

# ECO PULSE

Février 2023

BAROMÈTRE MENSUEL DES INDICATEURS DE L'OCDE



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

En ce début d'année 2023, les signes de résistance des économies des principaux pays de l'OCDE se confirment. La contraction du PIB a été évitée au T4 2022 pour la zone euro, en France, en Espagne, au Royaume-Uni et au Japon, la baisse a été modérée en Allemagne et en Italie et la croissance a été plus forte qu'attendu aux Etats-Unis. Le risque de récession, s'il n'a pas disparu, a perdu en intensité et en imminence. Les enquêtes de confiance sont, pour la plupart, orientées à la hausse, ce qui est de bon augure pour le T1 2023. Le marché du travail continue de bien se tenir même si des signes de ralentissement commencent à apparaître. Si la résistance à la baisse de la croissance est une bonne nouvelle, celle dont fait également preuve l'inflation n'en est pas une. Les ménages perdent en pouvoir d'achat et cela pèse sur leurs dépenses, à des degrés divers selon les pays. Cela signifie aussi que les banques centrales n'en ont pas encore fini avec les hausses de taux.

**ZONE EURO : TEL LE ROSEAU, LA CROISSANCE PLIE MAIS NE ROMPT PAS**

**ALLEMAGNE : L'ALLEMAGNE ÉCHAPPERA-T-ELLE (ELLE AUSSI) À LA RÉCESSION ?**

**FRANCE : CROISSANCE MOLLE PLUTÔT QUE RÉCESSION ?**

**ITALIE : VERS UNE CONTRACTION D'ACTIVITÉ PLUS IMPORTANTE AU T1 2023 ?**

**ESPAGNE : LES SOUTIENS À LA CONSOMMATION S'ESOUFFLENT**

**ÉTATS-UNIS : UN ATERRISSAGE ? QUEL ATERRISSAGE ?**

**ROYAUME-UNI : PIB DU 4<sup>E</sup> TRIMESTRE : SUR UN FIL**

**JAPON : NETTE HAUSSE DES ANTICIPATIONS D'INFLATION**



## Tel le roseau, la croissance plie mais ne rompt pas

En janvier 2023, l'amélioration du climat des affaires selon les PMI de S&P Global s'est poursuivie, pour le 3<sup>e</sup> mois d'affilée, portant l'indice composite juste au-dessus du seuil des 50, en zone d'expansion pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis juin 2022. Ce redressement s'appuie sur le secteur manufacturier comme sur les services. Cette évolution est une bonne surprise. Nous y voyons un signe de soulagement, après un excès de pessimisme en fin d'année dernière sur fond de craintes concernant l'approvisionnement en énergie et de flambée des prix. Une rechute n'est pas à exclure.

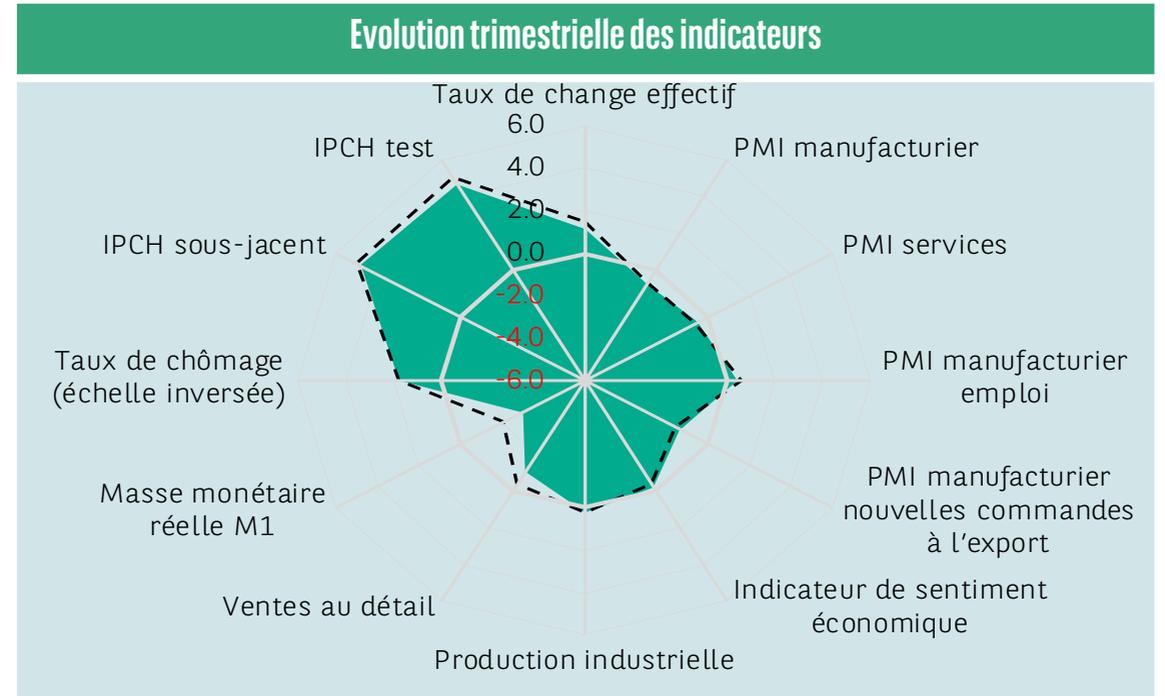
L'indicateur du sentiment économique de la Commission européenne a également enregistré, en janvier, une 3<sup>e</sup> hausse consécutive. Elle est surtout portée par le redressement de la confiance des ménages (qui s'est d'ailleurs prolongée en février selon l'estimation préliminaire, pour le 5<sup>e</sup> mois de suite) et des secteurs liés (commerce de détail et services). La baisse de l'inquiétude des ménages vis-à-vis de l'évolution des prix et du chômage se confirme.

