

# ECO PULSE

Mars 2024

BAROMÈTRE MENSUEL DES INDICATEURS DE L'OCDE



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

D'après les dernières données conjoncturelles, les divergences en termes de croissance entre les États-Unis, l'Europe et le Japon se seraient maintenues en début d'année 2024.

En Europe, la conjoncture du 1er trimestre a été une nouvelle fois perturbée par des éléments exceptionnels, cette fois en lien avec la crise en mer Rouge qui a particulièrement affecté la production automobile, et par extension la production industrielle au mois de janvier. Les signes d'une amélioration du climat des affaires perçus les mois précédents se sont néanmoins plutôt confirmés, confortant notre scénario d'une accélération de la croissance dans la zone euro à partir du 2e trimestre (0,3% t/t après 0,1% t/t au 1er). Le redémarrage au Royaume-Uni serait plus timide, l'activité restant entravée par l'inflation.

Aux États-Unis, le fort dynamisme de l'économie observé au 2e semestre 2023 devrait s'essouffier, mais la croissance resterait toutefois solide au 1er trimestre, avec un GDPnow de la Fed d'Atlanta (0,6% t/t) proche de notre prévision (0,7%).

Au Japon, malgré des indicateurs de climat des affaires plus favorables, la croissance serait négative (-0,2% t/t) en raison d'une demande toujours faible.

La communication des banquiers centraux a évolué en mars, en particulier au Japon, où, comme nous l'anticipions, la Banque du Japon a décidé de mettre fin à sa politique de taux d'intérêts négatifs. Notre scénario d'un premier assouplissement monétaire au mois de juin en Europe et aux États-Unis s'est également renforcé.

Les données d'inflation n'offrent toutefois pas un blanc-seing aux Banques centrales pour infléchir leur politique. Cela en raison de la résistance de l'inflation sous-jacente, liée à la hausse des prix des services et à un marché du travail qui demeure en tension. C'est particulièrement le cas pour le Royaume-Uni, mais également pour les États-Unis ou la zone euro.

**ZONE EURO : LES DYNAMIQUES DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER INQUIÉTENT**

**ALLEMAGNE : UN PREMIER TRIMESTRE ENCORE DIFFICILE ET DU MIEUX PAR LA SUITE ?**

**FRANCE : VERS UNE REPRISE DIFFÉRÉE DE L'ACTIVITÉ**

**ITALIE : LA SITUATION DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE RESTE DÉGRADÉE**

**ESPAGNE : LE LEADER DE L'EUROPE DU SUD**

**ÉTATS-UNIS : UN PREMIER TRIMESTRE PLUS MITIGÉ ?**

**ROYAUME-UNI : UN LÉGER MIEUX**

**JAPON : FIN DES TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS**



## Les dynamiques dans le secteur manufacturier inquiètent

La désinflation en zone euro continue de soutenir la confiance des ménages. L'indice de la Commission européenne a, en effet, progressé de 0,6 point à 14,9 en mars, selon l'estimation flash. Cela constitue son meilleur niveau depuis février 2022 et le début de la guerre en Ukraine. Notre Nowcast indique actuellement un rebond de l'activité de 0,3% t/t au premier trimestre 2024, un résultat qui pointe un risque à la hausse sur notre prévision de +0,1% t/t.

L'inflation en zone euro est repartie à la baisse en février, passant de 2,8% à 2,6% g.a. Le reflux est attribuable au recul de l'inflation dans l'alimentation (-2,1 pp à 3,3% g.a.) ainsi que dans les biens manufacturés (-0,4 pp à 1,6% g.a.), tandis que la déflation des prix énergétiques s'est estompée (+2,5 pp à -3,7%) et que l'inflation dans les services s'est stabilisée à 4,0%. À noter que plus aucune économie de la zone euro n'affiche une inflation supérieure à 5,0%. L'Estonie – le dernier pays dans ce cas – est repassée sous ce seuil en février.

Les difficultés dans le secteur manufacturier restent toutefois importantes et constituent le risque baissier le plus notable pour l'activité en zone euro à court terme. La production industrielle a chuté de 3,2% m/m en janvier, vers son plus bas niveau depuis septembre 2020. Les perspectives pour le secteur restent mal orientées : l'indice PMI a reculé en mars pour le deuxième mois consécutif (-0,8 point à 45,8) et s'enfonce plus nettement sous le seuil d'expansion des 50. Le sous-indice sur l'emploi dans le secteur baisse de 0,5 point à 46,6, son plus bas niveau depuis août 2020. Le rapport de S&P Global pointe ainsi vers une poursuite du retournement des créations d'emploi dans ce secteur, un phénomène déjà en cours depuis l'an passé, bien que de manière encore limitée. En effet, selon les chiffres d'Eurostat, l'emploi manufacturier en zone euro a plafonné aux deuxième et troisième trimestres 2023, avant de reculer de 0,1% t/t au dernier trimestre. La part de l'emploi manufacturier en zone euro a ainsi atteint son plus bas niveau historique, à 12,8%.

