

ECOWEEK

numéro 23.08
20 février 2023

“

AUX ÉTATS-UNIS, LE SCÉNARIO LE PLUS PROBABLE SEMBLE ÊTRE CELUI D'UN ATERRISSAGE DIFFÉRÉ PLUTÔT QU'UNE ABSENCE D'ATERRISSAGE.

”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

États-Unis : les jeux ne sont pas faits

5

REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire des marchés (change, bourse, taux, matières premières, etc.).

7

BAROMÈTRE

L'analyse de données économiques récentes : commerce international

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10

CALENDRIER

Les principaux indicateurs de la semaine passée et les plus attendus de la semaine à venir.

12

DERNIÈRES PUBLICATIONS

Les derniers articles, graphiques commentés, vidéos et podcasts des Études économiques.



ÉTATS-UNIS: LES JEUX NE SONT PAS FAITS

Aux États-Unis, la phase d'expansion du cycle conjoncturel, la période de forte inflation, le cycle de resserrement monétaire comme le mode « risk-on » (appétit pour le risque) sur les marchés semblent loin d'être terminés. La croissance relativement forte en cours renforce le risque d'interruption du ralentissement de l'inflation. Pour décrire une telle situation, les observateurs commencent à parler de scénario « sans atterrissage ». Cependant, à en juger par les données les plus récentes, un « atterrissage différé » semble être le scénario le plus probable. Les marchés s'attendent à présent à un taux final plus élevé et, par conséquent, à un allongement de l'horizon de baisse des taux. Plus le taux final est élevé, plus grande est la probabilité d'un atterrissage agité.

En 1973, Yogi Berra, légende du base-ball américain, dont l'équipe avait reculé dans le classement de la Ligue nationale américaine de base-ball, avait eu ce mot : « *ce n'est pas fini tant que ce n'est pas terminé* »¹. Une manière de dire que la compétition était loin d'être achevée et que tout était encore possible.

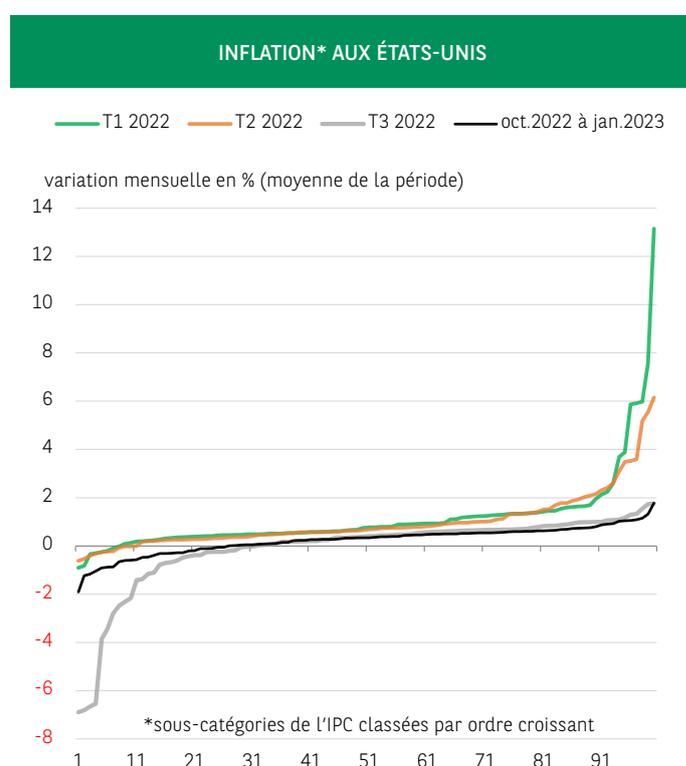
Cette formule peut tout aussi bien être appliquée à la description du contexte économique et de la situation des marchés aux États-Unis : la phase d'expansion du cycle conjoncturel, la période de forte inflation, le cycle de resserrement monétaire comme le mode « risk-on » (appétit pour le risque) sur les marchés semblent devoir perdurer. Ainsi, s'agissant de l'expansion conjoncturelle, les données récentes pour le mois de janvier ont été solides : créations d'emplois impressionnantes, rebond particulièrement marqué des ventes au détail à hauteur de 3%, après un repli en novembre et décembre.

Plus généralement, le « nowcast » de la Réserve fédérale d'Atlanta² fait ressortir une croissance annualisée du PIB réel de 2,5% du trimestre en cours par rapport au précédent. La croissance actuelle, relativement forte, pourrait freiner le ralentissement de l'inflation. Le marché du travail resterait en tension, favorisant une croissance robuste des salaires tandis que les entreprises maintiendraient leurs marges bénéficiaires sur fond de demande soutenue.

Les observateurs commencent à parler d'« absence d'atterrissage » pour décrire le contexte économique actuel. Il s'agit d'un scénario très différent des options traditionnelles d'atterrissage en douceur ou en catastrophe car, dans ce cas, la banque centrale se verrait contrainte de poursuivre le relèvement des taux³.

De ce point de vue, les dernières données sur la hausse des prix à la consommation ont été quelque peu décevantes. L'inflation totale – en variation mensuelle – a progressé, passant du chiffre (révisé à la hausse) de +0,1% en décembre à +0,5% en janvier et l'inflation sous-jacente est restée inchangée à +0,4%. Même si ces chiffres se sont révélés conformes au consensus de Bloomberg dans les deux cas, la stabilité de l'inflation sous-jacente interroge sur le rythme de la désinflation.

