

“ LA FAIBLESSE DU YEN ENTRAÎNE UN RISQUE DE HAUSSE DE L'INFLATION. UN NOUVEAU FLÉCHISSEMENT POURRAIT ÊTRE PERÇU COMME UNE SURRÉACTION (OVERSHOOTING) DE LA DEVISE, CE QUI PROVOQUERAIT UNE APPRÉCIATION BRUSQUE ET SIGNIFICATIVE EN CAS DE RESSERREMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE. LE MIEUX, POUR LA BOJ, SEMBLE ÊTRE D'AGIR RAPIDEMENT PLUTÔT QUE D'ATTENDRE. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Japon : vers la fin du contrôle de la courbe des taux

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : impulsion du crédit dans la zone euro et commerce international

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



JAPON: VERS LA FIN DU CONTRÔLE DE LA COURBE DES TAUX

La très forte désynchronisation entre la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine et celle de la Banque du Japon a entraîné un affaiblissement significatif du yen. La remontée des rendements américains a également exercé des pressions à la hausse sur ceux des obligations d'État japonaises. Il s'est ensuivi un ajustement progressif de la politique de contrôle de la courbe des taux de la BoJ. L'évolution de l'inflation renforce la probabilité d'un relèvement des taux directeurs au Japon. Toutefois, la normalisation de la politique monétaire reste une tâche délicate du fait de ses possibles répercussions au plan domestique comme au plan international. La BoJ a opté pour la prudence et une approche progressive mais la devise nippone a entre-temps poursuivi son repli. Le risque d'une appréciation soudaine du yen, une fois que la politique monétaire aura été resserrée, ne peut donc pas être écarté. Le mieux, pour la BoJ, serait d'agir rapidement plutôt que d'attendre.

La désynchronisation entre les politiques monétaires de la Réserve fédérale, de la BCE, de la Banque d'Angleterre et d'autres banques centrales des économies avancées, d'une part, et, d'autre part, celle de la Banque du Japon (BoJ) est aujourd'hui importante. Comme on pouvait s'y attendre, cela a entraîné un affaiblissement significatif du yen.

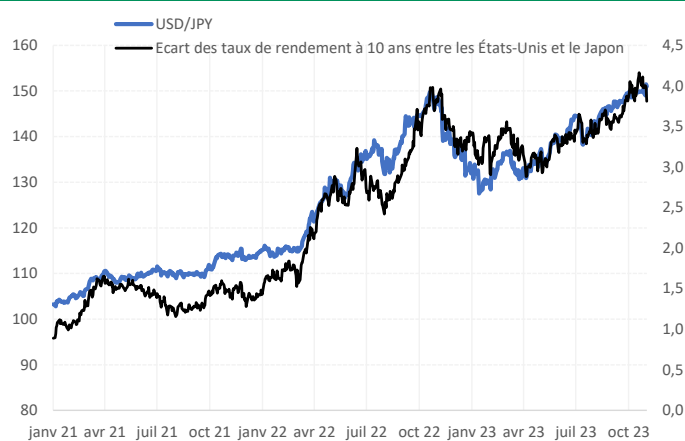
Le graphique 1 montre que la dépréciation de la devise japonaise face au dollar est allée de pair avec l'élargissement de l'écart des taux de rendement entre les obligations d'État américaines et japonaises. La remontée des rendements des *Treasuries* a exercé des pressions à la hausse sur ceux des JGB, ce qui, à son tour a provoqué un ajustement progressif de la politique de contrôle de la courbe des taux (*Yield Curve Control* ou YCC)¹ (graphique 2).

On peut penser que cette désynchronisation monétaire sera bientôt à son maximum, la Réserve fédérale ayant (quasiment) atteint le taux terminal du cycle de resserrement monétaire tandis que la Banque du Japon pourrait finalement relever son taux directeur dès le mois de mars prochain. En effet, l'inflation totale, qui dépasse l'objectif de 2 % depuis avril 2022, s'est stabilisée depuis le mois de février dernier au-dessus de 3,0 %. Il s'agit en partie d'inflation importée due à la dépréciation du yen. L'inflation sous-jacente est encore plus forte : elle dépasse les 3,0 % depuis le début de l'année et les 4,0 % actuellement. Les mesures alternatives de l'inflation utilisées par la BoJ - la moyenne ajustée, la médiane pondérée et le mode - évoluent également au-dessus de la cible. La croissance des salaires est néanmoins inférieure à l'inflation depuis début 2022. Le relèvement du taux directeur dépendra, semble-t-il, du degré de confiance de la BoJ dans une augmentation suffisante des salaires, à l'issue des négociations salariales qui auront lieu au printemps 2024 (*Shunto*), pour justifier une telle décision.

1 Le contrôle de la courbe de taux a été introduit en septembre 2016 en réaction au maintien de l'inflation à un niveau trop bas par rapport à l'objectif et au recul des anticipations d'inflation. De plus, avec l'ameublissement du stock de JGB, il aurait été de plus en plus difficile de maintenir une politique monétaire basée sur les volumes (assouplissement quantitatif « traditionnel » reposant sur des achats mensuels d'un certain montant de JGB ou d'autres instruments). A cela s'ajoutait la préoccupation liée au fait qu'une courbe trop plate pouvait avoir des effets préjudiciables sur les banques et les compagnies d'assurance de sorte qu'un taux négatif sur les soldes des comptes courants détenus par les institutions financières auprès de la Banque centrale, conjugué à une politique de ciblage du taux à 10 ans devait permettre, en maintenant une courbe suffisamment pentifiée, d'atténuer l'impact de taux directeurs négatifs sur le secteur financier. Pour plus de détails, voir William De Vijlder, *Japon - politique monétaire, encore une chance ?* EcoWeek, BNP Paribas, 23 septembre 2016.

