

## Quand nous sommes-nous trompés sur nos prévisions, et comment l'expliquer ?

*Essentiellement, nos erreurs de prévision consistent en un optimisme global très excessif (portant sur la croissance, les cours boursiers...) au premier semestre 2008.*

*En mars-avril 2008, nous pensions que les économies et les marchés allaient s'améliorer progressivement puisque les pertes liées au subprime avaient été complètement provisionnées par les banques et que les resets de subprime s'arrêtaient fin 2008.*

*Nous croyons que la faillite de Lehman a conduit à la nouvelle dégradation des marchés et des économies, à partir de septembre 2008, à la fois par des mécanismes subjectifs (aversion au risque accrue des ménages, des entreprises...) et par des mécanismes objectifs (arrêt du marché interbancaire, hausse des coûts de financement des banques et de l'ensemble de l'économie, transmission de la crise aux pays émergents par les rapatriements de capitaux depuis ces pays dus à la hausse de l'aversion au risque, aux ventes forcées des investisseurs).*

*Nous restons persuadés que sans la faillite de Lehman, les évolutions auraient été beaucoup plus proches de celles que nous anticipions au premier semestre 2008.*

## Nos prévisions et les réalisations

Nous regardons nos prévisions, de janvier 2007 à décembre 2008 pour la croissance, les cours boursiers, les taux directeurs des banques centrales, les taux de change, pour les Etats-Unis et la zone euro.

Nous identifions les moments où nous avons commis des **erreurs importantes de prévision**, et nous essayons de les expliquer.

En ce qui concerne la **croissance (tableaux 1a-1b)** :

- nous sommes trop optimistes sur la croissance de 2008 du début de 2007 à mars 2008 en ce qui concerne les Etats-Unis, à juillet 2008 en ce qui concerne la zone euro ;
- nous sommes trop optimistes sur la croissance de 2009 du début de 2008 à septembre 2008.

Tableau 1a  
Croissance aux Etats-Unis

PIB volume en % Publications 2007			PIB volume en % Publications 2008		
	Pour 2007	Pour 2008		Pour 2008	Pour 2009
Janvier	2,4	-	Janvier	1,7	2,3
Février	2,5	2,9	Février	1,5	1,9
Mars	2,3	2,8	Mars	1,5	1,9
Avril	2,2	2,8	Avril	1,3	1,8
Mai	2,0	2,8	Mai	1,1	1,6
Juin	2,1	2,6	Juin	1,2	1,4
Juillet	2	2,5	Juillet	1,4	1,4
Août	-	-	Août	-	-
Septembre	1,9	2,1	Septembre	1,8	1,3
Octobre	1,9	2,1	Octobre	1,4	0,4
Novembre	2,1	1,7	Novembre	1,4	0,2
Décembre	2,2	1,7	Décembre	1,3	-0,1
<b>Réalisation</b>	<b>2,03</b>	<b>1,20</b>	<b>Réalisation</b>	<b>1,20</b>	<b>-</b>

Tableau 1b  
Croissance dans la zone euro

PIB volume en % Publications 2007			PIB volume en % Publications 2008		
	Pour 2007	Pour 2008		Pour 2008	Pour 2009
Janvier	1,7	-	Janvier	1,7	1,9
Février	1,7	1,6	Février	1,6	1,8
Mars	1,8	1,7	Mars	1,5	1,7
Avril	1,9	1,8	Avril	1,5	1,7
Mai	2,4	2,2	Mai	1,5	1,5
Juin	2,6	2,2	Juin	1,6	1,0
Juillet	2,6	2,2	Juillet	1,6	1,0
Août	-	-	Août	-	-
Septembre	2,6	1,9	Septembre	1,3	0,9
Octobre	2,6	1,9	Octobre	1,2	0,6
Novembre	2,6	1,8	Novembre	1,1	0,4
Décembre	2,6	1,8	Décembre	1,0	0
<b>Réalisation</b>	<b>2,67</b>	<b>0,80</b>	<b>Réalisation</b>	<b>0,80</b>	<b>-</b>

Sources : Datastream, prévisions Natixis

En ce qui concerne **les cours boursiers (tableaux 2a-2b)** :

- nous sommes trop optimistes sur les cours fin juin 2008 jusqu'en mars 2008 ;
- nous sommes trop optimistes sur les cours fin décembre 2008 jusqu'en septembre 2008.

**Tableau 2a**  
Prévisions du S&P

Indice boursier S&P Publications 2007					Indice boursier S&P Publications 2008		
	Juin-07	Déc-07	Juin-08	Déc-08		Juin-08	Déc-08
Janvier	1475	1500	-	-	Janvier	1585	1645
Février	1450	1475	-	-	Février	1405	1472
Mars	1450	1475	-	-	Mars	1405	1472
Avril	1444	1475	-	-	Avril	1323	1472
Mai	1513	1555	-	-	Mai	1414	1472
Juin	<b>1503,35*</b>	1600	1650	-	Juin	<b>1280*</b>	1472
Juillet	-	1540	1650	-	Juillet	-	1405
Août	-	-	-	-	Août	-	-
Septembre	-	1540	1650	-	Septembre	-	1300
Octobre	-	1543	1630	-	Octobre	-	985
Novembre	-	1502	1630	-	Novembre	-	954
Décembre	-	<b>1468,35*</b>	1585	1645	Décembre	-	<b>903,25*</b>