Pour une analyse plus approfondie, le graphique 1 montre les moyennes trimestrielles⁴ des variations mensuelles des prix à la consommation pour un large nombre de catégories de dépenses. Afin d'apporter un éclairage sur la distribution, pour chaque période les résultats ont été classés par ordre croissant.



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

Après une amélioration spectaculaire au troisième trimestre 2022 – l'ensemble de la distribution s'est déplacé vers le bas, l'extrémité droite s'est aplatie et de nombreuses catégories ont enregistré des chiffres d'inflation très négatifs –, les données indiquent une stabilisation depuis le début du quatrième trimestre 2022: sa distribution épouse celle du trimestre précédent mais avec des valeurs négatives moins extrêmes.

En outre, sur ce graphique, l'inflation médiane se situe toujours à 0,34% en rythme mensuel, ce qui est, certes, un niveau nettement meilleur qu'au premier et au deuxième trimestres de l'année dernière – respectivement 0,75% et 0,65% – mais à peine inférieur à celui du

¹ Source : *How people started saying 'It ain't over till it's over'*, site Web de la BBC, 23 septembre 2015.

² Le « nowcast » est basé sur un modèle d'estimation en temps réel de la croissance du PIB en fonction de la relation historique entre les données publiées et le PIB.

³ Le scénario de l'atterrissage en douceur est celui dans lequel la Réserve fédérale réussit à ramener l'inflation vers l'objectif sans provoquer une récession. En cas d'atterrissage en catastrophe, la récession est le prix payé pour atteindre l'objectif d'inflation.

⁴ Les données de janvier 2023 ont été ajoutées à celle du quatrième trimestre de l'année dernière.



troisième trimestre (0,38%). Le taux d'inflation mensuelle de 6,3% (60%) des composantes de l'indice des prix à la consommation correspond à une inflation annuelle supérieure à 2,0% (3,0%).

Dans ces conditions, la Réserve fédérale devra poursuivre sa politique de resserrement monétaire. Compte tenu des dernières données, les marchés anticipent désormais un taux final plus élevé et, par conséquent, une baisse des taux plus tardive (*graphique 2*).

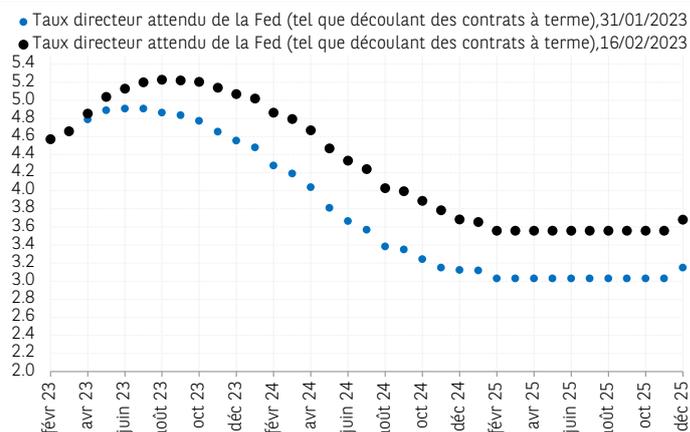
Une telle perspective a pesé sur les marchés actions mais seulement de manière marginale. L'indice S&P 500 a gagné plus de 6% depuis le début de l'année et, malgré la remontée récente des rendements des Treasuries, il n'est qu'à 2,5% de son plus haut de cette année. Cette évolution reflète la tendance des investisseurs à se projeter au-delà du pic des taux d'intérêt et à se montrer optimistes face à l'impact du resserrement monétaire sur les bénéfices des entreprises.

Pour revenir à l'aphorisme de Yogi Berra, comme dans le sport où quelqu'un gagne toujours à la fin, lorsqu'une banque centrale s'est engagée dans un processus de relèvement des taux une fin de partie est inévitable. La Réserve fédérale mettra un terme à cette politique lorsqu'elle sera convaincue que, sans autre intervention de sa part, l'inflation convergera assez rapidement vers la cible.

Quelles en seront les conséquences pour le cycle de croissance et le cycle du marché ? Cela dépendra de l'environnement économique qui aura alors été atteint. À en juger par les données les plus récentes, le scénario le plus probable semble être celui d'un atterrissage différé plutôt que d'une absence d'atterrissage. Plus le taux final sera élevé, plus grande est la probabilité d'un atterrissage chaotique.

William De Vijlder

TAUX DIRECTEUR ATTENDU DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

À en juger par les données les plus récentes, le scénario le plus probable semble être celui d'un atterrissage différé plutôt qu'une absence d'atterrissage. Après tout, plus le taux final est élevé, plus grande est la probabilité d'un atterrissage chaotique.



REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 10-2-23 au 17-2-23

➔ CAC 40	7 130	▶ 7 348	+3.1 %	
➔ S&P 500	4 090	▶ 4 079	-0.3 %	
➔ Volatilité (VIX)	20.5	▶ 20.0	-0.5 pb	
➔ Euribor 3m (%)	2.62	▶ 2.67	+4.6 pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	4.87	▶ 4.92	+4.6 pb	
➔ OAT 10a (%)	2.83	▶ 2.92	+8.4 pb	
➔ Bund 10a (%)	2.33	▶ 2.42	+9.1 pb	
➔ US Tr. 10a (%)	3.76	▶ 3.83	+7.1 pb	
➔ Euro vs dollar	1.07	▶ 1.07	-0.1 %	
➔ Or (once, \$)	1 860	▶ 1 837	-1.2 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	86.5	▶ 83.0	-4.0 %	

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 23	+bas 23	Rendements (%)	+haut 23	+bas 23
€ BCE	3.00	le 08/02	2.50	le 02/01	
Eonia	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01	
Euribor 3m	2.67	le 16/02	2.16	le 02/01	
Euribor 12m	3.57	le 17/02	3.30	le 19/01	
\$ FED	4.75	le 02/02	4.50	le 02/01	
Libor 3m	4.92	le 17/02	4.77	le 02/01	
Libor 12m	5.64	le 17/02	5.25	le 03/02	
£ Bque Angl	4.00	le 02/02	3.50	le 02/01	
Libor 3m	4.20	le 14/02	3.87	le 02/01	
Libor 12m	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01	
Au 17-2-23					
€ Moy. 5-7a	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01	
Bund 2a	2.89	le 16/02	2.90	le 16/02	
Bund 10a	2.42	le 02/01	2.44	le 02/01	
OAT 10a	2.92	le 02/01	2.99	le 02/01	
Corp. BBB	4.37	le 02/01	4.63	le 02/01	
\$ Treas. 2a	4.63	le 16/02	4.66	le 16/02	
Treas. 10a	3.83	le 16/02	3.87	le 16/02	
High Yield	8.61	le 02/01	9.01	le 02/01	
£ Gilt. 2a	3.73	le 14/02	3.77	le 14/02	
Gilt. 10a	3.51	le 02/01	3.67	le 02/01	
Au 17-2-23					

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 23	+bas 23	2023
USD	1.07	le 02/02	1.05 le 05/01 -0.1%
GBP	0.89	le 03/02	0.87 le 19/01 +0.2%
CHF	0.99	le 24/01	0.99 le 04/01 +0.2%
JPY	143.25	le 15/02	138.02 le 03/01 +1.7%
AUD	1.56	le 02/01	1.53 le 27/01 -1.1%
CNY	7.34	le 02/01	7.23 le 05/01 -1.1%
BRL	5.53	le 04/01	5.47 le 02/02 -1.8%
RUB	79.36	le 16/02	73.32 le 12/01 +1.9%
INR	88.33	le 02/02	86.85 le 05/01 +0.0%
Au 17-2-23 Variations			

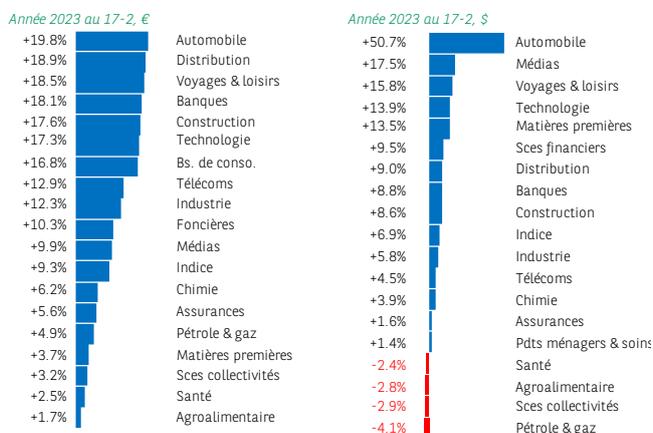
MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 23	+bas 23	2023	2023(€)
Pétrole, Brent	83.0	le 23/01	78.0 le 04/01 -2.2%	-2.1%
Or (once)	1 837	le 24/01	1 824 le 02/01 +1.2%	+1.3%
Métaux, LME	4 071	le 26/01	3 905 le 05/01 +2.2%	+2.3%
Cuivre (tonne)	8 950	le 23/01	8 236 le 04/01 +7.0%	+7.1%
Blé (tonne)	285	le 13/02	268 le 23/01 -0.3%	-0.2%
Mais (tonne)	263	le 13/02	251 le 04/01 +0.9%	+1.0%
Au 17-2-23 Variations				

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 23	+bas 23	2023
Monde				
MSCI Monde	2 780	le 02/02	2 595 le 05/01	+6.8%
Amérique du Nord				
S&P500	4 079	le 02/02	3 808 le 05/01	+6.2%
Europe				
EuroStoxx50	4 275	le 16/02	3 856 le 02/01	+12.7%
CAC 40	7 348	le 16/02	6 595 le 02/01	+13.5%
DAX 30	15 482	le 16/02	14 069 le 02/01	+11.2%
IBEX 35	9 333	le 17/02	8 370 le 02/01	+13.4%
FTSE100	8 004	le 16/02	7 452 le 02/01	+7.4%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 120	le 27/01	1 065 le 04/01	+4.8%
Nikkei	27 513	le 16/02	25 717 le 04/01	+5.4%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	999	le 26/01	956 le 02/01	+4.5%
Chine	68	le 27/01	64 le 02/01	+6.2%
Inde	738	le 18/01	733 le 13/02	-4.1%
Brésil	1 474	le 25/01	1 357 le 04/01	-0.7%
Au 17-2-23 Variations				