Ce recul reste toutefois compensé par les créations de postes dans les services, notamment l'information et la communication (+0,6% t/t au T4 2023), la fonction publique (+0,4% t/t), ainsi que dans la construction, qui reprend quelques couleurs (+0,4% t/t). Cela permet au marché du travail en zone euro de rester très tendu. Le taux de chômage a d'ailleurs atteint son plus bas niveau jamais enregistré en janvier, à 6,4%. Notre prévision de croissance pour 2024 reste celle d'un renforcement progressif de l'activité qui, malgré un acquis de croissance nul, porterait la croissance à 0,7% en moyenne annuelle, en léger mieux par rapport à 2023 (+0,5%).

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 26 mars 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs de la zone euro\*

	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24
Indicateur de sentiment économique (ESI)	-0.1	-0.1	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.3	-0.3	-0.4
ESI - industrie	0.3	0.0	-0.2	-0.4	-0.6	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7
ESI - services	0.2	0.3	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.3	0.0
ESI- commerce de détail	0.5	0.6	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.1
ESI- construction	0.9	0.9	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4
Confiance des consommateurs	-1.3	-1.0	-0.9	-0.7	-0.5	-0.7	-1.0	-1.0	-0.8	-0.5	-0.7	-0.6
PMI manufacturier	-0.5	-0.8	-1.0	-1.3	-1.4	-1.2	-1.3	-1.3	-1.1	-1.1	-0.6	-0.7
PMI services	1.0	1.2	1.0	0.4	0.2	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3	0.0
PMI manufacturier nouvelles commandes	-0.7	-0.8	-1.3	-1.4	-1.7	-1.5	-1.5	-1.5	-1.2	-1.2	-0.8	-0.8
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.6	-0.8	-1.1	-1.4	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.2	-1.1	-0.8	-0.7
PMI composite emploi	0.9	1.3	1.1	0.9	0.4	0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.4
Production industrielle	-0.3	0.1	-0.4	-0.2	-0.4	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	0.1	-1.2	
Ventes au détail	-0.9	-0.7	-0.6	-0.2	-0.2	-0.5	-0.7	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	
Immatriculations de véhicules neufs	1.3	0.8	0.9	0.8	0.7	1.0	0.4	0.6	0.2	-0.2	0.5	0.4
IPCH	2.5	2.5	2.0	1.7	1.6	1.5	1.1	0.4	0.1	0.4	0.3	0.2
IPCH sous-jacent	4.8	4.5	4.1	4.0	3.9	3.6	2.8	2.5	1.8	1.7	1.6	1.4
Taux de chômage	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6		

\* Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écarts-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Nowcast	Prévision			Prévisions annuelles		
T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2023	T1 2024	T1 2024	T2 2024	T3 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.0	0.3	0.1	0.3	0.4	0.5	0.7	1.7

Voir la méthodologie Nowcast. Contact : Tarik Rharrab  
Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Un premier trimestre encore difficile et du mieux par la suite ?

Les premiers indicateurs disponibles pour le mois de janvier soulignent un début de trimestre encore faible (après une contraction du PIB de -0,3% t/t au T4 2023), d'où notre prévision d'une nouvelle baisse du PIB de -0,1% t/t au 1er trimestre. La production manufacturière (en rebond de 1% m/m en janvier) reste inférieure à celle de novembre de 1,5%, en raison d'une nette baisse de la production automobile (de 10% inférieure en janvier à son niveau de novembre). Ce repli s'explique par des problèmes d'approvisionnements liés à la situation en mer Rouge (qui ont également affecté le secteur en février).

Les indicateurs de climat des affaires, encore détériorés en janvier, ont bien traduit cette faiblesse. Leur rebond au mois de mars est principalement porté par la composante anticipations, qui s'améliore en raison des attentes d'assouplissement de la politique monétaire de la BCE. Toutefois, la composante du climat des affaires de l'IFO liée à la situation contemporaine s'améliore également : elle retrouve, à 88,1 en mars, un niveau proche de décembre, refermant ainsi une parenthèse de deux mois plus difficiles.

Un tel rebond pourrait s'expliquer, pour l'heure, par la dissipation d'effets négatifs (difficultés du secteur automobile, impact de la consolidation budgétaire annoncée en décembre), davantage que par une véritable reprise. En effet, les nouvelles commandes à l'industrie ne se sont pas redressées (pour l'essentiel) et se sont même encore dégradées pour les commandes domestiques de biens d'équipement (signal négatif en termes d'investissement des entreprises). La confiance des ménages demeure, en parallèle, à un bas niveau (-29 en mars), proche de celui de février et en deçà de celui enregistré entre mai 2023 et janvier 2024.

Ce manque de confiance des ménages survient malgré une désinflation significative (2,7% a/a sur l'indice harmonisé en février 2024, contre 6,4% a/a en août 2023), mais moins perceptible sur l'indice sous-jacent (3,3% a/a en février 2024, un niveau quasi inchangé, sur les 3 derniers mois, en raison d'une stabilisation de l'inflation sur les services).