2 L'important pour les variations du taux de change est l'évolution (attendue) du différentiel de taux. Le net recul du yen face au dollar indique que les investisseurs sont déjà positionnés en vue de bénéficier d'un important différentiel de taux d'intérêt. La perspective d'une réduction de ce différentiel pourrait les pousser à prendre les profits et à vendre le dollar contre le yen.

USD/JPY ET DIFFÉRENTIEL DE RENDEMENT OBLIGATAIRE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Normalement, lorsqu'une banque centrale relève son taux directeur tandis que ses homologues laissent le leur inchangé, sa monnaie devrait s'apprécier. On peut donc s'attendre à ce qu'une hausse du taux directeur par la BoJ soit favorable au yen, malgré la persistance d'un important différentiel de taux d'intérêt avec les États-Unis².



La faiblesse du yen entraîne un risque de hausse de l'inflation. Un nouveau fléchissement pourrait être perçu comme une surréaction (*overshooting*) de la devise, ce qui provoquerait une appréciation brusque et significative en cas de resserrement de la politique monétaire. Le mieux, pour la BoJ, semble être d'agir rapidement plutôt que d'attendre.



Ce qui complique les choses dans le cas du Japon, c'est un assouplissement monétaire poussé à l'extrême, et de façon prolongée, sous l'effet conjugué de taux d'intérêt directs négatifs et du contrôle de la courbe des taux. Cela rend la tâche de la banque centrale d'autant plus difficile pour normaliser sa politique monétaire.

Plusieurs questions clés se posent en effet : dans quelle mesure le yen a-t-il été utilisé comme monnaie de financement dans les opérations de carry trade³ ? Est-ce que les investisseurs japonais réduiront leurs investissements à l'étranger si les taux d'intérêt domestiques évoluent à la hausse une fois que la banque centrale aura mis fin à sa politique d'YCC (argument des flux) ou décideront-ils de rapatrier les fonds investis à l'étranger (argument des stocks) ? L'importance des répercussions mondiales dépendra des réponses à ces questions.

Dans son *Financial Stability Review* de mai 2023, la BCE exprimait ses préoccupations en ces termes : « Si la Banque du Japon décide de normaliser sa politique monétaire, cela pourrait influencer les décisions des investisseurs japonais très présents sur les marchés financiers mondiaux, y compris le marché obligataire de la zone euro »⁴. La réduction par la BCE de la taille de son bilan et ses répercussions sur le niveau des rendements obligataires viennent compliquer les choses. « Le retrait brutal des investisseurs japonais du marché obligataire de la zone euro pourrait avoir un effet significatif sur les cours, en particulier sur les segments du marché [les] plus concentrés. Une telle dynamique pourrait être amplifiée par l'augmentation de l'offre nette de ces obligations découlant du resserrement quantitatif opéré par la BCE ».

Compte tenu de ces risques – au plan domestique, via les pertes d'évaluation à la valeur de marché des portefeuilles obligataires sous l'effet de la remontée des rendements, comme au plan international du fait des répercussions potentielles – la prudence de la BoJ n'a rien d'étonnant. Pour autant, cette approche progressive soulève quelques questions. En effet, le risque d'une appréciation soudaine du yen (*snapback*), dû à la fin officielle du contrôle de la courbe des rendements, puis d'un relèvement des taux, se renforcera une fois que la Réserve fédérale aura mis un terme à sa politique monétaire restrictive. Si la BoJ avait commencé à normaliser alors que la Fed poursuivait le relèvement des taux directs, l'impact sur le taux de change aurait probablement été moindre en raison d'un resserrement synchronisé. De plus, une trop grande prudence de la banque centrale japonaise peut décevoir un peu plus les investisseurs, et aggraver la dépréciation du yen. C'est exactement ce qui s'est passé ces derniers jours dans la perspective de la réunion de la BoJ. Les investisseurs, qui s'attendaient dans un premier temps à une modification décisive de la politique de contrôle de la courbe des taux en se fondant sur un article paru dans le journal Nikkei, ont jugé l'action de la BoJ trop timide⁵. Résultat, le yen a nettement fléchi, avant de regagner une partie du terrain perdu (*graphique 3*).

À l'évidence, la faiblesse de la monnaie nippone entraîne un risque de hausse de l'inflation. De plus, un nouveau fléchissement pourrait être perçu comme une surréaction (*overshooting*) de la devise, ce qui pourrait provoquer une appréciation brusque et significative cas de resserrement de la politique monétaire. Le mieux, pour la BoJ, semble être d'agir rapidement plutôt que d'attendre.

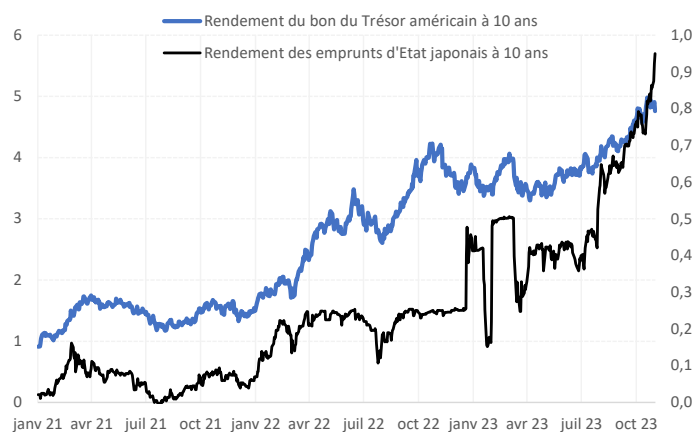
William De Vijlder

³ Cette stratégie consiste à emprunter dans une devise dont le taux d'intérêt est très faible, comme le yen, et à investir dans une autre monnaie affichant un rendement élevé. En cas de hausse soudaine du yen, les investisseurs seraient dans l'obligation de clôturer cette position pour éviter de lourdes pertes, accélérant, ce faisant, l'appréciation de la monnaie nippone.