Les nouvelles sur le front du marché du travail restent bonnes. L'emploi a progressé de 0,4 % t/t au T4 2022, au même rythme moyen qu'aux quatre trimestres précédents. Entre le T4 2021 et le T4 2022, la croissance de l'emploi en g.a. a perdu 1 point de pourcentage quand celle du PIB en a perdu 3. S'il est resté stable à 6,6% sur les trois derniers mois de 2022, le taux de chômage a baissé de près d'un demi-point sur 1 an. Les difficultés de recrutement restent importantes, le taux de vacance élevé, et la composante relative à l'emploi dans les enquêtes demeure orientée à la hausse.

Du côté de l'inflation, les nouvelles sont plus mitigées. Selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, l'inflation totale a certes poursuivi son reflux en janvier, pour le 3<sup>e</sup> mois d'affilée, s'établissant à 8,5% en g.a., mais l'inflation sous-jacente n'a toujours pas entamé le sien. Elle s'est seulement stabilisée en janvier, à 5,2%. La résistance de la croissance et de l'inflation plaide pour au moins deux autres hausses de taux de la BCE (50 pb en mars et 25 en mai).

De même qu'une contraction du PIB a été évitée au T4 2022, il pourrait en être de même au T1 2023. Notre prévision actuelle table sur une baisse de 0,3% t/t mais une révision en hausse est en cours sur la base des données et développements plus favorables qu'attendu. Notre estimation *nowcast* en porte la trace, avec une augmentation de 0,1% t/t du PIB.

Hélène Baudchon



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 -3 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

Observé			Nowcast	Prévision	Acquis	Prévision		Acquis	Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T1 2023	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.9	0.3	0.1	0.1	-0.3	0.1	0.1	0.2	0.3	3.5	0.2	1.3

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

## L'Allemagne échappera-t-elle (elle aussi) à la récession ?

Les indicateurs du climat des affaires témoignent d'une amélioration relative (par exemple, l'IFO a rebondi de 84,3 en septembre 2022 à 91,1 en février 2023), qui souligne une activité meilleure que prévu, notamment parce que les craintes d'une aggravation du choc lié à l'énergie ne se sont pas matérialisées. Ces indicateurs restent toutefois inférieurs à la normale, en cohérence avec une croissance négative du PIB allemand au 4<sup>e</sup> trimestre.

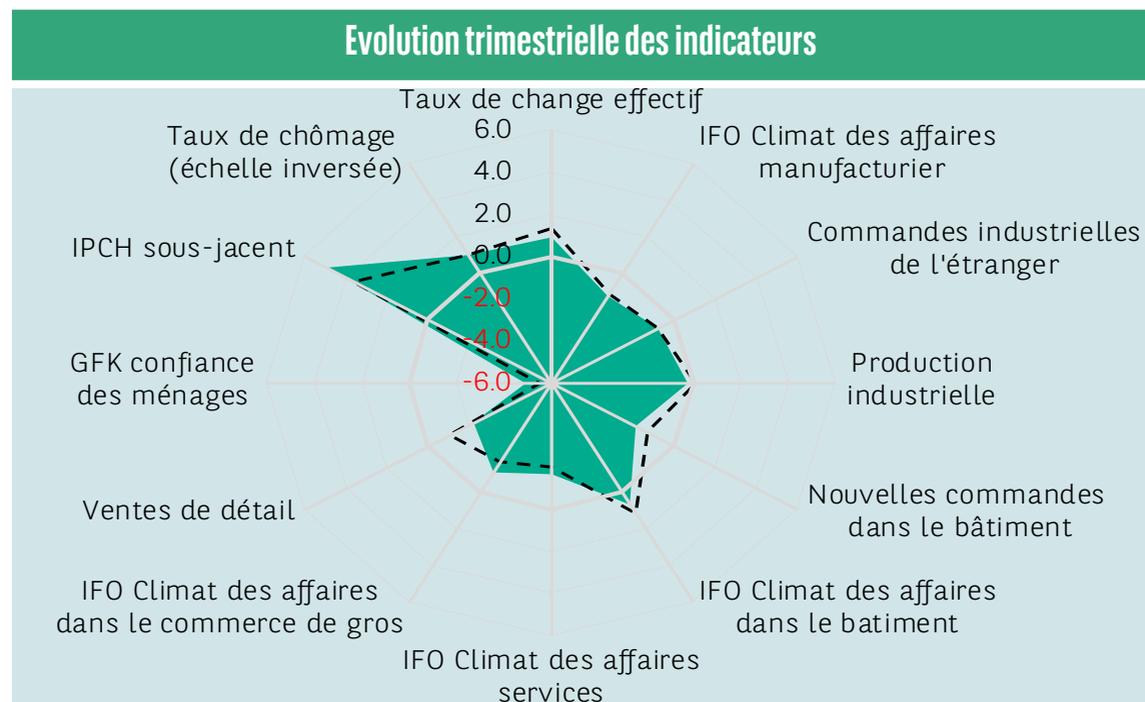
L'accélération de l'inflation a fait chuter la confiance des ménages jusqu'en octobre 2022 et leur consommation s'est repliée de 1% t/t au 4<sup>e</sup> trimestre selon les données annuelles publiées le 13 janvier dernier. Toutefois, la confiance des ménages a rebondi de près de 10 points depuis octobre (à -33,9 en février).