En parallèle, la bonne tenue du marché du travail reste de mise, dans un contexte de pénuries de main d'œuvre toujours fortes, voire accrues dans certains secteurs (dont l'automobile) : le mois de janvier 2024 a ainsi vu les plus fortes créations nettes d'emploi (54000) depuis près d'un an.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 26 mars 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs de l'Allemagne\*

	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24
IFO Climat des affaires manufacturier	-0.3	-0.3	-0.6	-1.1	-1.4	-1.6	-1.5	-1.5	-1.4	-1.6	-1.5	-1.6
IFO Climat des affaires services	-0.7	-0.9	-0.9	-1.2	-1.4	-1.8	-1.8	-1.5	-1.6	-1.5	-1.8	-1.7
O Climat des affaires dans le commerce de gros	-0.6	-0.7	-1.2	-1.3	-1.5	-1.7	-1.6	-1.7	-1.4	-1.7	-1.9	-1.9
IFO Climat des affaires dans le bâtiment	0.3	0.2	0.6	1.4	0.4	0.5	0.8	0.3	0.4	1.3	0.4	
GFK confiance des ménages	-3.5	-3.2	-2.8	-2.7	-2.7	-2.6	-2.6	-2.7	-2.8	-2.7	-2.4	-2.8
Production industrielle	0.5	0.2	0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.6	-0.6	-0.8	-0.8	-0.9	
Commandes industrielles de l'étranger	-1.0	-0.9	-0.6	0.3	-1.0	-0.8	-0.1	-0.7	-0.4	0.6	-0.6	
Nouvelles commandes dans le bâtiment	-2.4	-1.1	-0.6	-0.3	0.2	2.1	1.4	0.1	-0.4	0.4	0.2	
Ventes de détail	-2.9	-1.7	-1.0	-0.5	-0.9	-1.1	-1.6	-0.3	-0.8	-0.5	-0.7	
IPCH sous-jacent	4.7	4.2	3.6	4.4	4.4	4.1	2.8	2.3	1.7	1.6	1.6	1.6
Taux de chômage	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	

\* Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro. Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écarts-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision			Prévisions annuelles		
T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.1	0.0	-0.0	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.3	-0.1	0.0	1.4

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Vers une reprise différée de l'activité

Le 1er trimestre a mal commencé, avec la baisse de la production manufacturière en janvier (-1,6% m/m) liée à la mise à l'arrêt pour maintenance de raffineries de pétrole (avec de nouvelles difficultés en mars) et à un retournement dans l'automobile (problèmes d'approvisionnement, puis baisse de la demande affectant la cadence de production). En parallèle, les données de commerce extérieur de janvier ne suggèrent pas de rebond des importations de biens intermédiaires (intrants pour les autres secteurs).

Par rapport à notre prévision de croissance (identique à notre nowcast) de +0,1% t/t au 1er trimestre, un tel « retard à l'allumage » constituerait un risque à la baisse. L'Insee l'a pris en compte dans la révision de sa prévision de 0,2% à 0% t/t (la Banque de France conservant une prévision à 0,2% t/t, en raison de la bonne tenue des services marchands). À l'inverse, cela engendrerait un risque à la hausse sur notre prévision du 2e trimestre (0,2% t/t), intégré par l'Insee dans sa propre prévision (0,3% t/t).

La dynamique de reprise n'est pas non plus franchement enclenchée du point de vue des indicateurs de demande, comme l'illustre le recul de la consommation de biens de janvier (-0,3% m/m) et la remontée encore hésitante de l'indice de confiance des ménages. Dans ce contexte, une accélération de la croissance à court terme serait la conséquence d'une production qui rattraperait le retard relatif pris au 1er trimestre.

D'autres éléments devraient toutefois donner une impulsion positive à la demande dans les prochains mois. Ils sont liés à des aides dont l'entrée en vigueur tardive ou la restriction temporaire du champ d'application ont pu peser sur l'activité jusqu'ici : le lancement, le 14 mars, du crédit d'impôt au titre des investissements dans l'industrie verte (C3iV) et le 14 février de la nouvelle mouture du bonus écologique à l'achat d'automobile, l'assouplissement, le 8 mars, des critères d'éligibilité à MaPrimeRénov' (restreinte en début d'année concernant les mono-gestes).

Par ailleurs, la désinflation est réelle, l'indice harmonisé des prix à la consommation ne progressant plus que de 3,1% a/a en février contre 5,7% en septembre 2023, même si elle ne s'est, pour l'instant, pas traduite par un rebond de la consommation des ménages. Toutefois, la disparition de l'inflation sur les prix des produits alimentaires et des biens devrait se confirmer (dans le sillage de la modération des prix prévus dans la dernière enquête de conjoncture de l'Insee), un signal positif pour les ménages, tout comme la bonne tenue du marché du travail (stabilité du climat de l'emploi, mesuré par l'Insee, à 102 en mars).