⁴ BCE, *Financial Stability Review*, mai 2023.

⁵ La BoJ a introduit un plafond de référence de +1,0 % pour le rendement du JGB à 10 ans, mais sans s'engager sur un contrôle strict de ce niveau.

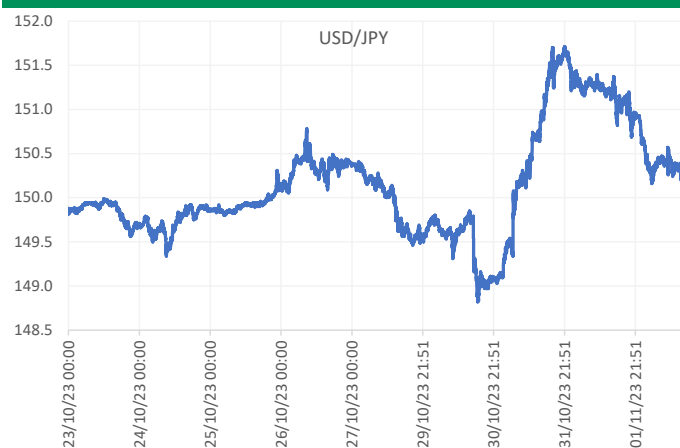
RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT AMÉRICAINS ET JAPONAIS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

USD/JPY



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 27-10-23 au 3-11-23

↗ CAC 40	6 795	↗ 7 048	+3.7 %	
↗ S&P 500	4 117	↗ 4 358	+5.9 %	
↘ Volatilité (VIX)	21.3	↘ 14.9	-6.4 pb	
↗ Euribor 3m (%)	3.95	↗ 3.96	+0.8 pb	
↘ Libor \$ 3m (%)	5.64	↘ 5.64	-0.3 pb	
↘ OAT 10a (%)	3.35	↘ 3.15	-20.3 pb	
↘ Bund 10a (%)	2.80	↘ 2.60	-19.8 pb	
↘ US Tr. 10a (%)	4.83	↘ 4.57	-25.8 pb	
↗ Euro vs dollar	1.06	↗ 1.07	+1.5 %	
↗ Or (once, \$)	1 982	↗ 1 995	+0.7 %	
↘ Pétrole (Brent, \$)	90.4	↘ 85.6	-5.4 %	

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	4.50	4.50	le 20/09	2.50	le 02/01			
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01			
Euribor 3m	3.96	4.00	le 19/10	2.16	le 02/01			
Euribor 12m	4.00	4.23	le 29/09	3.30	le 19/01			
\$ FED	5.50	5.50	le 27/07	4.50	le 02/01			
Libor 3m	5.64	5.69	le 10/10	4.77	le 02/01			
Libor 12m	6.04	6.04	le 30/06	4.70	le 20/03			
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 03/08	3.50	le 02/01			
Libor 3m	5.37	5.60	le 30/08	3.87	le 02/01			
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01			

Au 3-11-23

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01			
Bund 2a	3.15	3.38	le 28/09	2.39	le 20/03			
Bund 10a	2.60	2.94	le 28/09	1.98	le 18/01			
OAT 10a	3.15	3.50	le 28/09	2.42	le 18/01			
Corp. BBB	4.62	5.00	le 19/10	3.95	le 02/02			
\$ Treas. 2a	4.84	5.28	le 18/10	3.85	le 04/05			
Treas. 10a	4.57	4.98	le 19/10	3.30	le 06/04			
High Yield	8.94	9.48	le 20/10	7.94	le 02/02			
£ Gilt. 2a	4.67	5.51	le 06/07	3.15	le 02/02			
Gilt. 10a	4.37	4.74	le 17/08	3.00	le 02/02			

Au 3-11-23

TAUX DE CHANGE

1€ =								
USD	1.07	1.12	le 14/07	1.05	le 03/10			+0.6%
GBP	0.87	0.90	le 03/02	0.85	le 11/07			-2.2%
CHF	0.96	1.00	le 24/01	0.94	le 20/10			-2.4%
JPY	160.31	160.31	le 03/11	138.02	le 03/01			+13.8%
AUD	1.65	1.70	le 21/08	1.53	le 27/01			+4.9%
CNY	7.85	8.08	le 19/07	7.23	le 05/01			+5.8%
BRL	5.25	5.79	le 04/01	5.18	le 18/09			-6.9%
RUB	99.10	110.46	le 14/08	73.32	le 12/01			+27.2%
INR	89.40	92.37	le 14/07	86.58	le 08/03			+1.2%

Au 3-11-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$								
Pétrole, Brent	85.6	96.6	le 27/09	71.9	le 12/06			+0.8%
Or (once)	1 995	2 047	le 04/05	1 810	le 24/02			+9.9%
Métaux, LME	3 636	4 404	le 26/01	3 551	le 05/10			-8.7%
Cuivre (tonne)	8 096	9 331	le 23/01	7 824	le 05/10			-3.2%
Blé (tonne)	219	2.9	le 13/02	168	le 29/09			-23.3%
Mais (tonne)	176	2.7	le 13/02	161	le 21/08			-32.4%