Sources : Datastream, prévisions Natixis

\* Réalisation fin de période

**Tableau 2b**  
Prévisions de l'Eurostoxx

Indice boursier Eurostoxx 50 Publications 2007					Indice boursier Eurostoxx 50 Publications 2007				
	Juin-07	Déc-07	Juin-08	Déc-08		Juin-07	Déc-07	Juin-08	Déc-08
Janvier	4500	4650	-	-	Janvier	4870	5130	-	-
Février	4300	4500	-	-	Février	3843	4105	-	-
Mars	4300	4500	-	-	Mars	3843	4105	-	-
Avril	4272	4500	-	-	Avril	3628	4105	-	-
Mai	4425	4710	-	-	Mai	3878	4105	-	-
Juin	<b>4489,77*</b>	4820	5250	-	Juin	<b>3352,81*</b>	4105	4630	-
Juillet	-	4550	5250	-	Juillet	-	3843	4630	-
Août	-	-	-	-	Août	-	-	-	-
Septembre	-	4550	5250	-	Septembre	-	3400	3900	-
Octobre	-	4420	4800	-	Octobre	-	2695	3750	-
Novembre	-	4393	4800	-	Novembre	-	2528	2550	-
Décembre	-	<b>4399,76*</b>	4870	5130	Décembre	-	<b>2447,67*</b>	2500	3000

Sources : Datastream, prévisions Natixis

\* Réalisation fin de période

En ce qui concerne les taux directeurs des banques centrales (**tableaux 3a-3b**) :

- nous ne voyons pas la baisse des taux à horizon juin 2008 seulement aux Etats-Unis, jusqu'en janvier 2008 ;
- nous ne voyons pas jusqu'en octobre 2008 la baisse des taux à horizon décembre 2008.

**Tableau 3a**  
Prévisions du taux des Fed Funds

Taux directeur FED Publications 2007					Taux directeur FED Publications 2008		
	Juin-07	Déc-07	Juin-08	Déc-08		Juin-08	Déc-08
Janvier	5	4,75	-	-	Janvier	3,25	3,25
Février	5,25	5	-	-	Février	2	2
Mars	5,25	4,75	-	-	Mars	2	2
Avril	5,25	4,75	-	-	Avril	2,25	1,75
Mai	5,25	4,75	-	-	Mai	2	1,75
Juin	<b>5,25*</b>	5	4,75	-	Juin	<b>2*</b>	2
Juillet	-	5,25	4,75	-	Juillet	-	2
Août	-	-	-	-	Août	-	-
Septembre	-	4,75	4,5	-	Septembre	-	2
Octobre	-	4,75	4	-	Octobre	-	1,5
Novembre	-	4,5	3,75	-	Novembre	-	1
Décembre	-	<b>4,25*</b>	3,75	3,75	Décembre	-	<b>0,25*</b>

Sources : Datastream, prévisions Natixis

\* Réalisation fin de période

**Tableau 3b**  
Prévisions du taux repo €

Taux directeur BCE Publications 2007					Taux directeur BCE Publications 2008				
	Juin-07	Déc-07	Juin-08	Déc-08		Juin-07	Déc-07	Juin-08	Déc-08
Janvier	3,75	3,75	-	-	Janvier	4	3,5	-	-
Février	3,75	3,75	-	-	Février	3,75	3,5	-	-
Mars	3,75	3,75	-	-	Mars	3,75	3,5	-	-
Avril	3,75	4	-	-	Avril	4	3,75	-	-
Mai	3,75	4,25	-	-	Mai	4	3,75	-	-
Juin	<b>4,00*</b>	4,25	4,5	-	Juin	<b>4,00*</b>	4,5	3,75	-
Juillet	-	4,25	4,5	-	Juillet	-	4,25	3,75	-
Août	-	-	-	-	Août	-	-	-	-
Septembre	-	4	4	-	Septembre	-	4,25	3,5	-
Octobre	-	4	3,75	-	Octobre	-	3,75	3,5	-
Novembre	-	4	4	-	Novembre	-	3,75	2,5	-
Décembre	-	<b>4,00*</b>	4	3,5	Décembre	-	<b>2,50*</b>	2	2

Sources : Datastream, prévisions Natixis

\* Réalisation fin de période

En ce qui concerne le **taux de change \$/€**, nous ne voyons pas, jusqu'en septembre 2008, la remontée du dollar (tableau 4).