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

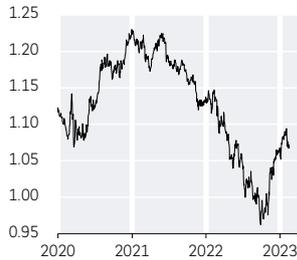


BNP PARIBAS

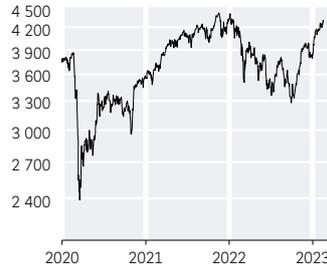
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

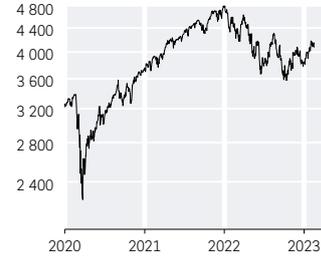
EURO-DOLLAR



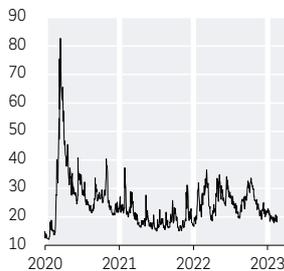
EUROSTOXX50



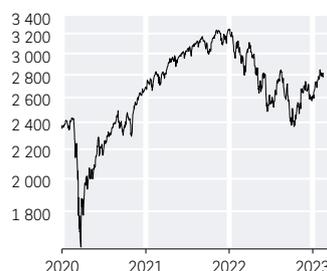
S&P500



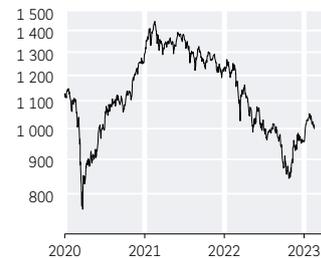
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



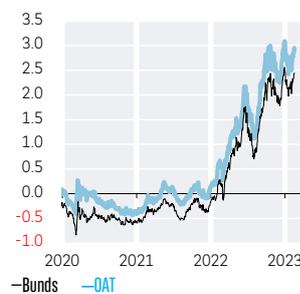
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

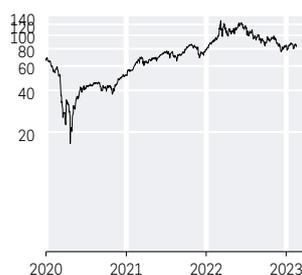


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

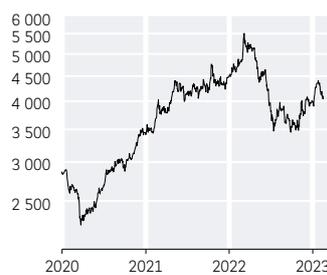
Année 2023 au 17-2

4.21%	Grèce	188 pb
4.09%	Italie	176 pb
3.32%	Espagne	98 pb
3.14%	Portugal	81 pb
2.99%	Autriche	66 pb
2.93%	Belgique	59 pb
2.90%	Finlande	56 pb
2.83%	France	50 pb
2.80%	Irlande	47 pb
2.63%	P-Bas	30 pb
2.33%	Allemagne	

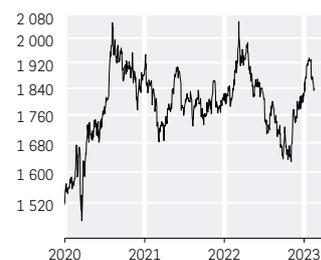
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LME, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



COMMERCE INTERNATIONAL : LE RALENTISSEMENT SE POURSUIT

Les indices PMI mondiaux se sont légèrement améliorés en janvier mais ils restent très bas. On ne peut donc pas en déduire un regain de vigueur de l'activité en ce début d'année 2023. L'indice composite est remonté de 48,2 en décembre 2022 à 49,8, sans pour autant repasser le seuil d'expansion (50). Le sous-indice pour les nouvelles commandes à l'exportation (*graphique 2*) se situe même en dessous de ce niveau, à 47,8. Selon le CPB¹, les exportations mondiales en volume se sont repliées au cours de l'automne dernier. Cette baisse est principalement due au recul des exportations en provenance de Chine, où les restrictions sanitaires n'étaient toujours pas assouplies (*graphique 1*).

Si les chiffres du CPB s'arrêtent à novembre 2022, des données nationales plus récentes confirment la poursuite du ralentissement du commerce mondial cet hiver. Au Japon, les exportations réelles ont reculé de 3,0% m/m en janvier et de 10,0% au cours des trois derniers mois : c'est la plus forte baisse en trois mois depuis mars 2009, si l'on exclut les contractions de 2020 dues à la Covid-19. Les nouvelles commandes à l'exportation de Taiwan ont chuté de 7,1% t/t au quatrième trimestre 2022, tandis qu'en Allemagne, les commandes manufacturières en provenance de l'étranger ont baissé de 6,1% t/t. Les ventes de semiconducteurs mondiaux ont également marqué le pas nettement au cours de la seconde moitié de 2022, après une forte progression en 2021.