Au 3-11-23

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours							
Monde								
MSCI Monde	2 884	3 064	le 31/07	2 595	le 05/01			+10.8%
Amérique du Nord								
S&P500	4 358	4 589	le 31/07	3 808	le 05/01			+13.5%
Europe								
EuroStoxx50	4 175	4 471	le 31/07	3 856	le 02/01			+10.0%
CAC 40	7 048	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01			+8.9%
DAX 30	15 189	16 470	le 28/07	14 069	le 02/01			+9.1%
IBEX 35	9 294	9 695	le 27/07	8 370	le 02/01			+12.9%
FTSE100	7 418	8 014	le 20/02	7 257	le 07/07			-0.5%
Asie Pacifique								
MSCI, loc.	1 207	1 256	le 15/09	1 065	le 04/01			+13.0%
Nikkei	31 950	33 753	le 03/07	25 717	le 04/01			+22.4%
Emergents								
MSCI Emergents (\$)	948	1 052	le 26/01	911	le 26/10			-0.8%
Chine	57	75	le 27/01	55	le 24/10			-9.9%
Inde	809	843	le 15/09	703	le 16/03			+5.6%
Brésil	1 607	1 733	le 26/07	1 296	le 23/03			+2.0%

Au 3-11-23

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

	Année 2023 au 3-11, €		Année 2023 au 3-11, \$	
Distribution	+18.6%		+45.9%	Technologie
Technologie	+16.0%		+44.2%	Automobile
Médias	+13.7%		+21.9%	Distribution
Construction	+13.0%		+17.8%	Voyages & loisirs
Banques	+11.2%		+13.9%	Construction
Automobile	+10.9%		+12.5%	Indice
Voyages & loisirs	+8.4%		+11.1%	Assurances
Bs. de conso.	+7.2%		+10.4%	Médias
Indice	+4.6%		+5.6%	Scs financiers
Industrie	+4.4%		+2.4%	Industrie
Pétrole & gaz	+4.0%		-0.1%	Chimie
Assurances	+3.8%		-1.2%	Pétrole & gaz
Télécoms	+2.4%		-1.4%	Matières premières
Chimie	+2.1%		-2.6%	Pdts ménagers & soins
Santé	+1.9%		-7.4%	Santé
Scs collectivités	+1.6%		-8.0%	Télécoms
Foncières	-1.9%		-10.2%	Agroalimentaire
Agroalimentaire	-5.9%		-11.3%	Banques
Matières premières	-12.4%		-13.2%	Scs collectivités

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

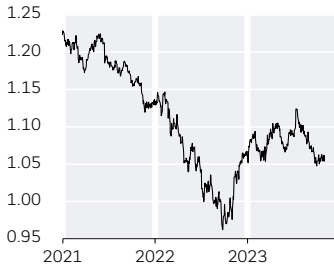


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

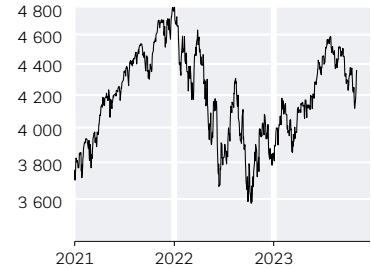
EURO-DOLLAR



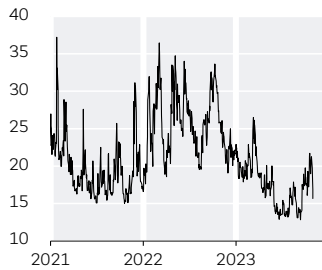
EUROSTOXX50



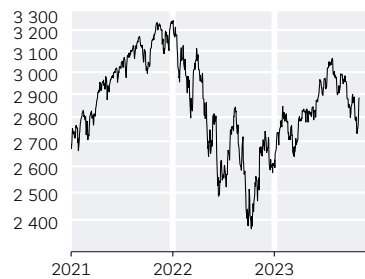
S&P500



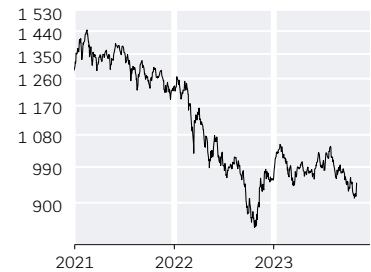
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



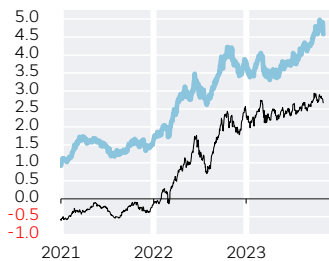
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)

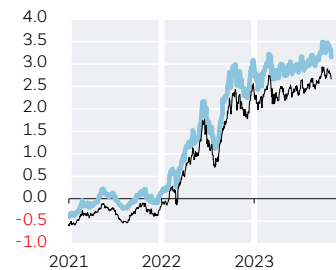


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



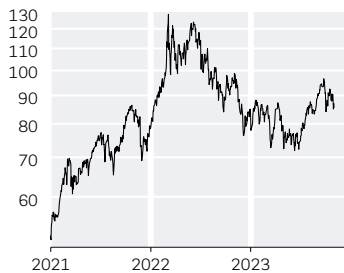
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

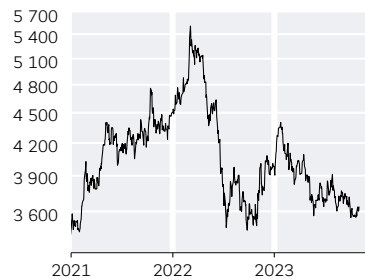
Année 2023 au 3-11

4.61%	Grèce	201 pb
4.32%	Italie	172 pb
3.63%	Espagne	102 pb
3.27%	Belgique	67 pb
3.26%	Autriche	66 pb
3.21%	Portugal	61 pb
3.17%	Finlande	57 pb
3.15%	France	55 pb
3.04%	Irlande	43 pb
2.99%	P-Bas	38 pb
2.60%	Allemagne	