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 27 mars 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs de la France\*

	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24
Climat des affaires - industrie	0.4	0.1	-0.1	0.0	0.1	-0.4	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.1
Climat des affaires - services	0.5	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
Climat des affaires - construction	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0
Climat des affaires - commerce de détail	-0.3	0.0	-0.4	0.2	0.6	0.5	0.3	-0.2	-0.4	-0.1	0.4	-0.1
Climat de l'emploi	1.0	0.9	0.6	0.6	0.5	0.1	0.5	0.2	-0.1	0.0	-0.2	0.2
Confiance des ménages	-1.8	-1.6	-1.5	-1.2	-1.0	-1.2	-1.3	-1.2	-0.8	-0.7	-0.4	-0.6
IPCH	3.3	3.4	2.7	2.3	2.1	2.5	2.4	1.7	1.2	1.4	0.9	0.8
Core IPCH	4.1	4.2	3.6	3.6	3.3	3.0	2.5	2.4	1.7	1.7	1.4	1.2
Taux de chômage	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	1.4	
penses de conso. des ménages en biens	-0.6	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	-0.5	-0.9	-0.5	-0.4	0.1	-0.3	
Production industrielle	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.3	-0.1	0.0	0.6	0.3	0.1	0.2	
Exportations des biens	0.5	0.2	0.6	0.0	0.2	-0.7	-1.0	-0.7	-0.6	-0.5	-0.7	

\* Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro. Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
 Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Nowcast	Prévision			Prévisions annuelles		
T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2023	T1 2024	T1 2024	T2 2024	T3 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.1	0.6	-0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.9	0.7	1.4

[Voir la méthodologie Nowcast](#) - Contact : Tarik Rharrab

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## La situation dans l'industrie manufacturière reste dégradée

L'activité du secteur privé italien continue de s'améliorer en février d'après l'indice PMI composite, qui a gagné 0,4 point sur un mois, ce qui le porte à 51,1. Toutefois, à l'inverse de la situation actuellement observée en Espagne, la divergence entre le secteur manufacturier et celui des services continue de s'accroître.

Côté positif, le climat des affaires dans le secteur des services poursuit son amélioration (52,2 ; + 1 point). Bien que les arriérés d'activité soient toujours importants (48,7 ; -0,4 point), la composante relative aux nouvelles affaires continue de se redresser (53,3 ; +0,8 point) et d'entraîner l'emploi dans son sillage (52,8 ; +1,6 point).

Côté négatif, le climat des affaires dans le secteur manufacturier reste en zone de contraction après une progression marginale en février (48,7 ; + 0,2 point) en raison d'une très faible demande, comme en atteste le bas niveau des composantes relatives aux nouvelles commandes (47,1) et aux stocks d'intrants (44,9). La faiblesse de la production, visible dans les données d'enquête (soft data), se retrouve dans les données « dures » (hard data), avec une forte baisse de l'indice de production industrielle en janvier (-1,2% m/m après +1,2% en décembre). Néanmoins, la composante emploi du PMI manufacturier s'est améliorée (51,2 ; +2,4 points), suggérant que les entreprises restent optimistes concernant l'activité future.

L'Italie reste, en février, pour un mois de plus, l'un des seuls pays de la zone euro<sup>1</sup> à enregistrer une inflation inférieure à 1% (0,8% a/a, -0,1 point de pourcentage par rapport à janvier). Cette dernière est, comme ailleurs dans la zone euro, toujours principalement portée par l'inflation élevée des services (3,1% ; -0,1 pp), ce qui contribue à la persistance de l'inflation sous-jacente (2,6% a/a).

Bien qu'elle se soit nettement améliorée depuis octobre 2023 (+3,5 points), la confiance des ménages reste à un bas niveau en février (-16 selon l'enquête de sentiment économique de la Commission européenne). Les premiers indicateurs conjoncturels relatifs à la consommation des ménages ont été mitigés en début d'année : les ventes au détail se sont de nouveau contractées en janvier (-0,1% m/m), mais les immatriculations de nouveaux véhicules ont augmenté de 12,8% a/a en février (contre 10,6% a/a en janvier).

Après une croissance estimée à 0,2% t/t au T4 2023, le PIB réel italien devrait légèrement ralentir en rythme trimestriel au T1 2024 (0,1%). Sur l'ensemble de l'année 2024, nous prévoyons que la croissance reste sur le même rythme qu'en 2023, soit +0,9% en moyenne annuelle.

<sup>1</sup> Avec la Lettonie

Lucie Barette (achevé de rédiger le 21 mars 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs de l'Italie\*