Face à une demande moins forte, les coûts de transport maritime ont poursuivi leur dégrèvement. Ils sont désormais retombés à des niveaux proches de ceux pratiqués avant la pandémie mondiale : l'indice Baltique (*graphique 4*), qui mesure le coût du fret sec, est au plus bas depuis trois ans, tout comme l'indice Harpex, qui réalise une mesure plus large du fret maritime (*graphique 5*). L'indice PMI pour les délais de livraison, quant à lui, indique une nouvelle baisse du temps d'acheminement des marchandises en janvier (*graphique 6*).

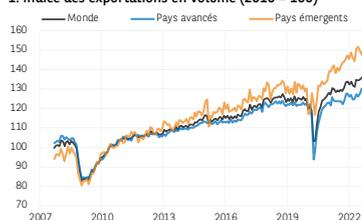
Le début de l'année 2023 apporte son lot d'incertitudes. Le tremblement de terre qui a meurtri le sud-est de la Turquie et la Syrie pourrait bouleverser les chaînes de production de nombreuses compagnies manufacturières, notamment dans l'industrie textile, assez fortement implantées dans la région. Par ailleurs, sur la côte-ouest des Etats-Unis, les négociations entre organisations syndicales et patronales du secteur portuaire n'ont toujours pas débouché sur un accord, 10 mois après le début des négociations. En 2015, l'échec des discussions, qui avaient duré neuf mois, avait engendré des embouteillages importants dans les ports. Si un tel scénario ne devrait pas se reproduire, les risques de perturbation liés aux mouvements sociaux dans le secteur du transport à travers le monde, en réponse à la hausse de l'inflation, ne se dissiperont pas pour autant.

Guillaume Derrien

¹ Bureau néerlandais pour l'analyse des politiques économiques.

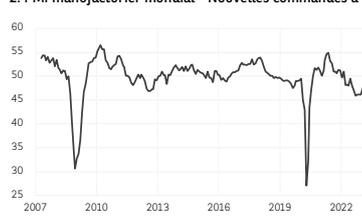
INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

1. Indice des exportations en volume (2010 = 100)



Source: CPB, BNP Paribas

2. PMI manufacturier mondial - Nouvelles commandes à l'exportation



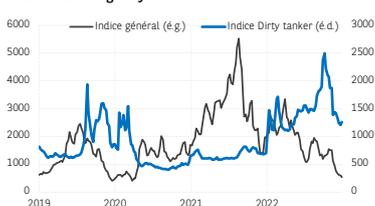
S&P Global (Markit), BNP Paribas

3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



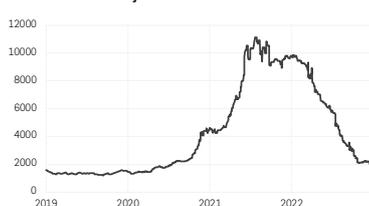
Source: Réserve Fédérale de New York

4. Baltic Exchange Dry Index



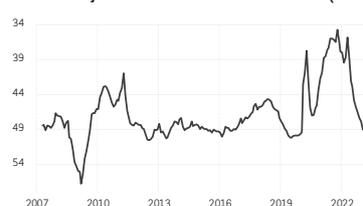
Source: Baltic Exchange, BNP Paribas

5. Indice du taux de fret



Source: Freightos, BNP Paribas

6. PMI manufacturier mondial - Délais de livraison (échelle inversée)



S&P Global (Markit), BNP Paribas



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a continué de croître au T4, même si elle a légèrement ralenti par rapport au T3. Les déterminants de la croissance, que sont la consommation des ménages et le stockage des entreprises, sont fragiles ce qui laisse à penser que l'économie devrait continuer de ralentir. Le marché du travail donne des tous premiers signes de ralentissement mais les créations d'emplois restent importantes, le taux de chômage bas et les salaires dynamiques. L'inflation semble avoir atteint son pic à la mi-année et devrait continuer de refluer tout en restant significativement au-dessus de la cible de 2% à l'horizon de la fin 2023. La Réserve fédérale devrait poursuivre la remontée de ses taux directeurs jusqu'au T1 2023 mais en diminuant l'ampleur des hausses, avant de les maintenir à un niveau restrictif, entraînant l'économie américaine en récession en 2023 et limitant la reprise attendue en 2024 (faute également de soutien budgétaire). À l'issue des élections de mi-mandat, les Démocrates ont conservé une courte majorité au Sénat et les Républicains ont remporté la majorité à la Chambre des Représentants mais de peu. L'action du Président Joe Biden pour la suite de son mandat devrait s'en trouver limitée mais des compromis sont également envisageables.

CHINE

Le redressement de l'économie chinoise depuis sa contraction au T2 2022 a été lent et déséquilibré. La production industrielle a tiré la croissance, mais elle s'est essouffée depuis octobre dernier sous l'effet, entre autres, du ralentissement de la demande mondiale et des exportations. L'activité tirée par le marché intérieur et le secteur des services est restée contrainte en 2022 par de puissants freins : la crise du marché immobilier, les conditions dégradées du marché du travail, la crise de confiance des consommateurs, et la politique sanitaire. L'abandon soudain et mal préparé de la stricte politique zero Covid début décembre 2022 a plongé le pays dans de nouvelles turbulences, mais la demande intérieure devrait finir par rebondir une fois passé le pic de la vague épidémique. Les autorités renforcent encore les mesures de soutien budgétaire et monétaire, qui visent en particulier à stabiliser le secteur immobilier.