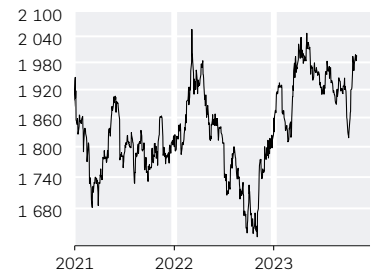
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ZONE EURO : LES EFFETS DU FREINAGE DU CRÉDIT BANCAIRE SUR L'ACTIVITÉ ET L'INFLATION SONT PALPABLES

Le resserrement de la politique monétaire dans la zone euro, entamé en juillet 2022 et poursuivi jusqu'en septembre 2023, a continué de freiner la demande de crédit et l'activité économique au troisième trimestre 2023. Les premiers effets sur l'inflation sous-jacente sont, en outre, perceptibles depuis la fin de l'été.

L'impulsion du crédit au secteur privé, en baisse continue depuis octobre 2022 et négative depuis février 2023, a atteint en septembre dernier sa valeur la plus faible depuis novembre 2009 (-6,8) ; elle demeure néanmoins encore éloignée du point bas de juillet 2009 (-8,3). Partant, en septembre 2022, d'un niveau sensiblement plus élevé que celui de l'impulsion des crédits aux ménages, l'impulsion des crédits aux sociétés non financières s'établit pourtant aujourd'hui à un niveau plus bas après un recul très marqué.

Les encours de crédits bancaires au secteur privé ont continué de décélérer et ne conservent plus qu'une très faible évolution positive (+0,3%), en glissement annuel, en septembre 2023. Les encours de prêts aux sociétés non financières, encore très dynamiques en novembre 2022 (+8,3% en glissement annuel) sont désormais quasiment stables sur un an (+0,2% en septembre 2023). Initialement moins dynamiques (+4,4% en septembre 2022), les encours de prêts aux ménages enregistraient une progression à peine plus élevée, de +0,8%, en septembre 2023.

Depuis l'été 2022, le resserrement de la politique monétaire a entraîné un durcissement substantiel des conditions de crédit. 157 banques de la zone euro ont été interrogées dans le cadre de la *Bank Lending Survey* (BLS) entre le 15 septembre et le 2 octobre 2023. Leur perception d'un risque majoré et une moindre tolérance à ce dernier conduisent ces banques à renforcer leurs marges sur les prêts les plus risqués. Concernant les ménages, les conditions des crédits à l'habitat ont continué de se durcir jusqu'au troisième trimestre. Comme pour les entreprises, les banques soulignent le risque perçu plus important, mais également des positions de liquidité négativement affectées par la réduction du portefeuille-titres de l'Eurosystème et le retrait progressif des TLTRO III.

Le ralentissement du crédit bancaire commence, par ailleurs, à produire ses effets sur l'inflation sous-jacente. Conjugué à la hausse des taux de rémunération de l'épargne et aux arbitrages de la clientèle au détriment des dépôts monétaires, il contribue au recul de la masse monétaire M3 depuis juillet 2023 (-1,2% en glissement annuel en septembre). L'inflation globale, qui avait temporairement interrompu sa décline durant l'été (plateau entre 5% et 5,5% entre juin et août 2023), a de nouveau reflué en septembre (4,3%) et octobre 2023 (2,9% estimé). Elle renoue ainsi avec des niveaux qu'elle n'avait pas connus depuis plus de deux ans (juillet 2021). Cette décélération a principalement procédé du repli des prix de l'énergie en septembre (-4,6%), et surtout octobre (-11,1%), mais l'inflation sous-jacente a également reculé (+4,2% estimé en octobre, contre +5,5% en juillet), faisant écho à la baisse de la masse monétaire et à la légère contraction de l'activité dans la zone euro au troisième trimestre (-0,1% t/t, +0,1% en glissement annuel).

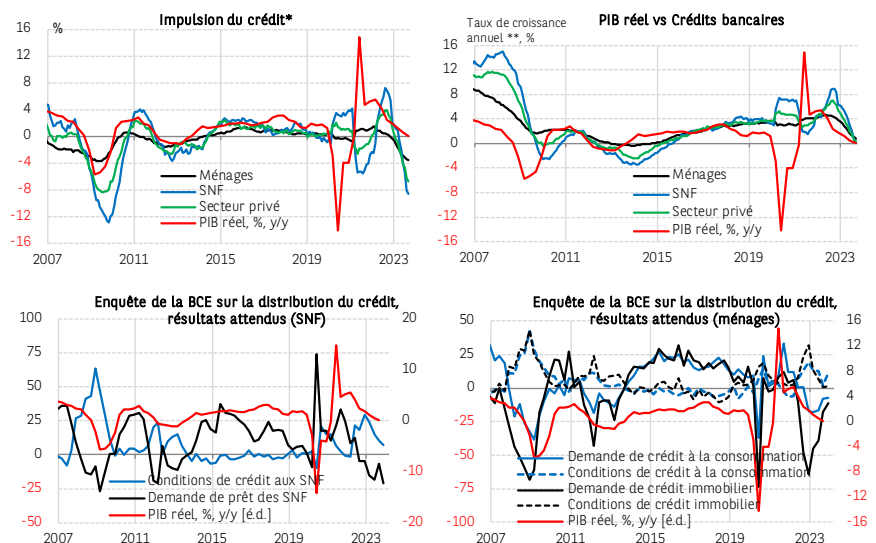
Pour le quatrième trimestre, les banques envisagent de durcir davantage les conditions des prêts aux entreprises au quatrième trimestre 2023, mais de manière plus modérée qu'au cours des trimestres précédents.