	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24
Climat des affaires - industrie	0.5	0.6	0.2	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.2	0.3
Climat des affaires - construction	1.8	2.0	1.9	1.9	2.2	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	1.7	1.5
Climat des affaires - service	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.8	0.6
PMI nouvelles commandes à l'exportation	0.1	-0.5	-0.4	-1.2	-1.0	-1.6	-1.4	-1.4	-1.2	-1.2	-0.6	-0.8
PMI composite - emploi	1.0	1.3	1.2	0.6	0.0	-0.7	0.4	-0.1	-0.1	0.3	0.2	0.8
Confiance des ménages	0.2	0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.6	-0.4	0.0	0.0	0.0
Production industrielle	-0.3	-0.7	-0.3	0.0	-0.2	-0.4	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.3	
Ventes de détail	1.1	0.5	0.5	0.8	0.5	0.4	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.1	
Exportations	-0.2	-0.9	-0.3	-0.3	-0.9	-0.2	-0.9	-0.2	-0.8	-1.0	-0.4	
IPCH	2.7	2.9	2.6	2.0	1.8	1.5	1.5	-0.1	-0.7	-0.7	-0.5	-0.5
IPCH sous-jacent	4.0	3.9	3.5	3.2	3.0	2.3	2.4	2.1	1.6	1.3	1.1	0.9
Emploi	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8	1.3	1.2	1.0	1.1	1.1	0.8	
Taux de chômage	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	
Salaire	0.5	0.7	0.6	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	0.9	5.6		

\* Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision			Prévisions annuelles		
T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.5	-0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.3	0.4	1.0	0.9	1.4

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Le leader de l'Europe du Sud

L'inflation espagnole a, comme anticipé, ralenti en février. En variation annuelle, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) n'a progressé que de 2,9% (-0,6 point de pourcentage par rapport à janvier) en raison d'une accentuation de la déflation des prix de l'énergie, elle-même induite par des conditions météorologiques favorables<sup>1</sup>. À l'instar d'autres pays de la zone euro, l'inflation dans les services persiste en Espagne, cette dernière restant la principale composante contribuant à l'inflation d'ensemble (contribution de 1,9 pp).

Après le record touristique enregistré en 2023, l'activité ne faiblit pas en ce début d'année. Bien que le nombre d'arrivées ait été légèrement plus faible en janvier qu'en décembre (-7,2% m/m en janvier<sup>2</sup>), le nombre de voyageurs a tout de même frôlé les 5 millions, un niveau historique pour un tel mois. Cette vigueur du tourisme espagnol s'est mécaniquement répercutée sur l'activité du secteur des services. L'indice PMI associé poursuit son envolée, atteignant en février son niveau le plus élevé depuis mai 2023 (54,7 ; +2,6 points). L'optimisme des entreprises concernant l'activité des prochains mois s'est renforcé, soutenant également l'emploi (53,6 ; -0,6 point).

De manière remarquable, les créations nettes d'emploi demeurent importantes (+73 000 emplois sur un mois en février), notamment dans les secteurs de l'éducation et de l'hôtellerie. Le nombre de chômeurs a atteint son niveau le plus bas pour un mois de février depuis 2008, à 2,66 millions<sup>3</sup>. Cette robustesse du marché du travail, associée à la forte croissance des salaires (+4,2% a/a au T4 2023), permettra de stimuler davantage la consommation des ménages, qui devrait donc rester l'un des principaux facteurs de la croissance espagnole pour au moins un trimestre supplémentaire.

De son côté, l'activité manufacturière, qui se contractait depuis avril 2023, est revenue en zone d'expansion en février (PMI manufacturier à 51,5 ; + 2,3 points), portée par la hausse des nouvelles commandes et donc de la production.

En raison de ces bonnes performances observées dans ces deux secteurs, l'indice PMI Composite s'est amélioré (53,9 ; +2,4 points) et, surtout, reste à un niveau bien supérieur à celui de l'ensemble de la zone euro (49,2). Nous prévoyons ainsi que la croissance espagnole restera nettement plus élevée que celle de la zone euro durant l'ensemble de l'année. Selon nos prévisions, la croissance espagnole s'élèverait à 0,4% t/t au T1, avant de repartir plus franchement à la hausse à partir du T2, pour atteindre 0,6% t/t en fin d'année.

1 En février, la tempête Louis a tiré à la hausse la production d'énergie éolienne, et les conditions d'ensoleillement ont augmenté la production d'énergie solaire, faisant ainsi chuter le prix de l'électricité.

2 Données non corrigées des variations saisonnières (non cvs).

3 Données corrigées des variations saisonnières (cvs).

Lucie Barette (achevé de rédiger le 20 mars 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs de l'Espagne\*

	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24
Climat des affaires - industrie	0.5	0.6	0.2	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.2	0.3
Climat des affaires - construction	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	0.7	0.8	1.0	1.3	1.2	0.7	0.9
Climat des affaires - service	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.8	0.6
PMI nouvelles commandes à l'export	-0.2	-0.5	-0.8	-0.8	-1.3	-1.3	-0.4	-1.0	-1.0	-0.6	-0.5	-0.4
PMI composite - emploi	0.7	1.1	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6
Confiance des ménages	-0.7	-0.4	-0.4	0.0	0.4	0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1
Production industrielle	0.5	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	-0.1	0.0	
Ventes au détail	2.0	2.1	1.7	1.6	1.7	1.5	1.5	1.4	1.5	1.3	0.4	0.8
Exportations	0.9	-1.0	-0.8	-0.7	-0.9	-1.3	-1.4	-0.7	-1.0	-1.3	-0.7	
IPCH	0.4	0.7	0.3	-0.2	0.0	0.1	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.3
IPCH sous-jacent	2.7	2.2	2.0	1.9	2.4	2.3	1.9	1.8	1.5	1.6	1.3	1.4
Emploi	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Salaires	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	-0.2	-0.2
Taux de chômage	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	

\* Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision			Prévisions annuelles		
T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.5	0.5	0.4	0.6	0.8	0.4	0.5	0.6	2.5	2.0	2.1

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Un premier trimestre plus mitigé ?