Ce rebond peut s'expliquer par une inflation plus modérée (9,2% a/a en janvier après un pic de 11,6% en octobre), en raison du blocage des prix de l'énergie mis en œuvre par le gouvernement fédéral. *A contrario*, l'inflation sous-jacente a continué d'augmenter, atteignant 5,4% en décembre, après 5,1% en novembre.

Le climat de l'emploi selon l'enquête IFO s'était dégradé durant l'automne dans le sillage de la détérioration du climat des affaires général, puis il a rebondi en parallèle de ce dernier. Cela souligne une situation qui reste marquée par un taux de chômage faible (5,5% en janvier) et des pénuries de main d'œuvre relativement inchangées (près de 3 entreprises sur 10 dans les services et dans l'industrie en janvier selon la Commission européenne).

La croissance de l'économie allemande ne s'est pas affaiblie autant que redouté. Elle a tout de même été négative au 4<sup>e</sup> trimestre (-0,2% t/t), et notre prévision actuelle concernant le 1<sup>er</sup> trimestre l'est également (-0,4% t/t). Le raffermissement modéré des enquêtes de conjoncture indique cependant un risque à la hausse sur cette prévision.

Stéphane Colliac



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 -3 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

Observé			Prévision	Acquis	Prévision		Acquis	Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.1	0.5	-0.2	-0.4	-0.3	0.0	0.1	-0.2	1.9	-0.2	1.2

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Croissance molle plutôt que récession ?

Selon l'Insee, le climat des affaires dans l'industrie française s'est révélé assez stable sur les derniers mois. Un affaiblissement a été observé dans les services, tout en restant graduel, l'indice passant de 107 en août à 104 en décembre 2022, avant de remonter à 106 en février 2023. Un tableau cohérent avec une croissance qui a ralenti, tout en évitant la récession.

La confiance des ménages fluctue depuis juin 2022 dans un intervalle réduit, mais inférieur de près de 20 points à sa moyenne historique. Cela s'est traduit au 4<sup>e</sup> trimestre par un repli simultané de la consommation (-0,9% t/t) et de l'investissement des ménages (-0,2% t/t).

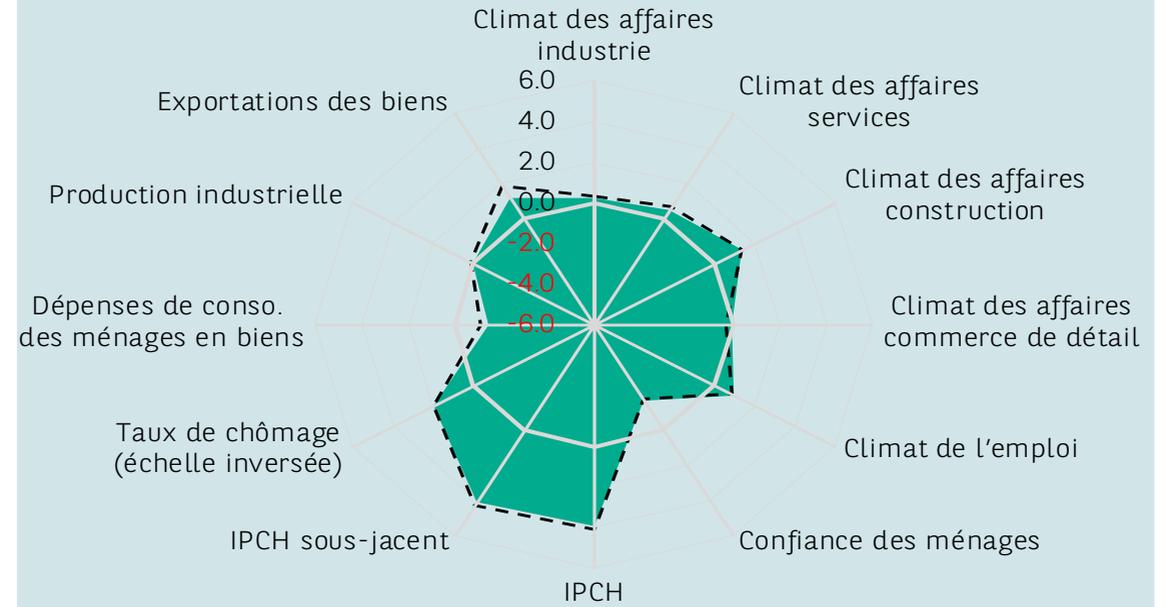
L'inflation fluctue, également depuis juin 2022, autour de 7% a/a (indice harmonisé), son niveau observé à nouveau en janvier 2023. Cela masque des évolutions contrastées au niveau des principales composantes, avec l'accélération de l'inflation alimentaire (14,4% a/a en janvier) mais l'affaiblissement relatif de celle sur les services (3,5% a/a en janvier). L'accroissement de la proportion d'entreprises anticipant une hausse des prix de vente d'après l'enquête sur les services de l'Insee suggère toutefois que l'inflation sous-jacente restera élevée (4,2% a/a en janvier).