Elles anticipent également une poursuite de la baisse de la demande de financement des entreprises (le solde d'opinion est, sur ce point, le plus bas observé depuis 2011). Elles prévoient, dans le même temps, une stabilisation des conditions pour les prêts à l'habitat et un durcissement supplémentaire pour les prêts à la consommation. Enfin, elles tablent sur un repli moins prononcé de la demande de crédit aux ménages quel qu'en soit l'objet.

En l'absence d'évolutions, dans le conflit israélo-palestinien, susceptibles d'affecter de manière significative les prix de l'énergie et l'effet de base attendu, nous anticipons une poursuite de la décline de l'inflation, quoique à un rythme infléchi au regard des évolutions observées depuis l'été. La BCE devrait donc stabiliser ses taux directeurs, après dix relèvements consécutifs intervenus entre juillet 2022 et septembre 2023. Soucieuse d'éviter des effets de second tour, elle pourrait ensuite attendre les résultats du cycle de négociations salariales avant d'envisager de desserrer l'étau monétaire, au plus tôt vers la fin du premier semestre 2024.

Laurent Quignon

ZONE EURO : IMPULSION DU CRÉDIT



*L'impulsion du crédit est mesurée comme la variation annuelle du taux de croissance annuel des prêts des IFM ** corrigés des titrisations

SOURCE : BCE, ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CREDIT, CALCULS BNP PARIBAS



COMMERCE INTERNATIONAL : LE PLAFONNEMENT DES ÉCHANGES DEVRAIT SE POURSUIVRE

Les exportations mondiales plafonnent depuis près de deux ans, après une forte progression en 2021. Cette stagnation touche les pays émergents comme les économies avancées. Les chiffres publiés par le CPB font néanmoins état d'un léger rebond, en août, des exportations en volume à hauteur de 1,1% m/m, même si la baisse en variation annuelle s'élève encore à 2,3%. La hausse est soutenue par la Chine (+5,3% m/m) et les États-Unis (+1,3% m/m), tandis que les exportations de la zone euro progressent plus modérément (+0,8% m/m). À l'inverse, celles depuis le Japon reculent nettement (-6,1% m/m).

La dernière enquête PMI de S&P Global laisse présager une poursuite du plafonnement des échanges mondiaux au cours des derniers mois de l'année 2023. L'indice global pour le secteur manufacturier est, certes, légèrement remonté en septembre (de 0,1 point à 49,1), mais il se maintient sous la barre d'expansion pour le treizième mois consécutif. Le sous-indicateur pour les nouvelles commandes à l'exportation reste à un niveau plus détérioré, malgré une progression de 0,7 point à 47,7 en septembre. Par ailleurs, les différents indicateurs relatifs aux tensions sur les chaînes de valeur mondiales (*graphiques 3 et 6*) signalent une légère détérioration de la situation depuis cet été, mais l'ampleur des perturbations reste réduite, comparé aux niveaux passés.

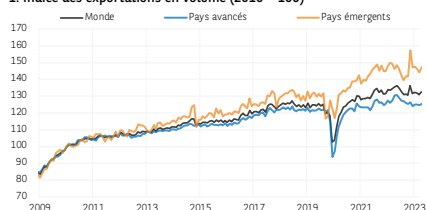
En parallèle, les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis commencent à se matérialiser en termes de dynamique des échanges, notamment du côté chinois. Selon les chiffres du FMI, la part des exportations chinoises en direction des États-Unis, dans le total des exportations nationales, est passé sous le seuil des 15% (moyenne mobile sur un an) au deuxième trimestre 2023 pour la première fois depuis trente ans. La seconde économie mondiale maintient, toutefois, sa part dans les exportations mondiales à près de 15% au deuxième trimestre 2023. Pour cela, la Chine a renforcé ses exportations vers plusieurs pays asiatiques (Vietnam, Philippines, Inde, Malaisie), le Moyen-Orient, ainsi que la Russie. La part des exportations chinoises en direction de l'Afrique a également dépassé la barre des 5% pour la première fois depuis plusieurs décennies.

Ce recul de la part des exportations chinoises vers les États-Unis doit toutefois être pris avec recul : il ne traduit pas directement une baisse des relations « fournisseurs » - « consommateurs » entre les deux pays, mais plutôt l'imbrication plus forte d'autres économies, notamment asiatiques, au sein des chaînes de production mondiales. Ce phénomène d'allongement du processus de production a été mis en évidence par une étude récente de la BRI (voir *Mapping the realignment of global value chains*, bulletin de la BRI du 3 octobre 2023).

Guillaume Derrien

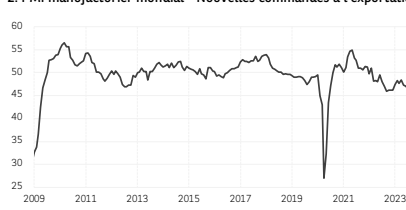
INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

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



Source: CPB, BNP Paribas

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



Source: S&P Global (Markit), BNP Paribas

3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



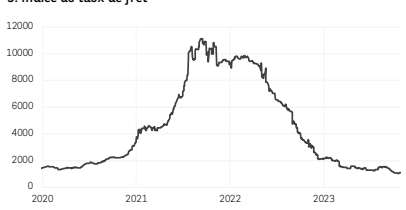
Source: Réserve Fédérale de New York

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)



