +0,2% t/t au 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestres). L'impact de la remontée des taux d'intérêt sur l'investissement et celui de la chute des revenus réels des ménages sur leur consommation devraient se faire pleinement sentir, avant que l'économie ne rebondisse grâce au recul de l'inflation notamment.

Guillaume Derrien et Louis Morillon (stagiaire). Achevé de rédiger le 23/03/2023.

## Évolution trimestrielle des indicateurs du Royaume-Uni



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. la zone en vert indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

## Croissance du PIB du Royaume-Uni

Observé			Acquis	Prévision			Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.3	-0.2	0.3	4	-0.4	1

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Mauvais départ

L'activité japonaise a marqué le pas en janvier. Le Nouvel An chinois le 22 janvier a pu contribuer à la chute importante de la production industrielle, qui s'est contractée de 5,3% m/m. Un rebond mécanique est cependant attendu en février, à hauteur de 8%, selon les prévisions du ministère de l'Économie. Toutefois, les dynamiques de fond restent fragiles : l'indice PMI manufacturier se replie encore en février, à 47,7, son plus bas niveau depuis septembre 2020. Nous prévoyons une progression du PIB modérée au premier trimestre, à hauteur de 0,5% t/t.

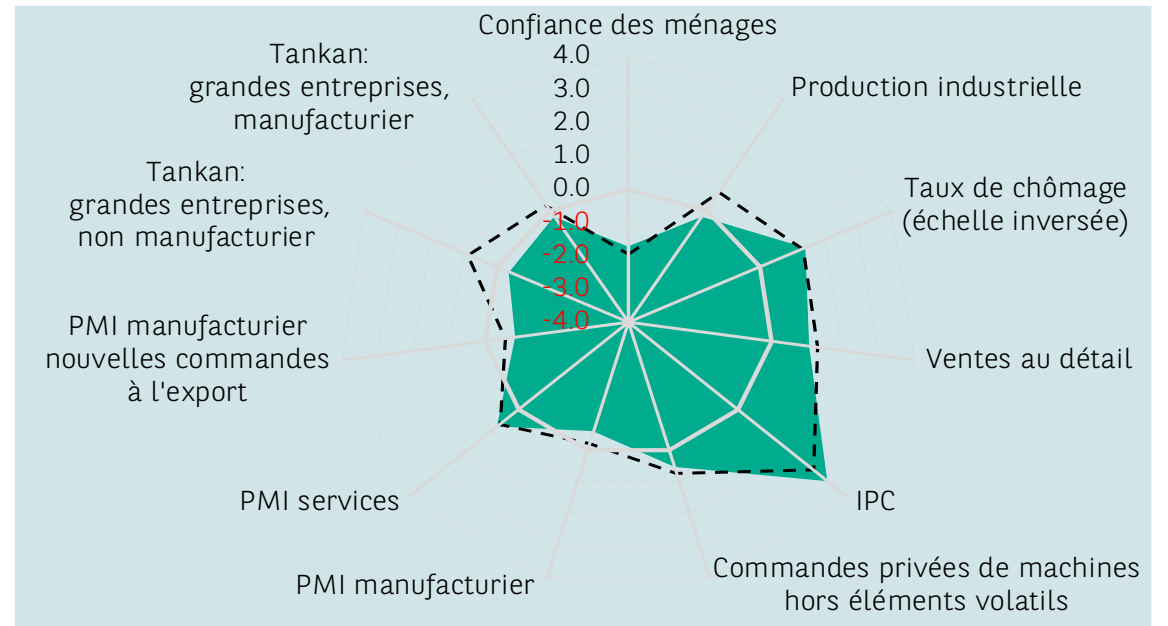
Les dynamiques d'inflation sont scrutées de près par la Banque du Japon et les marchés financiers, quelques semaines avant la première réunion monétaire que dirigera le nouveau gouverneur Kazuo Ueda les 27 et 28 avril. L'inflation nationale devrait refluer en février, grâce aux subventions énergétiques mises en place par le gouvernement, entrées en vigueur ce mois-ci. Le Tokyo CPI, un indicateur avancé de l'inflation nationale, est en effet ressorti en baisse d'un point en février (+3,4% a/a) en raison d'un recul des prix énergétiques, en variation mensuelle, de près de 14%. Cependant, les autres sources de l'inflation continuent de se renforcer, notamment l'IPC pour les produits alimentaires à Tokyo, en progression à 7,4% a/a en février.

Les anticipations d'inflation des ménages se sont brutalement détériorées au cours des derniers mois, à mesure que l'inflation progressait. Selon l'enquête du Cabinet Office, les deux tiers des ménages interrogés anticipent désormais un niveau d'inflation supérieur à 5% d'ici à un an, ce qui représente de loin la plus forte proportion de répondants depuis que cette mesure est incluse dans l'enquête en 2004.

Le Japon restera cette année encore l'une des économies du G8 où la reprise postpandémique a été la moins vigoureuse. Si notre prévision de croissance pour 2023 à 1,2% se vérifie, le PIB nippon rattraperait tout juste son niveau de 2019.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 20/03/2023)

## Évolution trimestrielle des indicateurs du Japon



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +4. la zone en vert indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

## Croissance du PIB du Japon

Observé			Acquis	Prévision			Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
1.2	-0.3	0.0	0.1	0.5	0.4	0.3	1	1.2	0.8

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



# ÉTUDES ÉCONOMIQUES DE BNP PARIBAS

William De Vijlder  
Chef économiste +33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Adjointe au chef économiste - Responsable - États-Unis +33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France, Allemagne +33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien  
Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international +33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable +33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable +33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet +33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot +33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller +33 1 40 14 48 11 marianne.mueller@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation +33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie +33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone +33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans +33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins +33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hamad  
Amérique latine +33 1 42 98 74 26 salim.hamad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan +33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé  
Afrique anglophone et lusophone lucas.ple@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce +33 1 42 98 48 59 mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas SA, dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas SA Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

ECONOMIC RESEARCH | ECOPULSE | 11