**Tableau 4**  
Prévisions du taux de change \$/€

Taux de de change €//\$ Publications 2007					Taux directeur FED Publications 2008		
	Juin-07	Déc-07	Juin-08	Déc-08		Juin-08	Déc-08
Janvier	1,3	1,29	-	-	Janvier	1,5	1,54
Février	1,32	1,3	-	-	Février	1,51	1,48
Mars	1,32	1,34	-	-	Mars	1,55	1,52
Avril	1,34	1,34	-	-	Avril	1,58	1,56
Mai	1,35	1,36	-	-	Mai	1,54	1,5
Juin	<b>1,35*</b>	1,4	1,42	-	Juin	<b>1,58*</b>	1,54
Juillet	-	1,38	1,4	-	Juillet	-	1,61
Août	-	-	-	-	Août	-	-
Septembre	-	1,36	1,4	-	Septembre	-	1,5
Octobre	-	1,41	1,39	-	Octobre	-	1,37
Novembre	-	1,45	1,49	-	Novembre	-	1,29
Décembre	-	<b>1,46*</b>	1,49	1,54	Décembre	-	<b>1,39*</b>

Sources : Datastream, prévisions Natixis

\* Réalisation fin de période

Les erreurs de prévision que nous avons commises sont donc :

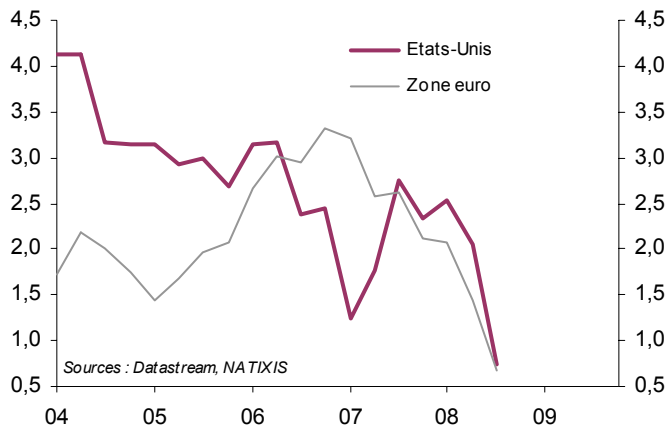
- un **excès d'optimisme global** (croissance, marché actions, taux directeurs) à deux périodes :
  - fin 2007 et début 2008, jusqu'en mars ;
  - à l'été 2008 jusqu'en septembre ;
- l'absence de prévision de la remontée du dollar qui a lieu à partir de l'été 2008.

Ce sont donc surtout :

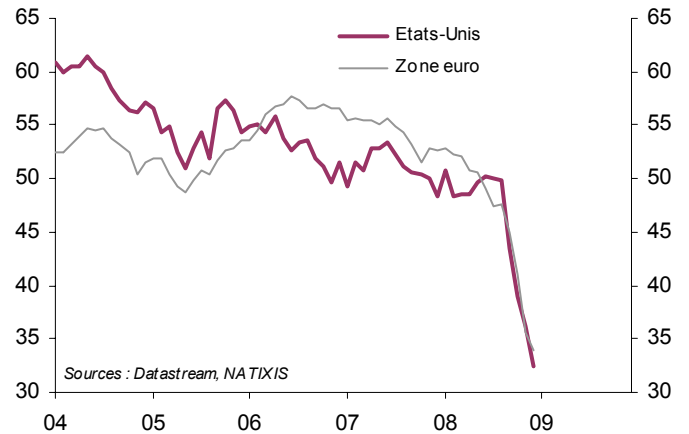
- la chute de l'activité au second semestre 2008 (graphiques 1a-1b-1c) et ses effets sur les marchés d'actions (graphiques 2a-2b) et les politiques monétaires (graphique 3) ;
- la remontée du dollar à partir de l'été 2008 (graphique 4) ;

que nous n'avons pas prévues.

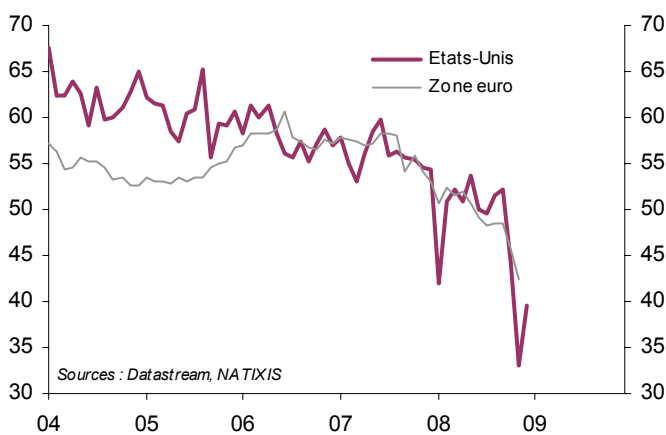
**Graphique 1a**  
Croissance du PIB en volume (GA en %)