ZONE EURO

La croissance de la zone euro au troisième trimestre a été faible mais elle est, surtout, restée positive alors que les données d'enquêtes (climat des affaires et confiance des consommateurs) pointaient, semblait-il clairement, vers une baisse. Si la contraction a été évitée au troisième trimestre, la zone euro ne devrait toutefois pas échapper à la récession. La conjonction du choc inflationniste, de la crise énergétique et du resserrement monétaire à marche forcée et la montée en puissance de leurs effets négatifs devraient avoir raison de la résistance observée jusqu'ici. La récession devrait cependant rester d'ampleur limitée (baisse cumulée du PIB de 1,1% entre le T4 2022 et le T2 2023) grâce aux mesures de soutien budgétaire et à la situation du marché du travail qui reste tendue. En moyenne annuelle, la croissance de la zone euro atteindrait 3,4% en 2022 et 0,2% en 2023. L'inflation resterait en effet élevée, nettement supérieure à l'objectif de 2% cette année et de retour à la cible seulement fin 2024, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

FRANCE

La croissance du PIB s'est poursuivie au 3^e trimestre (+0,2% t/t, après déjà +0,5% t/t au 2^e trimestre), soutenue par une progression de la production manufacturière pour partie provenant de secteurs concernés précédemment par des difficultés d'offre (automobile) et pour partie associée à un comportement de restockage afin d'anticiper des contraintes plus fortes sur la production cet hiver. Ce dernier élément devrait peser sur la croissance au 4^e trimestre, au même titre que l'inflation qui devrait de nouveau s'accroître (de 5,9% a/a au mois de décembre à 6,5% a/a en février), avant de refluer. Ces chocs devraient peser sur la croissance française en 2023, attendue à 0%, après 2,5% en 2022.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale poursuivra sa politique de resserrement monétaire, portant le taux final des fonds fédéraux à 5,25% (limite supérieure de la fourchette cible) au 1^{er} semestre 2023. Compte tenu de la baisse lente attendue de l'inflation, et malgré l'entrée en récession de l'économie américaine, ce niveau devrait être maintenu tout au long de 2023 et n'être suivi de réductions de taux qu'en 2024.

Le marché obligataire a globalement pris la mesure des hausses de taux à venir. Si un potentiel à la hausse subsiste à court terme, les rendements devraient baisser avec pour toile de fond un recul progressif de l'inflation et une perspective de desserrement du taux officiel en 2024.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE poursuivra le relèvement de ses taux directeurs lors de ses prochaines réunions. Le taux final - c'est-à-dire le pic cyclique - devrait être atteint d'ici la fin du premier semestre de cette année. Nous tablons sur un taux maximum de 3,25% pour le taux de dépôt. Nous prévoyons un début de resserrement quantitatif au deuxième trimestre 2023. Une hausse des rendements des obligations d'État est à attendre en début d'année 2023, en raison d'une offre importante. Par la suite, les taux devraient baisser, du fait d'une baisse graduelle de l'inflation. Le repli des rendements aux États-Unis devrait également jouer un rôle dans la baisse des rendements de la zone euro.

La Banque du Japon (BoJ) a réhaussé à 0,5% la limite supérieure de sa cible pour le rendement des obligations souveraines à 10 ans. De nouveaux ajustements de sa politique de contrôle de la courbe des taux ne peuvent être exclus. Néanmoins, nous ne nous attendons pas à ce que la BoJ procède à une hausse des taux directeurs. Nous anticipons un léger repli du dollar face à l'euro. Le billet vert est surévalué, les positions sont très longues sur le marché et le différentiel de taux d'intérêt à long terme devrait se resserrer. Le yen s'est déjà nettement replié par rapport au dollar, reflétant la divergence croissante entre la Fed et la Banque du Japon. Le taux de change devrait se maintenir autour des niveaux actuels dans le court terme. En 2023, le yen devrait se renforcer face au dollar US puisque les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final.

PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022 e	2023 e	2024 e	2021	2022 e	2023 e	2024 e
États-Unis	5,7	2,1	0,7	0,2	4,7	8,1	4,2	2,4
Japon	1,7	1,2	0,9	0,3	-0,2	2,5	2,2	1,2
Royaume-Uni	7,4	4,4	-0,9	0,8	2,6	9,0	6,8	2,1
Zone euro	5,3	3,4	0,2	1,3	2,6	8,4	5,0	2,4
Allemagne	2,6	1,9	-0,2	1,2	3,2	8,6	4,6	2,1
France	6,8	2,5	0,0	1,0	2,1	5,9	5,8	2,9
Italie	6,6	3,9	0,2	1,2	1,9	8,7	6,7	2,3
Espagne	5,1	5,3	0,6	1,4	3,0	8,3	1,8	1,7
Chine	8,1	3,0	5,1	5,3	0,9	2,0	2,7	2,5
Inde*	9,3	8,3	6,2	6,5	5,4	7,9	5,9	5,5
Brésil	4,6	3,0	0,5	1,2	8,3	9,4	4,8	4,8
Russie	4,5	-7,0	0,8	0,3	7,1	14,0	10,5	7,6