Après de fortes créations d'emploi au cours des trois premiers trimestres de 2022 (près de 300 000 dans le secteur privé), le marché du travail a récemment envoyé des signaux plus contrastés avec une stabilisation de l'emploi au 4<sup>e</sup>, qui peut s'expliquer par la crainte (désormais levée) d'une baisse d'activité due aux contraintes d'approvisionnement en énergie. L'indice du climat de l'emploi de l'Insee, qui a atteint 110 en février 2023, semble accréditer l'idée du trou d'air passager.

Concernant le 1<sup>er</sup> trimestre 2023, notre *proxy* de croissance (*nowcast*) suggère une activité qui continuerait de progresser (+0,1% t/t), après déjà une croissance de 0,1% t/t au 4<sup>e</sup> : une situation plus favorable que celle que notre scénario établi en novembre 2022 laissait prévoir (-0,4% t/t), dont l'impact de la contrainte énergétique sur la production était plus prononcé, un risque globalement levé aujourd'hui.

Stéphane Colliac

### Evolution trimestrielle des indicateurs



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 -3 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

Observé			Nowcast	Prévision	Acquis	Prévision		Acquis	Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T1 2023	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.5	0.2	0.1	0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.2	0.1	2.6	0.0	1.0

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

## Vers une contraction d'activité plus importante au T1 2023 ?

Le rétablissement du marché du travail en Italie est plus lent que chez ses proches voisins. L'emploi est toutefois en passe de dépasser le pic enregistré en juin 2019, avec un écart de seulement 7 000 postes en décembre 2022. Le taux d'emploi (15-64 ans) enregistre pour sa part un nouveau record historique à 60,5%, tandis que le taux de chômage est stable à 7,8%. Le chômage des jeunes (15-24 ans) est à son plus bas niveau depuis septembre 2008.

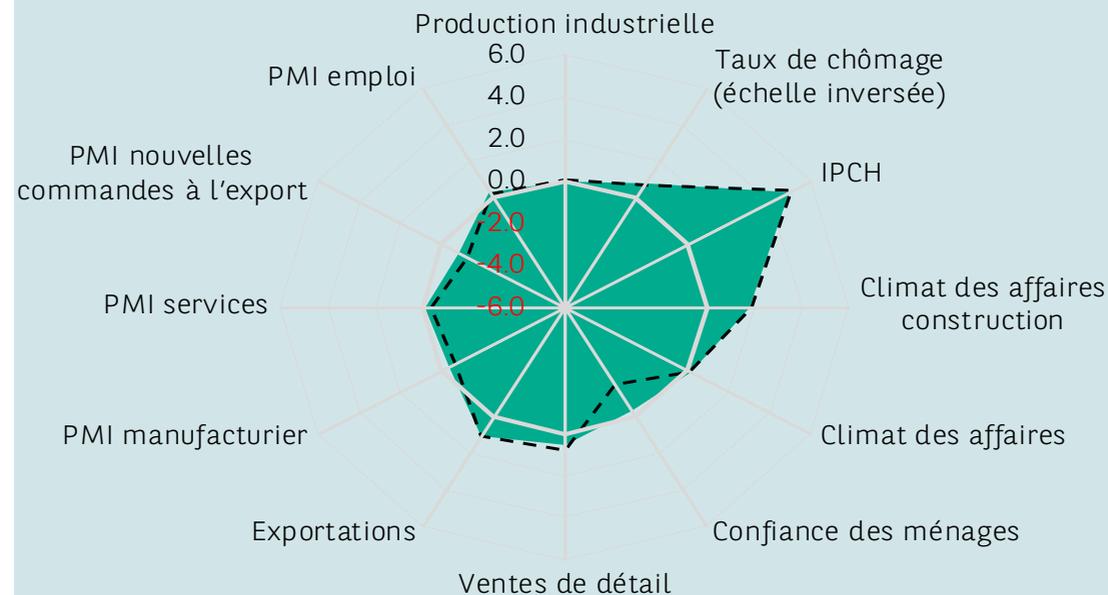
Les problèmes de recrutement, visibles notamment dans les enquêtes de la Commission européenne, devraient accroître la pression à la hausse sur les salaires et le coût du travail. L'augmentation du coût du travail s'est amplifiée tout au long de l'année 2022, pour atteindre 3,1% a/a en novembre.

Certes contenue, cette hausse constitue néanmoins la progression la plus importante depuis janvier 2009. Cela ne suffit pas à compenser les effets de l'inflation, qui se maintient au-dessus de la barre des 10% en janvier, à 10,9% en g.a. selon la mesure harmonisée d'Eurostat. La hausse des prix à la consommation est encore plus dynamique sur une durée resserrée, à savoir la mesure annualisée 3m/3m qui s'établissait à 13,7%.