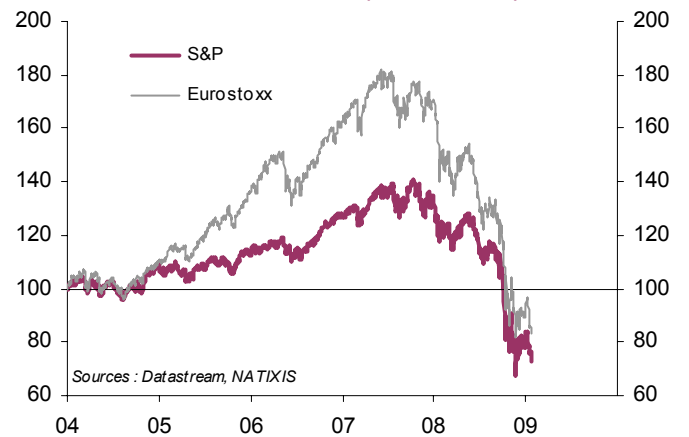
**Graphique 1b**  
ISM manufacturier



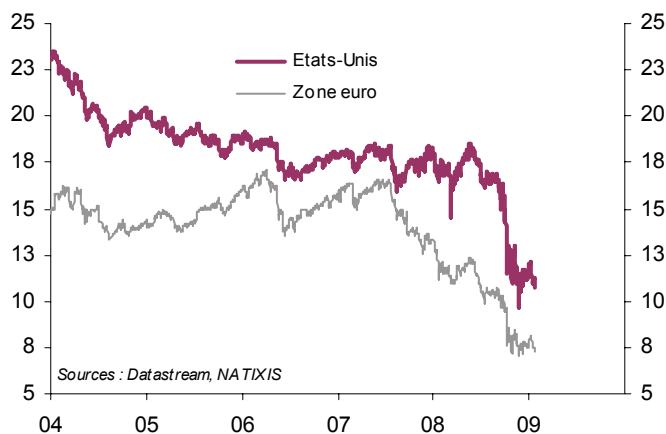
**Graphique 1c**  
ISM services



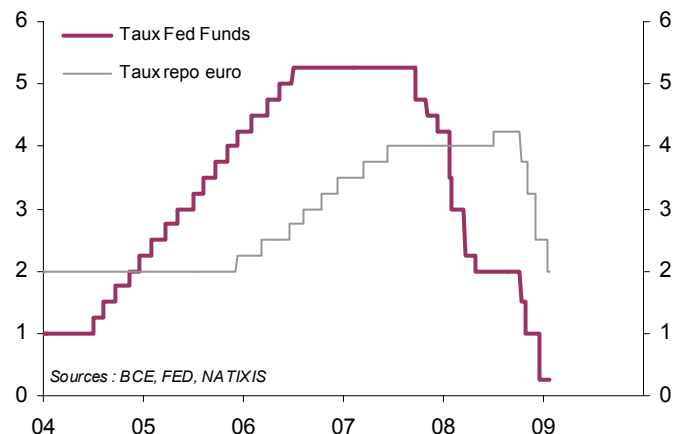
**Graphique 2a**  
Indices boursiers (100 en 2002:1)



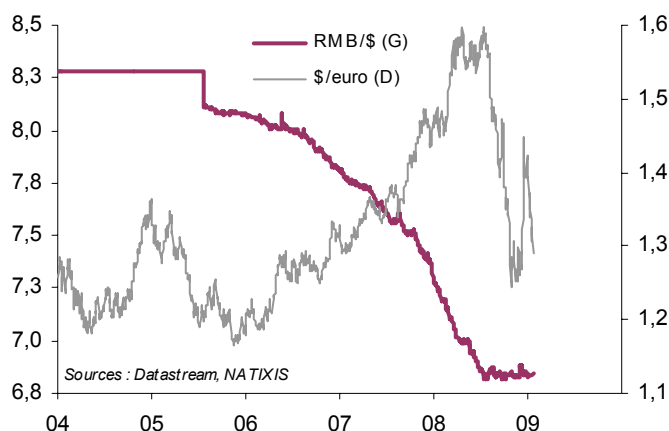
**Graphique 2b**  
PER (total marché)



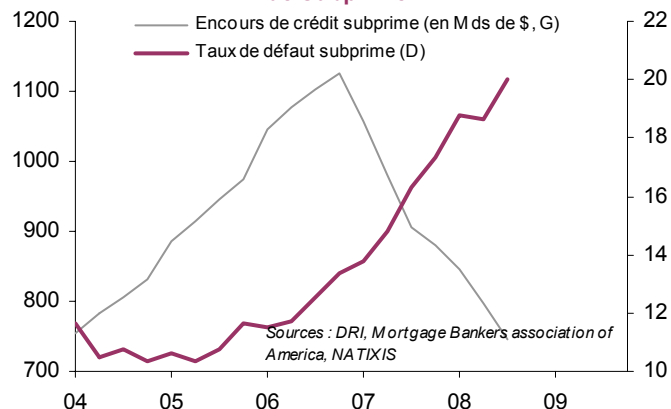
**Graphique 3**  
Taux directeurs



**Graphique 4**  
Taux de change



**Graphique 5**  
Etats-Unis : taux de défaut et encours de subprime



**Pourquoi étions-nous trop optimistes fin 2007, et au premier semestre 2008 ?**

A l'époque, nous utilisons l'argument suivant : **les pertes à subir sur les crédits subprime** vont d'une part s'arrêter à la fin de 2008 avec la fin des resets sur ces crédits (**graphique 5 et tableau 5**) ; d'autre part, ont été totalement provisionnées par les banques, ce qui était correct (**tableau 6**).