L'activité économique des États-Unis a légèrement décéléré en février, selon l'enquête ISM. Celle-ci rapporte une détérioration du climat des affaires dans le secteur manufacturier, mettant un coup d'arrêt à trois mois d'augmentations, l'indice associé s'élevant à 47,8 (-1,3pp). De plus, la baisse est quasiment généralisée au sein des sous-composantes principales, y compris les nouvelles commandes qui retournent en zone de contraction (49,2, -3,3pp) après en être sorti pour la première fois depuis août 2022 au mois de janvier. L'ISM non-manufacturier rapporte également une diminution, mais de moindre ampleur, à 52,6 contre 53,4 précédemment, du fait d'un recul des embauches et de livraisons plus rapides, ces dernières suggérant une plus grande capacité des fournisseurs à répondre à la demande. Ces résultats sont conformes à notre estimation d'un ralentissement de la croissance du PIB au premier trimestre 2024, à +0,7% t/t contre +1,4% au T4 2023, légèrement au-dessus du GDPnow de la Fed d'Atlanta (+0,6% t/t).

À l'inverse, le mois de février a été marqué par de modestes améliorations s'agissant de la production industrielle et des ventes au détail, qui avaient débuté l'année par un recul mensuel. De fait, l'indice de production industrielle a progressé de +0,1% m/m (+0,6pp). Quant au groupe de contrôle des ventes au détail, lequel exclut les données liées à l'automobile (véhicules à moteur et leurs composantes, essence) et qui constitue un indicateur avancé de la consommation des ménages dans le PIB, il a gagné +0,3% m/m (+1,1pp).

Sur le plan de l'emploi, les créations nettes d'emplois salariés non-agricoles ont surpris à la hausse en février, s'élevant à +275k, un résultat toutefois largement tempéré par de significatives révisions à la baisse sur les deux mois précédents (dont -120k sur le résultat initial du mois de janvier). Dans le même temps, le taux de chômage a atteint 3,9%, ce qui correspond à un plus haut depuis janvier 2022.

Les chiffres de l'inflation se sont quant à eux révélés décevants au mois de février. Mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), celle-ci réaccélère mensuellement (+0,4% m/m, +0,1pp) et en glissement annuel (+3,2%, +0,1pp). Si l'inflation sous-jacente se réduit à +3,8% a/a (-0,1pp), elle continue de se caractériser par le niveau élevé de ses composantes liées aux services (+5,8% a/a pour les services de logement, +4,6% hors logement).

La seconde réunion de politique monétaire de l'année 2024 s'est conclue, comme attendu, sur un maintien de la cible de taux au niveau de 5,25 – 5,5%, atteint en juillet dernier. La décision de taux s'est accompagnée de la publication des projections économiques médianes des membres du comité. Ces derniers maintiennent leurs attentes d'une cible de taux à 4,5 – 4,75% à la fin 2024, soit trois baisses de 25 pb, en dépit des révisions à la hausse sur l'inflation PCE sous-jacente (2,6%, +0,2pp) et le taux de croissance (2,1%, +0,7pp) de 2024 depuis les prévisions du quatrième trimestre 2023.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 28 mars 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs des États-Unis\*

	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24
ISM manufacturier	-0.7	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.5	-0.3	-0.6	-0.7	-0.6	-0.2	-0.4
ISM services	0.3	0.5	0.2	0.9	0.7	1.0	0.8	0.5	0.6	0.1	0.8	0.6
ISM services emploi	0.3	0.2	-0.2	0.6	0.1	0.9	0.7	0.1	0.1	-1.2	0.1	-0.4
ISM manufacturier emploi	-0.5	0.0	0.2	-0.3	-1.0	-0.3	0.2	-0.5	-0.7	-0.4	-0.5	-0.7
Confiance des ménages (Université du Michigan)	-1.5	-1.4	-1.7	-1.3	-0.8	-0.9	-1.0	-1.3	-1.5	-0.9	-0.2	-0.3
Confiance des ménages (Conf. Board)	0.5	0.5	0.4	0.7	0.8	0.6	0.5	0.3	0.3	0.6	0.7	0.5
Production industrielle	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	0.1	-0.2	-0.2
Permis de construire	0.3	0.3	0.5	0.3	0.3	0.6	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5
Ventes au détail en valeur	-0.4	-0.5	-0.4	-0.5	-0.3	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1	0.1	-0.7	-0.5
Immatriculations de véhicules neufs	0.6	0.6	1.1	0.9	1.5	0.6	0.8	0.4	0.3	0.4	0.2	
Consommation des ménages en volume	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	0.4	0.0	
Pouvoir d'achat des ménages	0.6	0.6	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.0	
Déflateur de la consommation	1.4	1.4	1.1	0.6	0.7	0.7	0.7	0.5	0.3	0.3	0.1	
Déflateur de la consommation sous-jacente	2.6	2.6	2.5	2.1	2.0	1.5	1.4	1.2	1.0	0.8	0.7	
IPC	1.2	1.2	0.8	0.3	0.4	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
IPC sous-jacent	2.8	2.7	2.5	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
Emplois non agricoles	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
Taux de chômage	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9

\* Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé		Acquis	GDPNow	Prévision			Prévisions annuelles				
T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	2023 (observé)	2024	2025	
0.6	0.5	1.2	0.8	1.3	0.5	0.7	0.6	0.4	2.5	2.8	1.8

Sources : Refinitiv, BNP Paribas





## Un léger mieux

La conjoncture britannique reste dégradée, mais les derniers chiffres d'activité attestent d'un léger mieux en début d'année 2024. L'estimation mensuelle de l'ONS indique une croissance de la valeur ajoutée de 0,2% m/m en janvier, portée par un rebond dans le commerce de détail et de gros (+1,8% m/m) et la construction (+1,1% m/m). Néanmoins, cela fait suite à un second semestre 2023 difficile, marqué par une baisse du PIB réel de 0,5%. Par ailleurs, nous anticipons une hausse de l'activité très limitée au T1 2024, qui ne comblerait que partiellement la contraction des trimestres précédents.

Les évolutions sur le front de la consommation privée restent, en effet, contrastées. La dernière enquête du CBI sur les ventes au détail fait état, à nouveau, en mars, d'une nette amélioration de la balance d'opinion sur les volumes de ventes, qui repasse en territoire positif pour la première fois en un an. Ces améliorations ne se traduisent néanmoins pas encore sur les données dures de ventes au détail, qui restent déprimées et en stagnation depuis près d'un an, même si une légère augmentation a été observée en février (+0,1% m/m).

La confiance des ménages est restée inchangée en mars : si l'évolution sur la situation financière continue de s'améliorer, sur fond de reflux de l'inflation et de hausse des salaires en termes réels, les intentions d'achat de biens durables se détériorent à nouveau et soulignent la frilosité des consommateurs face à la conjoncture actuelle. Le marché immobilier retrouve néanmoins des couleurs depuis plusieurs mois, avec des prix qui repartent à la hausse depuis cet automne (l'indice Nationwide a progressé de 2,6% entre septembre 2023 et février 2024) et des nouvelles instructions de vente au plus haut depuis trois ans et demi, selon l'enquête RICS.

La désinflation s'est poursuivie en février, renforçant les attentes sur une première baisse de taux de la part de la Banque d'Angleterre, que nous prévoyons pour juin. En glissement annuel, l'indice des prix à la consommation a décéléré de 4,0% en janvier à 3,4% en février. La trajectoire de désinflation entre les biens et les services reste à ce stade très différente, même si ces deux composantes ont reculé en février. À 6,0% en février, l'inflation dans les services se heurte à une croissance des salaires toujours très vigoureuse (+5,8% en g.a.). L'inflation reste un frein important pour l'activité au Royaume-Uni, qui devrait sous-performer encore en 2024, avec une croissance attendue à 0,1%, identique à 2023.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 26 mars 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs de Royaume-Uni\*

	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24
PMI manufacturier	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-1.0	-1.5	-1.2	-1.1	-0.6	-0.8	-0.6	-0.5
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.3	-0.4	-0.6	-1.4	-1.9	-2.4	-1.1	-1.4	-0.7	-0.6	-0.5	-1.3
PMI manufacturier - emploi	-0.7	-0.1	-0.1	-0.6	-0.8	-0.7	-0.9	-0.8	-0.6	-0.8	-0.5	-1.4
PMI services	0.6	1.1	1.0	0.7	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.7	0.8	0.7
Climat des affaires (volume des carnets de commande dans l'industrie)	-0.5	-0.5	-0.4	-0.2	0.1	-0.2	-0.4	-0.8	-1.3	-0.7	-1.0	-0.5
Confiance des ménages	-1.7	-1.2	-0.9	-0.7	-1.2	-0.8	-0.5	-1.2	-0.7	-0.5	-0.3	-0.4
Production industrielle	-0.3	0.0	-0.2	0.6	0.5	0.4	0.4	-0.1	0.2	0.2	0.2	
Ventes au détail	-1.4	-1.1	-0.9	-0.7	-1.0	-0.6	-0.6	-0.8	-0.3	-0.9	-0.2	-0.4
Exportations	0.4	0.0	-0.2	0.0	-0.8	-1.2	-1.4	-0.3	-0.5	-2.2		
IPC	3.5	2.8	2.7	2.4	1.8	1.7	1.7	0.8	0.5	0.5	0.5	0.3
Taux de chômage	1.2	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2		

\* Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision			Prévisions annuelles		
T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.2	0.0	-0.1	-0.3	-0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	1.2

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Fin des taux d'intérêt négatifs

Le mois de mars a vu une amélioration de l'activité au Japon, selon l'enquête Jibun Bank PMI. Tant l'indice manufacturier (48,2, +1,0pp), grâce à une hausse généralisée des principales sous-composantes, que l'indice non-manufacturier (54,9, +1,3pp) se sont redressés, permettant à l'indice Composite d'atteindre un plus haut depuis août 2023 (52,3, +1,7pp).