Si les ventes au détail ne traduisent que partiellement la dynamique globale de la consommation des ménages italiens, elles ont néanmoins baissé de 0,4% sur l'ensemble de l'année 2022, tirées par le plongeon de 4,2% des ventes alimentaires. L'acquis de croissance de 2022 serait effacé dès le premier trimestre et l'économie transalpine n'enregistrerait qu'une légère croissance de l'activité en 2023. À court terme, la légère baisse d'activité au dernier trimestre 2022 devrait laisser place à une contraction plus importante au premier trimestre 2023.

Guillaume Derrien

### Evolution trimestrielle des indicateurs



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 -3 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

Observé			Prévision	Acquis	Prévision		Acquis	Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
1.1	0.5	-0.1	-0.4	0.0	0.1	0.2	0.2	3.9	0.2	1.2

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Les soutiens à la consommation s'essouffent

Le redressement du climat des affaires signale un risque à la hausse sur notre prévision actuelle d'une contraction du PIB espagnol au T1 2023. L'indicateur composite PMI est repassé au-dessus de la barre des 50 en janvier (51,6), cinq mois après avoir basculé sous ce seuil. Ce rebond est attribuable aux services (52,7), tandis que l'activité manufacturière demeure en zone de contraction (48,4). Si la production industrielle a progressé de 0,8% m/m en décembre et de 2,8% en 2022, elle a tout juste comblé son déficit par rapport à 2019.

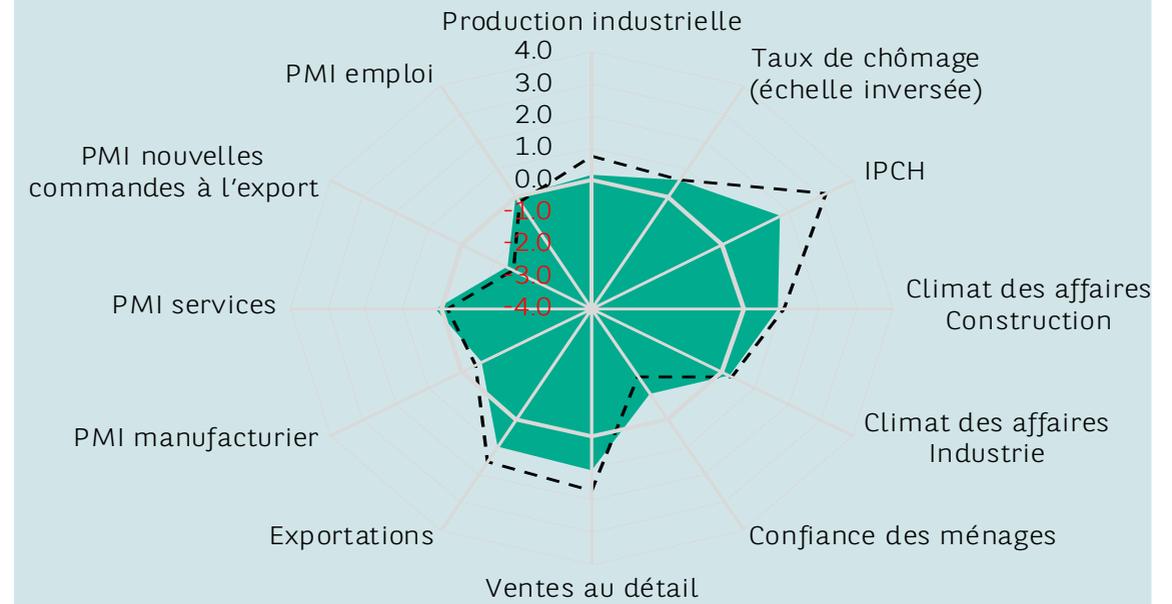
La confiance des ménages espagnols a également rebondi avec des perspectives d'inflation moins moroses, sans pour autant présager d'un rebond de la consommation : les intentions d'achat de biens durables sont peu ou prou au même niveau que durant les périodes de confinement de 2020. Par ailleurs, le taux d'épargne des ménages - 5,8% au T3 2022 - est rapidement descendu, avec le choc inflationniste, des sommets atteints lors des confinements, s'établissant largement en dessous de sa moyenne des vingt dernières années (8,9%). Un dégonflement que l'on n'observe pas en France ou en Allemagne par exemple.

L'inflation est repartie à la hausse en janvier, passant de 5,7% à 5,9% en g.a., malgré la déflation plus importante des prix énergétiques. L'inflation sous-jacente progresse encore de façon significative, de 7,0% à 7,5%, alimentée principalement par les produits alimentaires (15,7% a/a en janvier), qui contribuent pour moitié à l'inflation. La suppression en janvier de la TVA sur une liste de produits de première nécessité, constituée principalement de biens alimentaires (pain, lait, farine, œufs, etc.), ne porte pas encore ses fruits. En réaction, le gouvernement a ouvert, le 20 février dernier, un observatoire de la chaîne alimentaire (*Observatorio de la Cadena Alimentaria*) afin d'évaluer, avec les acteurs du secteur, l'impact de cette suppression de TVA, et d'envisager d'éventuels ajustements.