**Tableau 5**  
Etats-Unis : resets de subprime (Mds \$)

Q1 2007	41	Q1 2008	56,7	Q1 2009	37,7
Q2 2007	57	Q2 2008	61,2	Q2 2009	14,7
Q3 2007	51,1	Q3 2008	68,8	Q3 2009	9,5
Q4 2007	62,3	Q4 2008	66,1	Q4 2009	10,3

Sources : Loan Performance, Natixis

**Tableau 6**  
Dépréciations d'actifs et augmentations de capital des banques

In dollars bn	Total		1Q-09		4Q-08		3Q-08	
	Dépréciation	Augmentation	Dépréciation	Augmentation	Dépréciation	Augmentation	Dépréciation	Augmentation
Amérique	728,9	573,9	0	35,2	122,1	279	191,7	43,9
Europe	287,8	321,3	0	20,7	8,9	125,6	50,9	44,3

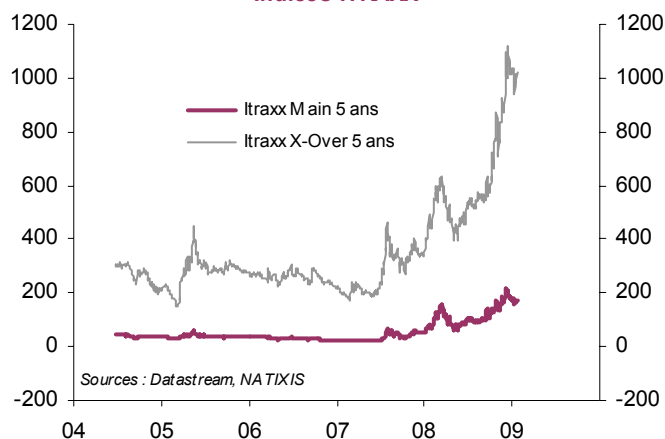
  

In dollars bn	2Q-08		1Q-08		4Q-07		3Q-07	
	Dépréciation	Augmentation	Dépréciation	Augmentation	Dépréciation	Augmentation	Dépréciation	Augmentation
Amérique	109,3	103	129,3	62,5	75,5	29,8	28	0,8
Europe	52,6	74,4	79,1	21,4	87,2	17,2	15,9	10,6

Source : Bloomberg and companies

Le premier problème a donc été **l'extension de la crise à d'autres marchés qu'à ceux touchés par les crédits subprime**. L'optimisme que nous avions alors était partagé pour les marchés puisqu'ils se stabilisent au premier semestre 2008 (**graphique 2a, graphiques 6a-6b**).

**Graphique 6a**  
**Indices ITRAXX**

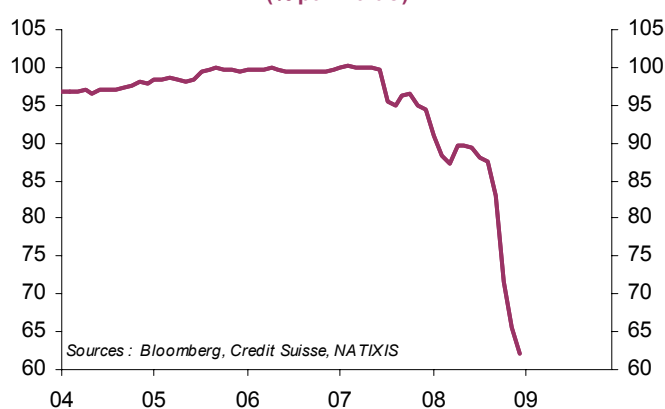


**Graphique 6b**  
**Indice CDX**

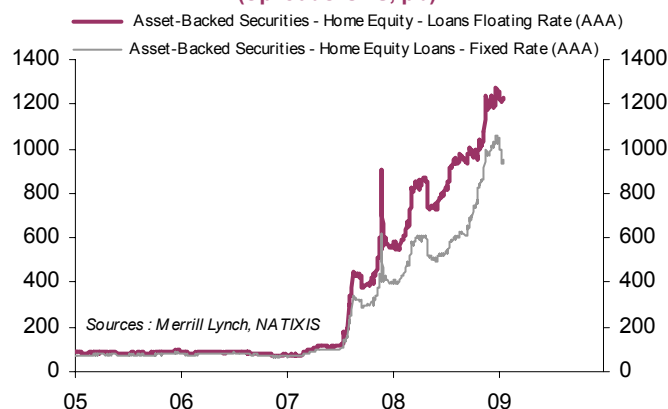


Mais on observe ensuite une violente dégradation des marchés qu'on peut rapprocher de la faillite de Lehman Brothers (14-18 septembre 2008) et qui touche le marché du crédit (graphiques 6a-6b), le marché des actions (graphique 2a), le marché des leveraged loans (graphique 7a), des MBS (graphique 7b).

**Graphique 7a**  
**Leveraged Loans Index Average Price**  
**(% par Value)**



**Graphique 7b**  
**Etats-Unis : indices ABS sur home equity loans**  
**(spreads OAS, pb)**

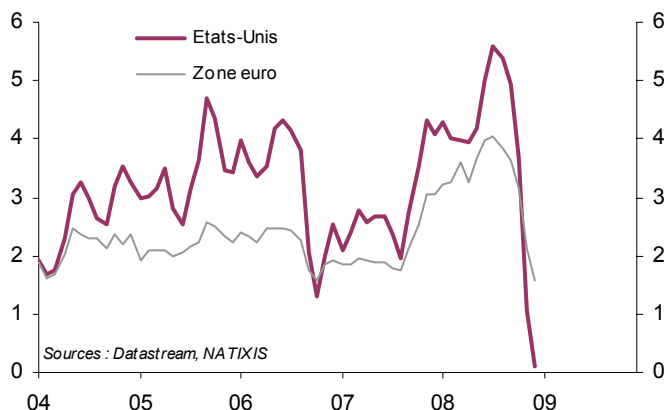


Nous n'avions clairement pas anticipé qu'il y aurait faillite d'une grande banque et que les marchés s'effondreraient à la suite de cette faillite.