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)
*ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Fin de période	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024	
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5.00	5.25	5.25	5.25	3.25
	Treas. 10a	4.30	4.00	3.75	3.50	3.25
Zone euro	Taux de dépôt	3.00	3.25	3.25	3.25	2.00
	Bund 10a	2.75	2.65	2.50	2.30	2.00
	OAT 10a	3.45	3.30	3.10	2.90	2.50
	BTP 10 ans	5.25	5.05	4.80	4.60	3.80
Royaume-Uni	BONO 10 ans	4.05	3.90	3.75	3.55	2.90
	Taux BoE	4.25	4.25	4.25	4.25	3.50
Japon	Gilt 10a	4.00	3.75	3.60	3.35	3.15
	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.90	0.95	0.95	0.90	0.90
Taux de change						
Fin de période	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024	
USD	EUR / USD	1.01	1.00	1.03	1.06	1.10
	USD / JPY	140	138	133	128	120
	GBP / USD	1.09	1.08	1.11	1.14	1.18
EUR	EUR / GBP	0.93	0.93	0.95	0.95	0.95
	EUR / JPY	141	138	137	136	132
Pétrole						
Fin de période	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024	
Pétrole	USD/baril	95	93	95	92	95

SOURCES: BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS),
(MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEG, COMMODITIES
DESK STRATEGY)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CALENDRIER ACTUALISÉ

9

DERNIERS INDICATEURS

Au Japon, la croissance du PIB au 4^e trimestre s'est révélée bien inférieure aux prévisions (+0,2% contre +0,5%). En France, le taux de chômage a légèrement baissé, pour se fixer à 7,2%. Au Royaume-Uni, l'augmentation de l'emploi s'est accélérée, dépassant ainsi les attentes et l'inflation globale, sur une base mensuelle, a été encore plus négative que prévu. Les ventes au détail hors automobiles et carburant ont fortement augmenté en janvier, surprenant, là aussi, favorablement. Dans la zone euro, l'emploi a progressé un peu plus vite au 4^e trimestre qu'au trimestre précédent. Aux États-Unis, l'inflation globale mensuelle et l'inflation sous-jacente sont en hausse, conformément aux prévisions du consensus. Les ventes au détail ont, contre toute attente, beaucoup augmenté et l'indice NABH du marché de l'habitation a augmenté plus que prévu. Le chiffre de l'inflation des prix à la production a dépassé les prévisions du consensus, mais les mises en chantier ont diminué.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
13/02/2023	Zone euro	Prévisions économiques de la Commission européenne		-	-	-
14/02/2023	Japon	PIB t/t	4Q	0.5%	0.2%	-0.3%
14/02/2023	France	Taux de chômage (BIT)	4Q	7.3%	7.2%	7.3%
14/02/2023	Royaume-Uni	Variations dans l'emploi 3m/3m	Dec	43k	74k	27k
14/02/2023	Zone euro	PIB t/t	4Q	0.1%	0.1%	0.1%
14/02/2023	Zone euro	Emploi t/t	4Q	--	0.4%	0.3%
14/02/2023	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Jan	91.0	90.3	89.8
14/02/2023	États-Unis	IPC m/m	Jan	0.5%	0.5%	0.1%
14/02/2023	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie	Jan	0.4%	0.4%	0.4%
15/02/2023	Royaume-Uni	IPC m/m	Jan	-0.4%	-0.6%	0.4%
15/02/2023	États-Unis	Ventes au détail hors véhicules m/m	Jan	0.9%	2.3%	-0.9%
15/02/2023	États-Unis	Marché du logement (NAHB)	Feb	37.0	42.0	35.0
16/02/2023	États-Unis	Permis de construire m/m	Jan	1.0%	0.1%	-1.0%
16/02/2023	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Feb	200k	194k	195k
16/02/2023	États-Unis	Mises en chantier m/m	Jan	-1.9%	-4.5%	-3.4%
16/02/2023	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Jan	0.3%	0.5%	0.3%
17/02/2023	Royaume-Uni	Ventes au détail hors autos et carburant m/m	Jan	-0.2%	0.4%	-1.4%
17/02/2023	États-Unis	Indicateurs des indices avancés	Jan	-0.3%	-0.3%	-0.8%