Nous anticipons un net ralentissement de l'activité économique en 2023, qui devrait s'accompagner d'une baisse également marquée du rythme des embauches. Les recrutements ont déjà marqué le pas, avec deux légères baisses consécutives en décembre (-8 300) 2022 et janvier 2023 (-12 200) et, les premières depuis avril 2021.

Guillaume Derrien

## Evolution trimestrielle des indicateurs



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 -3 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

Observé			Prévision	Acquis	Prévision		Acquis	Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
2.2	0.2	0.2	-0.3	0.5	0.2	0.2	0.7	5.5	0.6	1.4

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Un atterrissage ? Quel atterrissage ?

En janvier, les enquêtes ISM sur le climat des affaires ont envoyé des signaux contrastés : l'indice du secteur manufacturier a continué de se dégrader, s'enfonçant en zone de contraction (47,4), tandis que celui du secteur non-manufacturier a fortement rebondi (à 55,2), effaçant quasiment entièrement sa chute de décembre. L'indicateur composite avancé du *Conference Board* a reculé en janvier pour le dixième mois consécutif mais plus modérément (-0,3% m/m après -0,9% en moyenne les trois mois précédents). Si le signal récessif de cet indicateur est clair, il n'a pas encore gagné l'indicateur coïncident, qui frôle toutefois la stabilisation.

Du côté du consommateur américain, les signaux sont positifs. Selon l'enquête du *Conference Board*, la confiance des ménages est certes repartie à la baisse en janvier mais après un bond en décembre 2022, une remontée qui s'est poursuivie jusqu'en février selon l'enquête de l'Université du Michigan. Au T4 2022, la consommation de biens a renoué avec la hausse après deux trimestres de baisse, tandis que la progression de la consommation de services est restée relativement soutenue. Les ventes au détail (en valeur) ont surpris très favorablement en janvier, avec une hausse de 3% m/m. La morsure de l'inflation est visible sur le pouvoir d'achat des ménages (en baisse de 1,7% en g.a. en décembre), moins sur leur consommation (en hausse de 2,2%).

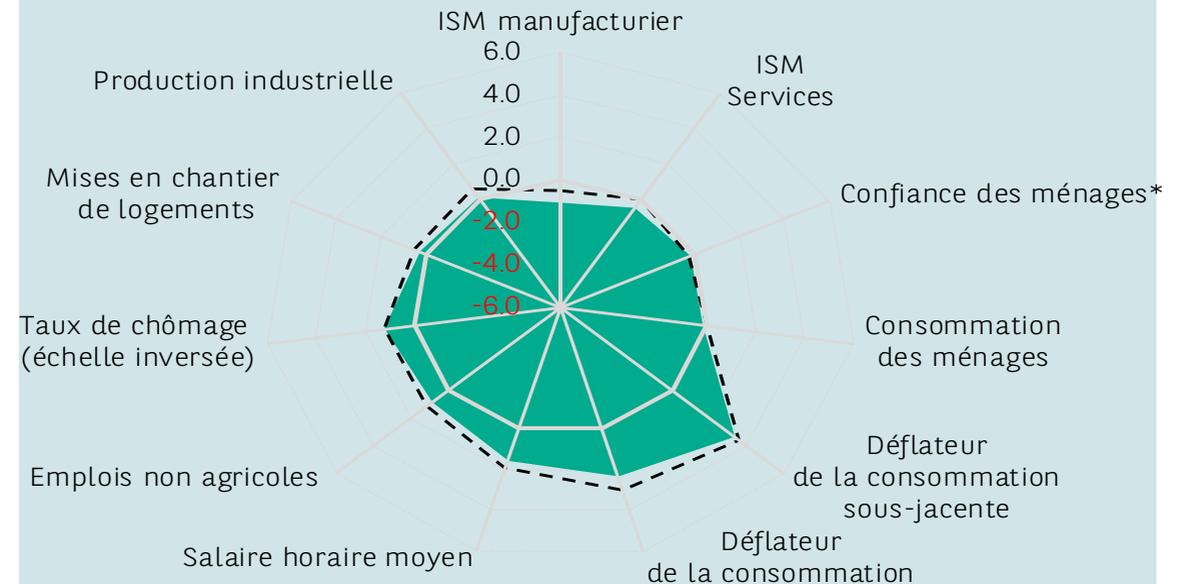
Ce chiffre très favorable des ventes au détail fait écho à celui des créations d'emplois salariés non agricoles en janvier, également très positif (+517k). À noter que les statistiques de janvier ont pu être biaisées à la hausse par une météo clémente après l'épisode glacial de décembre. Il reste toutefois un secteur où les nouvelles sont négatives, celui de l'immobilier.

La désinflation s'est poursuivie en janvier mais beaucoup moins vite que lors des trois mois précédents, rappelant le risque d'un processus lent. Ce tableau conjoncturel plaide en faveur d'au moins deux autres hausses de taux de la Fed (de 25 pb chacune en mars et en mai 2023 selon nos prévisions).

Après un creux à 0,6% en rythme trimestriel annualisé, l'estimation *GDPNow* de la Réserve fédérale d'Atlanta de la croissance au T1 2023 s'élève, à la mi-février, à 2,5% ; ce rythme inférieur mais proche de celui du T4 2022 (2,9%) souligne les risques à la hausse entourant notre propre prévision (1%).