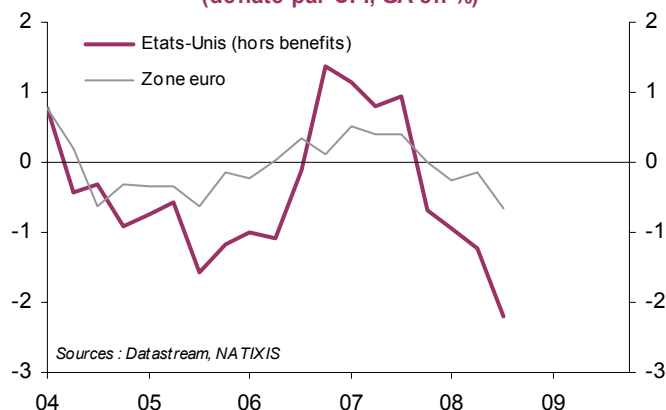
De manière additionnelle :

- le pic d'inflation et la baisse des salaires réels jusqu'au troisième trimestre 2008, dus au pic du prix du pétrole étaient difficiles à anticiper (graphiques 8a-8b-8c) ;
- les exportations ont été freinées plus que ce qui était attendu avec l'extension du freinage de la croissance aux pays émergents et exportateurs de pétrole (graphiques 9a-9b).

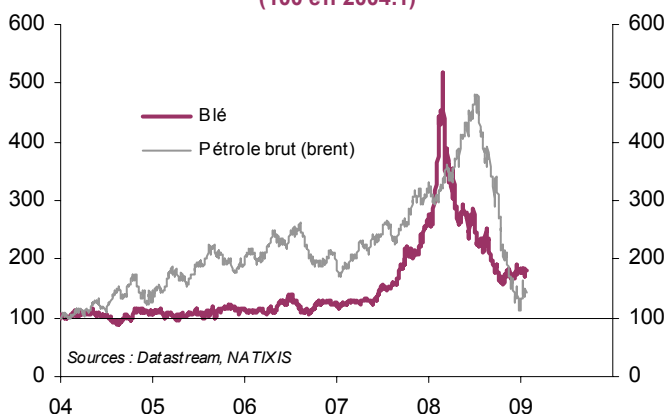
**Graphique 8a**  
Inflation (CPI, GA en %)



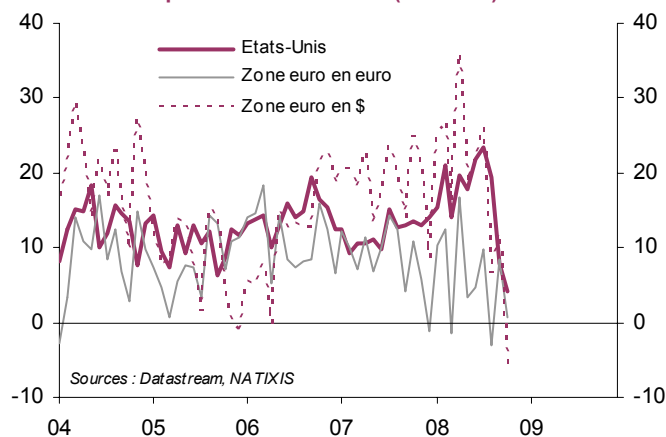
**Graphique 8b**  
Salaires réels par tête  
(déflaté par CPI, GA en %)



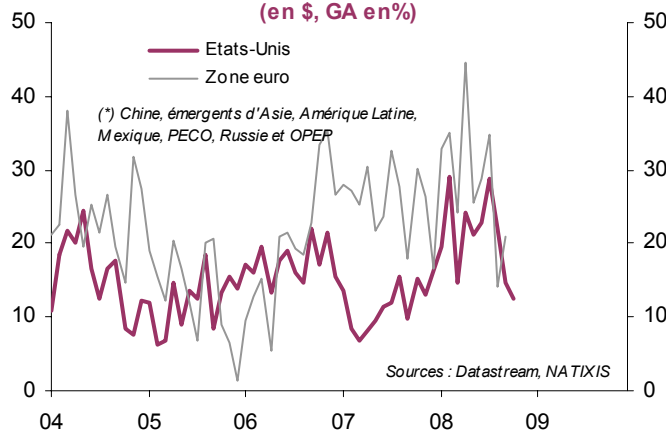
**Graphique 8c**  
Prix spot des matières premières en dollars  
(100 en 2004:1)