Source: S&P Global (Markit), BNP Paribas



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

ÉTATS-UNIS

La croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1^{er} semestre 2023 (+0,5% t/t en moyenne par trimestre après +0,6% t/t au 2nd semestre 2022), portée par la résistance de la consommation des ménages et les bons chiffres de l'investissement productif. Les effets du resserrement monétaire, s'ils sont nets sur les conditions d'octroi de crédit, demeurent limités sur l'activité et l'emploi. La croissance au 3^e trimestre a même été plus élevée qu'au 1^{er} semestre (1,2% t/t selon la première estimation). Un tassement net au 4^e trimestre est toutefois attendu, sous l'effet de la disparition du surcroît d'épargne des ménages et de l'essoufflement du moteur de la consommation privée qui devrait s'ensuivre, avant que l'économie ne glisse en récession au 1^{er} semestre 2024. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décrue de l'inflation sous-jacente s'amplifie mais elle reste lente. L'inflation devrait revenir au voisinage de la cible de 2% en 2024. La lenteur du processus de désinflation plaide en faveur du maintien de la politique monétaire en territoire restrictif, malgré l'amorce d'une détente des taux directeurs à la mi-année. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

CHINE

La croissance économique s'est renforcée début 2023 à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid, mais le rebond de l'activité s'est essouffé très rapidement. Le moteur exportateur s'est enrayé en raison de la faiblesse de la demande mondiale et des tensions avec les États-Unis. La demande intérieure est restée freinée par l'importante dégradation de la confiance des investisseurs et des ménages. La crise du secteur immobilier s'est poursuivie, avec le recul continu des ventes, de nouveaux défauts de paiement des promoteurs et des difficultés croissantes de certaines institutions financières. Le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures de relance au cours de l'été, visant à soutenir la demande intérieure et l'activité du secteur immobilier. Une légère amélioration de la croissance du PIB est donc apparue au T3 2023 et devrait se poursuivre à court terme. Cependant, les autorités restent prudentes, notamment contraintes par l'excès de dette de l'économie et la fragilité des finances des collectivités locales.

ZONE EURO

Selon les derniers chiffres disponibles, la croissance de la zone euro a enregistré un léger rebond au T2 2023 (0,2% t/t) après deux trimestres de stagnation. Les performances disparates entre États membres fragilisent le faible résultat d'ensemble. La France et l'Espagne s'en sortent bien mais l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas sont à la peine. La montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire et l'essoufflement des effets positifs de rattrapage post-Covid et de la diminution des tensions sur l'offre, dont atteste la dégradation du climat des affaires, devraient peser sur l'activité économique, qui renouerait avec la stagnation au 2^e semestre 2023, avant d'engager une reprise molle. Le reflux de l'inflation se poursuit. S'il demeure lent – l'inflation resterait supérieure à 2% a/a en fin d'année prochaine, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif – il apporte, avec le dynamisme des salaires et le maintien de l'emploi, un soutien non négligeable au pouvoir d'achat et à la consommation des ménages, dont le léger rebond attendu permettrait d'éviter la récession à la zone euro. La croissance devrait aussi être soutenue par le déboursement des fonds NGEU.

FRANCE

La croissance a surpris très favorablement au 2^e trimestre 2023, l'activité marquant une accélération plus importante qu'attendu (+0,5% t/t, après un 1^{er} trimestre de stagnation et un 4^e trimestre 2022 légèrement positif, à +0,1%). Si la consommation et l'investissement des ménages restent déprimés, ce sursaut a été soutenu par l'investissement des entreprises et, surtout, par les exportations. Un contrecoup est prévisible au 3^e trimestre. Après son rebond en août, l'inflation est demeurée sur le même rythme élevé en septembre (5,7% a/a en indice harmonisé), une évolution due aux prix de l'énergie. Le processus de désinflation n'est pas remis en cause, comme en atteste la baisse de l'inflation sous-jacente. La remontée des taux d'intérêt devrait continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,9% en 2023, après 2,5% en 2022.

TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, la hausse de 25 pb des taux en juillet devrait être la dernière de la Réserve fédérale. Une incertitude demeure toutefois, compte tenu de l'inflation sous-jacente toujours élevée et de la résilience de l'activité et du marché du travail à ce stade. Ces éléments plaident en tout cas en défaveur d'une baisse des taux directeurs avant la mi-2024. Parmi d'autres facteurs, l'incertitude résiduelle sur le pic du taux directeur se répercute sur les taux longs, qui restaient orientés en hausse sur les derniers jours d'octobre. À mesure que la perspective d'un desserrement monétaire en 2024 se confirmera, les taux longs devraient repartir à la baisse.

Du côté de la BCE, le relèvement de 25 pb de ses taux en septembre (taux de dépôt à 4,00%, taux de refinancement à 4,50%) devrait aussi marquer la fin du cycle de resserrement, en tenant compte des effets encore à venir du resserrement déjà opéré. Mais il n'est pas non plus encore certain que ce soit vraiment la dernière hausse étant donné l'ampleur encore limitée du reflux de l'inflation sous-jacente.

Autre volet du resserrement monétaire : après l'arrêt complet, à compter de juillet 2023, des réinvestissements de la BCE dans le cadre de l'APP, la prochaine décision à prendre concerne le PEPP. La BCE signale son intention de poursuivre ses réinvestissements au moins jusque fin 2024. Nous tablons sur un arrêt en mars 2024. Les taux longs européens restent orientés en hausse, dans le sillage des taux américains, mais de manière un peu plus contenue : ils devraient également finir par se replier progressivement à mesure que se dissipent les incertitudes sur la prolongation du resserrement monétaire.