Hélène Baudchon

## Evolution trimestrielle des indicateurs



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 -3 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

Observé			GDPNow	Prévision	Acquis	Prévision		Acquis	Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T1 2023	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
-0.1	0.8	0.7	0.6	0.3	1.2	-0.3	-0.3	0.8	2.1	0.7	0.2

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## PIB du 4<sup>e</sup> trimestre : sur un fil

Après un repli du PIB de 0,5% m/m en décembre selon l'ONS, l'activité britannique s'est dégradée en janvier avant de rebondir nettement en février selon l'enquête PMI, notamment dans les services. Le PMI est ressorti à 49,2 pour le secteur manufacturier et à 53,3 pour les services. Parmi les mauvaises nouvelles à surveiller, les défaillances d'entreprises (+59% a/a en 2022) ont atteint un plus haut depuis 2009.

Les ventes au détail se sont toutefois montrées résilientes en janvier, avec +0,5% m/m, un chiffre positif qui fait suite à la croissance modeste mais positive de 0,1% t/t des dépenses de consommation des ménages au T42022 selon l'ONS.

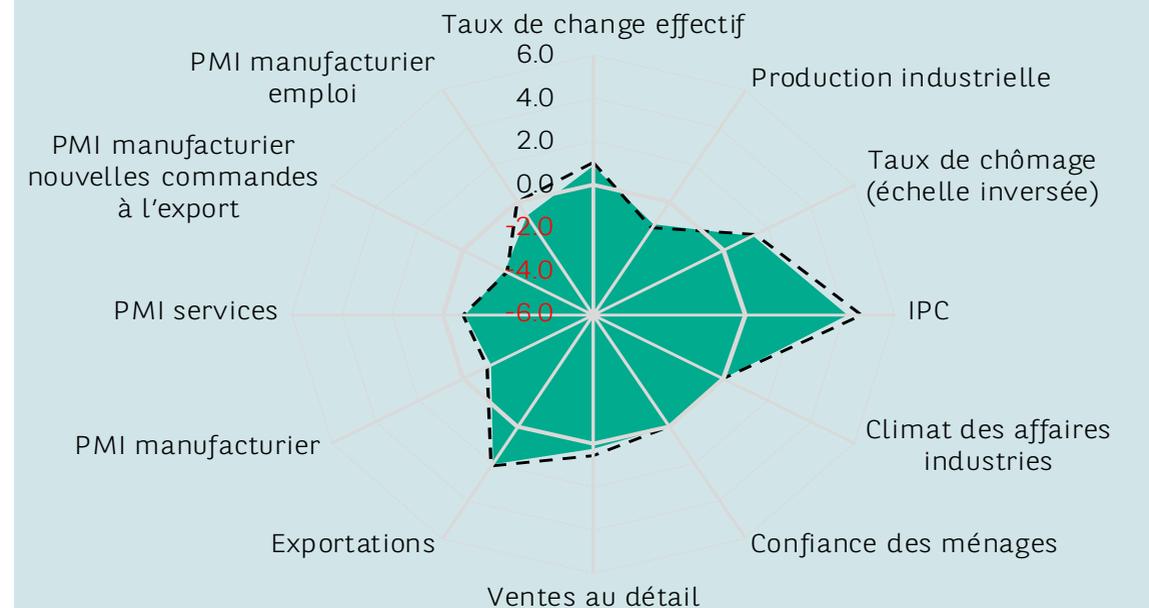
L'inflation a atteint son pic au mois d'octobre à 11,1%. La désinflation, graduelle, s'est poursuivie en janvier, les prix augmentant de 10,1% a/a (10,5% en décembre). L'enquête CBI de janvier a montré que les chefs d'entreprise continuaient de revoir à la baisse leurs anticipations de hausse des prix (balance à +41). Face à une inflation qui reste élevée, la BoE a de nouveau rehaussé son taux directeur de 50 points de base (pb) début février. Nous anticipons une dernière hausse de 25 pb en mars, avant une stabilisation à 4,25%.

Le marché du travail reste dynamique. Le salaire moyen a progressé de +6,7% a/a hors bonus en décembre 2022 (contre 6,5% attendu). Le Royaume-Uni a ajouté 102 000 emplois en janvier, un plus haut depuis septembre 2021. Les sondages CBI du T1 2023 commencent cependant à envoyer des signaux plus contrastés : l'emploi se réduirait à l'horizon des trois prochains mois dans la distribution mais il se maintiendrait dans l'industrie (balances à -9 et +24 respectivement).

L'économie britannique a évité la récession technique au T4 2022 avec une croissance trimestrielle nulle selon la première estimation. L'activité a été soutenue par la résistance de l'investissement des entreprises, qui a retrouvé son niveau de prépandémie. Une récession reste attendue au 1<sup>er</sup> semestre 2023, la hausse des taux devant peser sur le crédit, et l'inflation devant éroder le pouvoir d'achat des ménages.