L'estimation du PIB pour le T4 2023 a fait l'objet d'une révision à la hausse. Le taux de croissance trimestriel est passé de -0,1% t/t à +0,1%, à la faveur d'un meilleur résultat de l'investissement privé non-résidentiel. Cet ajustement, s'il a le mérite de symboliquement sortir le Japon de la situation de récession technique, ne vient pas bouleverser le tableau de l'économie nationale. Cette dernière continue de souffrir du niveau déprimé de la demande intérieure et nous anticipons une contraction du PIB au T1 2024, de l'ordre de -0,2% t/t.

L'inflation a, conformément aux attentes, rebondi au mois de février, du fait de la disparition de l'effet des mesures budgétaires du mois de février 2023, à savoir le subventionnement de l'énergie domestique. Ainsi, le Core CPI, indice de référence incluant l'ensemble des composantes à l'exception de la nourriture non-transformée, enregistre une hausse de +2,8% a/a (+0,8pp). Le CPI total progresse au même rythme (en hausse de +0,6pp par rapport à janvier), tandis que le « New Core », excluant nourriture non-transformée et énergie, décélère (+3,2% en glissement annuel, -0,3pp).

La Banque du Japon a pris la décision, quelque peu historique, de mettre un terme à sa politique de taux d'intérêt négatif - dite de la « NIRP » (Negative Interest Rate Policy). Cette dernière, mise en place en 2006 face à la problématique chronique de l'insuffisante inflation, constituait une spécificité japonaise. Ainsi, la réunion de mars de la BoJ a abouti au premier relèvement du taux directeur depuis 2016, la cible de taux gagnant +20 pb pour passer à +0,1%. La décision est par ailleurs intervenue après l'annonce du syndicat Rengo, selon laquelle les travailleurs concernés ont obtenu une augmentation salariale moyenne de +5,3% sur un an, un record depuis le début de l'étude en 1991, ce dont la BoJ espère que cela contribuera à fixer le niveau de long terme d'inflation autour de la cible de 2%.

Dans le même temps, il est mis fin à la politique de contrôle de la courbe de taux. Nous anticipons désormais une normalisation très incrémentale de la politique monétaire du Japon, avec une hausse de taux d'intérêt par semestre amenant le taux directeur à +0,75% à l'horizon de la fin de l'année 2025.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 25 mars 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs du Japon\*

	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24
PMI manufacturier	-0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.7
PMI services	1.0	1.1	1.2	0.8	0.8	0.9	0.8	0.3	0.2	0.3	0.6	0.6
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.7	-0.5	-0.6	-0.9	-0.5	-0.3	-0.4	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5	-0.7
PMI manufacturière - emploi	0.2	0.5	0.1	0.4	0.4	0.0	0.1	-0.3	-0.1	0.0	-0.2	-0.5
Confiance des ménages	-1.1	-0.9	-0.7	-0.7	-0.5	-0.7	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.2
Production industrielle	-0.1	0.0	0.4	-0.1	-0.3	-0.5	-0.4	-0.1	-0.2	0.0	-0.4	
Commandes privées de machines	0.3	0.6	0.1	0.3	0.2	0.1	0.3	0.2	-0.1	0.1	-0.1	
Ventes au détail	2.0	1.4	1.6	1.6	2.0	2.0	1.7	1.0	1.4	0.4	0.3	
Exportations	-0.1	-0.2	-0.5	-0.3	-0.3	-0.5	-0.1	-0.2	-0.6	0.3	0.2	
IPC	2.4	2.6	2.3	2.3	2.3	2.2	2.0	2.2	1.8	1.6	1.3	1.8
IPC sous-jacent	3.5	3.8	3.7	3.7	3.6	3.4	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3
Taux de chômage	1.1	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	
Emploi	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.6	0.3	0.0	
Salaire	0.7	0.9	1.6	1.4	1.3	1.3	0.9	1.2	1.0	1.2	1.3	

\* Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
 Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé		Acquis		Prévision			Prévisions annuelles			
T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	2023 (observé)	2024	2025
1.0	1.0	-0.8	0.1	-0.1	-0.2	0.6	0.4	1.9	0.4	0.9

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



# LES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

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

## ECONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Adjointe au chef économiste - Responsable +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, Royaume-Uni, Grèce - Commerce international +33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidani  
États-Unis, Japon +33 1 87 74 01 51 anis.bensaidani@bnpparibas.com

Lucie Barette  
Europe du Sud +33 1 87 74 02 08 lucie.barette@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

## ECONOMIES 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 Hammad  
Amérique latine +33 1 42 98 74 26 salim.hammad@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 +33 1 40 14 50 18 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