La Banque du Japon (BoJ) a ajusté, le 27 juillet dernier, sa politique de contrôle des taux d'intérêt en autorisant une plus grande fluctuation des taux d'intérêt souverains à dix ans autour de la cible de 0,5%. De nouveaux ajustements de sa politique monétaire sont probables, le pays faisant face à une poussée inflationniste sans précédent depuis le début des années 1990. Néanmoins, la BoJ ne devrait pas augmenter ses taux directeurs cette année mais une remontée est attendue en 2024.

Nous restons baissiers sur le dollar vis-à-vis de l'euro. Le billet vert est surévalué et le différentiel de taux d'intérêt à long terme devrait se resserrer. Le yen devrait se maintenir autour des niveaux actuels à court terme avant de se renforcer face au dollar US puisque les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final.

Nous restons structurellement baissiers sur le dollar vis-à-vis de 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 devrait se maintenir autour des niveaux actuels à court terme avant de se renforcer face au dollar US puisque les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final.

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022	2023 e	2024 e	2021	2022	2023 e	2024 e
États-Unis	5.9	1.9	2.4	0.8	4.7	8.0	4.2	2.4
Japon	2.3	1.0	2.0	1.0	-0.2	2.5	3.2	2.6
Royaume-Uni	8.7	4.3	0.5	-0.1	2.6	9.1	7.4	3.0
Zone euro	5.6	3.4	0.5	0.9	2.6	8.4	5.6	2.8
Allemagne	3.1	1.9	-0.1	0.4	3.2	8.6	6.2	3.0
France	6.4	2.5	0.9	0.7	2.1	5.9	5.8	2.7
Italie	7.0	3.8	0.8	1.0	1.9	8.7	6.2	2.2
Espagne	5.5	5.5	2.4	1.5	3.0	8.3	3.5	2.8
Chine	8.4	3.0	5.1	4.5	0.9	2.0	0.5	2.0
Inde*	9.1	7.2	6.1	6.0	5.5	6.7	5.9	5.0
Brésil	5.0	2.9	3.1	1.8	8.3	9.3	4.7	4.2

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 31 octobre 2023

* année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25
	Treas. 10a	4,20	4,05	3,95	3,90	3,90
	Taux de dépôt	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
Zone euro	Bund 10a	2,60	2,45	2,40	2,30	2,35
	OAT 10a	3,17	2,99	2,93	2,85	2,92
	BTP 10 ans	4,50	4,25	4,10	4,10	4,25
	BONO 10 ans	3,70	3,45	3,35	3,30	3,40
Royaume-Uni	Taux BoE	5,25	5,25	5,00	4,50	4,00
	Gilt 10a	4,00	3,80	3,60	3,65	3,70
Japon	Taux BoJ	-0,10	-0,10	0,10	0,10	0,25
	JGB 10a	0,75	0,85	0,90	0,90	1,00

Taux de change

Fin de période		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
USD	EUR / USD	1,10	1,11	1,12	1,13	1,15
	USD / JPY	145	145	140	138	135
	GBP / USD	1,29	1,29	1,29	1,30	1,32
EUR	EUR / GBP	0,85	0,86	0,87	0,87	0,87
	EUR / JPY	160	161	157	156	155

Pétrole

Fin de période		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
Pétrole	USD/baril	81	82	86	88	86

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 25 septembre 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

États-Unis : sprint en montée	EcoTVWeek	3 novembre 2023
Économie mondiale : Conséquences économiques de l'incertitude géopolitique	EcoWeek	30 octobre 2023
Amérique latine : des facteurs mondiaux à l'origine des reflux d'investissements de portefeuille	ECOTVWeek	27 octobre 2023
Nigéria : maintenir le cap	EcoConjoncture	26 octobre 2023
Neutralité climatique : gare à une transition à deux vitesses !	Graphique de la Semaine	25 octobre 2023
Zone euro : en quête de signes encourageants dans les chiffres de l'inflation	EcoWeek	23 octobre 2023
Baromètre de l'OCDE d'octobre 2023	EcoPulse	20 octobre 2023
Japon : les filiales à l'étranger, rouage essentiel de l'industrie nipponne	EcoTVWeek	20 octobre 2023
Résilience des flux de capitaux en Europe centrale	Graphique de la Semaine	18 octobre 2023
La capacité des investisseurs à prendre des risques et le marché obligataire	EcoWeek	17 octobre 2023
Economies émergentes : Divergences et nouvelle donne	EcoEmerging	16 octobre 2023
Espagne : La détérioration de la solvabilité des emprunteurs reste contenue	EcoTVWeek	12 octobre 2023
OCDE : Fin probable des hausses de taux mais pas de la restriction monétaire	EcoPerspectives	12 octobre 2023
Zone euro : les taux fixes protègent les emprunteurs des effets du resserrement monétaire	Graphique de la Semaine	11 octobre 2023
Lutte contre l'inflation : les banques centrales sont-elles en passe de gagner leur pari ?	Podcast	11 octobre 2023
États-Unis : la hausse des rendements des Treasuries, énigmatique peut-être, préoccupante sans aucun doute	EcoWeek	10 octobre 2023
Les perspectives de croissance : (presque) tout est une question de confiance	EcoTVWeek	6 octobre 2023
France : au 3e trimestre 2023, les défaillances d'entreprises dépassent de 4% leur niveau d'avant-Covid	EcoBrief	5 octobre 2023
Baromètre de l'inflation	EcoCharts	5 octobre 2023
Allemagne : un décrochage structurel du déficit commercial avec la Chine ?	Graphique de la Semaine	4 octobre 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
Adjointe au chef économiste - Responsable - États-Unis

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

+33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim 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 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

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

ECOFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

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 desquelles il a été élaboré.

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.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

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

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2023). 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 - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder
Copyright: Dilok Klaisataporn