Hélène Baudchon (avec la collaboration de Louis Morillon)

## Evolution trimestrielle des indicateurs



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 -3 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

Observé			Prévision	Acquis	Prévision			Acquis	Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024	
0.1	-0.2	0.0	-0.6	-0.7	-0.2	0.2	-0.7	4.1	-0.9	0.8	

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Nette hausse des anticipations d'inflation

Les enquêtes auprès des entreprises japonaises évoluant dans les services (PMI services, *Economy Watchers survey*) offrent peu de visibilité, oscillant depuis plusieurs mois entre hausse et baisse. Les indices dans le secteur manufacturier fournissent une tendance plus claire : l'activité se dégrade progressivement, malgré la baisse notable des tensions sur les chaînes de production auxquelles sont fortement liés les industriels nippons. L'indice PMI manufacturier est resté en janvier dernier sous le seuil d'expansion, à 48,9, en baisse quasi-constante depuis 10 mois.

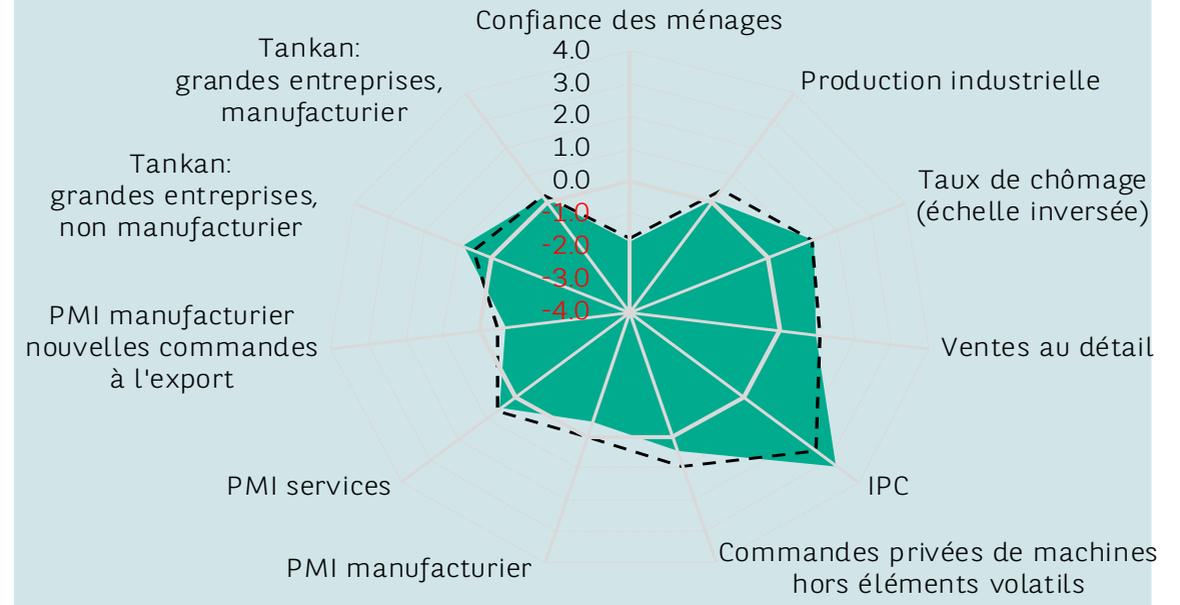
La confiance des ménages et leur comportement s'ajustent à des perspectives d'inflation de plus en plus détériorées. Selon l'enquête du Cabinet Office, plus de 6 ménages sur 10 anticipaient en janvier une inflation supérieure ou égale à 5% d'ici un an. Ils n'étaient que 3 sur 10 avant le début de la guerre en Ukraine et moins de 2 sur 10 avant la crise sanitaire. Les intentions d'achat de biens durables, qui ont touché un nouveau point bas en novembre dernier, ne sont remontées que très légèrement depuis. Elles reflètent parfaitement les arbitrages de consommation des ménages, contraints par la baisse de leur pouvoir d'achat.

L'inflation ne montre aucun signe d'essoufflement cet hiver. L'indice des prix à la consommation (IPC) a progressé plus rapidement en décembre, atteignant la barre des 4% a/a, tandis que la mesure suivie par la Banque du Japon (IPC hors aliments périssables) a crû davantage, à 4,1% a/a. L'envolée des prix dans l'alimentation, qui pèse pour un quart du panier de consommation des ménages, s'établit à 6,9% a/a et constitue de loin le plus gros contributeur à l'inflation (1,8 point de pourcentage en décembre). Alors que la dépréciation du yen s'est estompée, la hausse des coûts de l'énergie (encore extrêmement importante en janvier, avec des prix à la production dans le secteur en hausse de 49,7% a/a) continue de générer une forte pression sur les prix.

Le taux de chômage est resté stable à un très bas niveau, à 2,5%, en décembre dernier. Le marché du travail ne s'est pourtant pas totalement remis du choc de la Covid-19, les nouvelles ouvertures de postes et le niveau d'emploi étant toujours inférieurs à ceux de la fin 2019. Dans ce contexte, la croissance resterait modérément positive à l'horizon des prochains trimestres.

Guillaume Derrien

### Evolution trimestrielle des indicateurs



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 -3 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

Observé			Prévision	Acquis	Prévision		Acquis	Prévisions de croissance annuelle		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
1.1	-0.3	0.2	0.4	0.7	0.4	0.3	1.1	1.1	1.1	0.5

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  
Responsable – Zone euro, 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  
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

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 Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, 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