SOURCE: BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

10

INDICATEURS À SUIVRE

Cette semaine sont attendues de nombreuses données d'enquête relatives au mois de février : PMI flash dans divers pays, confiance des consommateurs (zone euro, France, Allemagne, UK), IFO en Allemagne, ZEW en Allemagne et dans la zone euro). Aux États-Unis, l'indice du sentiment de l'Université du Michigan et le procès-verbal de la dernière réunion du FOMC seront publiés.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
20/02/2023	Zone euro	Confiance des consommateurs	Févr.	-19.0	-20.9
21/02/2023	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Févr.	--	48.9
21/02/2023	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Févr.	--	52.3
21/02/2023	France	PMI manufacturier (S&P Global)	Févr.	51.3	50.5
21/02/2023	France	PMI des services (S&P Global)	Févr.	50.2	49.4
21/02/2023	Allemagne	PMI manufacturier (S&P Global/BME)	Feb P	48.0	47.3
21/02/2023	Allemagne	PMI des services (S&P Global)	Févr.	51.0	50.7
21/02/2023	Zone euro	PMI manufacturier (S&P Global)	Févr.	49.3	48.8
21/02/2023	Zone euro	PMI des services (S&P Global)	Févr.	51.0	50.8
21/02/2023	Royaume-Uni	PMI manufacturier (S&P Global/CIPS)	Févr.	47.5	47.0
21/02/2023	Royaume-Uni	PMI des services (S&P Global/CIPS)	Févr.	49.3	48.7
21/02/2023	Allemagne	Attentes (ZEW)	Févr.	19.0	16.9
21/02/2023	Allemagne	Conjoncture (ZEW)	Févr.	-52.0	-58.6
21/02/2023	Zone euro	Attentes (ZEW)	Févr.	--	16.7
21/02/2023	États-Unis	PMI manufacturier (S&P Global)	Févr.	47.0	46.9
21/02/2023	États-Unis	PMI des services (S&P Global)	Févr.	46.9	46.8
21/02/2023	France	Ventes au détail g.a.	Janv.	--	-5.0%
22/02/2023	France	Climat des affaires	Févr.	102	102
22/02/2023	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Feb P	91.0	90.2
22/02/2023	Allemagne	Évaluation de la conjoncture (IFO)	Févr.	94.8	94.1
22/02/2023	Allemagne	Attentes (IFO)	Févr.	89.0	86.4
22/02/2023	États-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	Févr.	--	--
23/02/2023	Zone euro	IPC g.a.	Janv.	8.6%	8.5%
23/02/2023	Zone euro	IPC m/m	Janv.	-0.4%	-0.4%
23/02/2023	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Janv.	5.2%	5.2%
23/02/2023	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Févr.	--	194k
24/02/2023	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Févr.	-42	-45
24/02/2023	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Mars	-30.0	-33.9
24/02/2023	France	Confiance des consommateurs	Févr.	81	80
24/02/2023	États-Unis	Dépenses personnelles réelles	Janv.	--	-0.3%
24/02/2023	États-Unis	Déflateur de base des dépenses de consommation	Janv.	0.4%	0.3%
24/02/2023	États-Unis	Ventes de logements neufs	Janv.	0.7%	2.3%
24/02/2023	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Févr.	66.4	66.4
24/02/2023	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Févr.	--	72.6
24/02/2023	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Févr.	--	62.3
24/02/2023	États-Unis	Inflation à un an (Université du Michigan)	Févr.	--	4.2%
24/02/2023	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Févr.	--	2.9%

SOURCE: BLOOMBERG


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

11

Instabilité politique au Pérou	EcoTVWeek	17 février 2023
Désinflation : une question d'ampleur	Graphique de la semaine	15 février 2023
États-Unis : emplois vacants, rétention de main-d'œuvre et désinflation	EcoWeek	13 février 2023
Comprendre les anticipations 'prématurées' d'assouplissement monétaire	EcoTVWeek	10 février 2023
Tunisie : inquiétudes sur la dette	Graphique de la semaine	8 février 2023
La productivité, faiblesse endémique du modèle espagnol	Conjoncture	8 février 2023
Les banques centrales, les marchés et l'économie pris à contre-pied à trois reprises	EcoWeek	6 février 2023
Quels effets l'Asie peut-elle espérer d'un rebond de la croissance chinoise ?	EcoTVWeek	3 février 2023
Le marché européen de l'électricité	Podcast - En Éco dans le texte	2 février 2023
Derrière les watts, un grand contraste	Graphique de la Semaine	1er février 2023
Croissance du PIB aux États-Unis : bonne à première vue, plus trouble sous la surface	EcoWeek	30 janvier 2023
France : une « drôle » de récession	EcoTVWeek	27 janvier 2023
Zone euro : la contraction du PIB sera-t-elle à nouveau évitée au T4?	EcoPulse	27 janvier 2023
Numéro de janvier 2023	Le Petit Atlas de l'économie française	26 janvier 2023
Perspectives 2023	EcoTVWeek	26 janvier 2023
États-unis : la fenêtre d'escompte de la Fed désormais plus attractive pour les petites banques	Graphique de la Semaine	25 janvier 2023
Perspectives 2023 : l'espoir de la désinflation, la crainte de la récession	Podcast - En Eco dans le texte	24 janvier 2023
États-unis : créations d'emplois et taux de chômage	EcoWeek	23 janvier 2023
Boucle prix-salaires dans la zone euro : où en est-on ?	EcoTVWeek	20 janvier 2023
Inerties dans les pays émergents	EcoEmerging	18 janvier 2023
France : Le niveau des défaillances d'entreprises reste inférieur à celui d'avant-Covid	Graphique de la Semaine	18 janvier 2023
États-unis : indicateurs avancés, marché du travail et débat autour de la récession	EcoWeek	16 janvier 2023
Échanges commerciaux entre la Chine et l'Allemagne : une dépendance croissante	EcoFlash	13 janvier 2023



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

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 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

lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page **linkedin** des études économiques

OU TWITTER
voir la page **twitter** des études économiques



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 S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. 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 agréé 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.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder
Copyright: Shutterstock/ Ryan DeBerardinis



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change