**Graphique 9a**  
Exportations en valeur (GA en %)



**Graphique 9b**  
Exportations vers l'ensemble des émergents\*  
(en \$, GA en %)



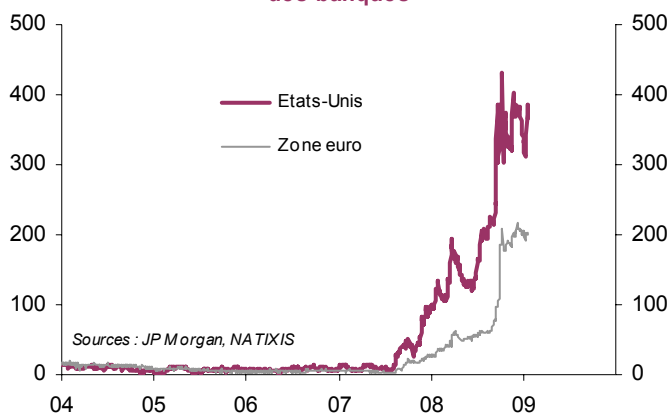
Mais il nous semble que la **faillite de Lehman déclenche une dynamique dépressive** :

- **hausse des coûts de financement** des entreprises (graphiques 6a-6b) et des banques (graphiques 10a-10b), **crise interbancaire** (graphique 10c) ;



- **accélération du freinage du crédit aux entreprises (graphique 11) ;**
- **pertes des banques (graphique 12) conduisant à un pessimisme généralisé ;**
- **chute accélérée de la demande des ménages** à partir de cette date (septembre 2008, **graphiques 13a-13b**) conduisant à une chute accélérée de la production (**graphiques 13d**), donc des profits des entreprises (**graphique 14a**) et de l'emploi (**graphique 14b**) ;
- avec la hausse forte de l'aversion au risque qui suit la faillite de Lehman (**graphique 15**), **retraits des capitaux depuis les pays émergents (graphique 16) qui provoque le transfert de la crise vers ces pays** et le recul de leur activité et de leurs importations (**graphique 17**).

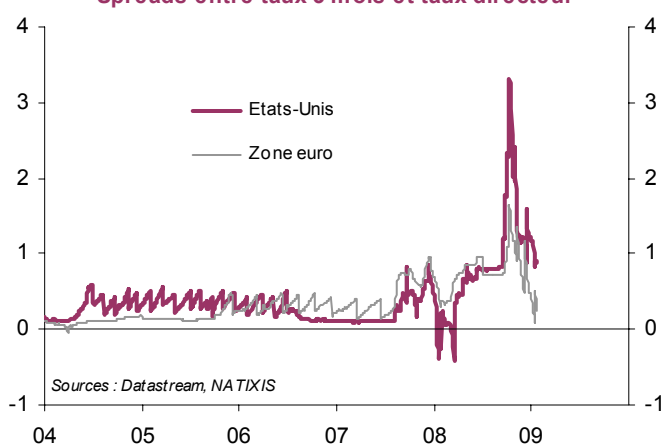
**Graphique 10a**  
Spread contre swaps dette senior des banques



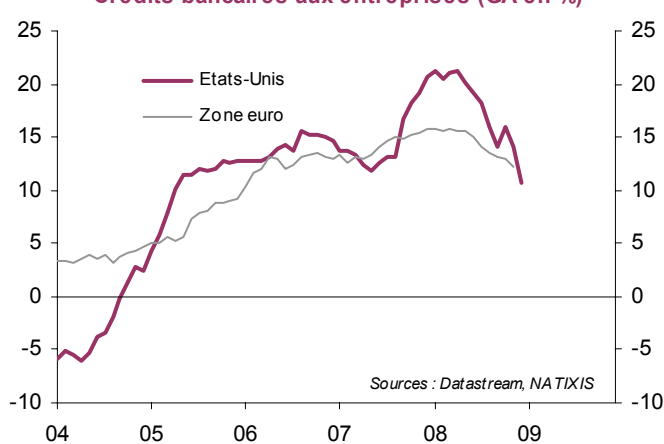
**Graphique 10b**  
Spread contre swap dette subordonnée des banques : Lower Tier I



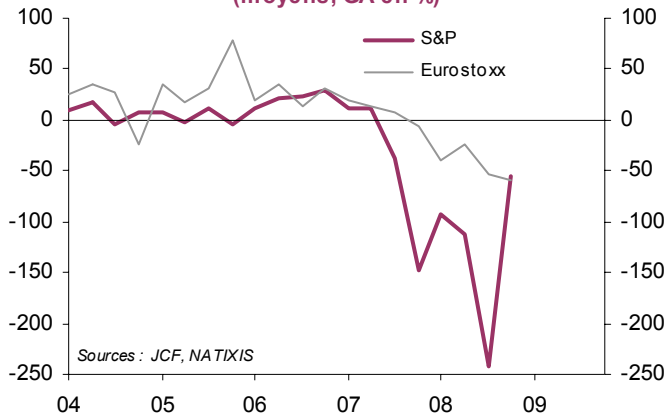
**Graphique 10c**  
Spreads entre taux 3 mois et taux directeur



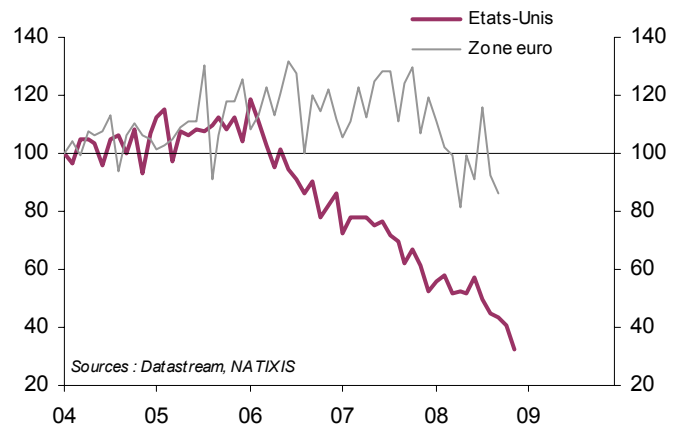
**Graphique 11**  
Crédits bancaires aux entreprises (GA en %)



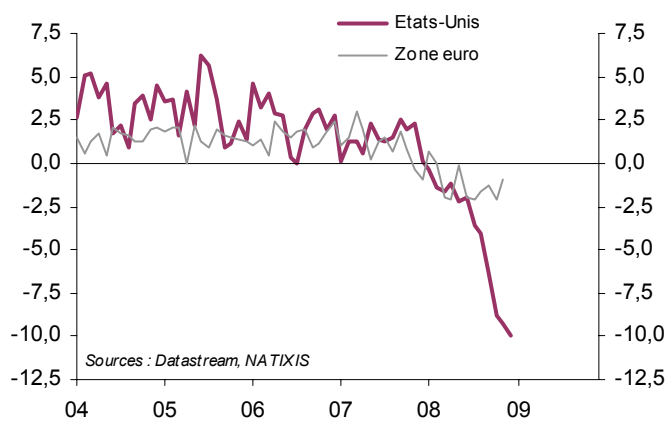
**Graphique 12**  
Croissance des BNA financières  
(moyens, GA en %)



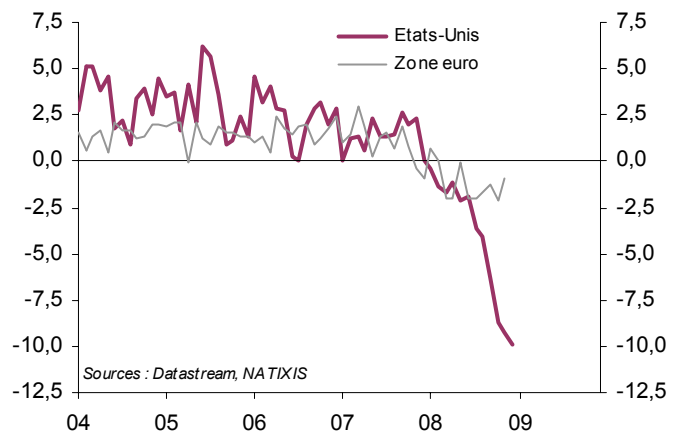
**Graphique 13a**  
Mises en chantier (100 en 2004:1)



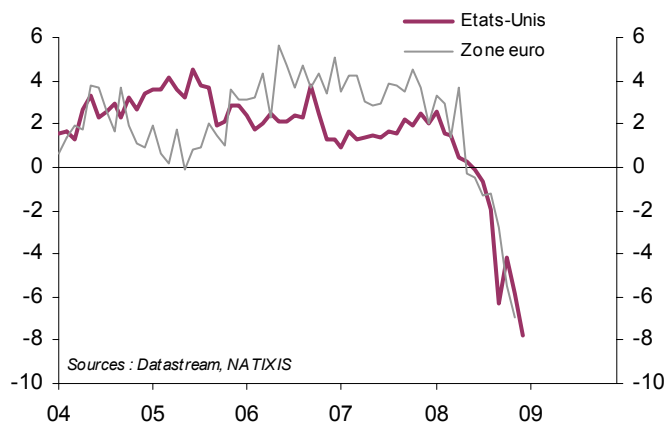
**Graphique 13b**  
Vente au détail en volume (GA en %)



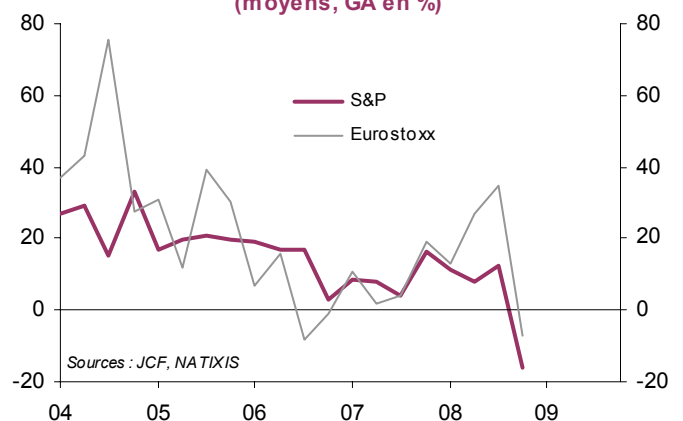
**Graphique 13c**  
Ventes au détail en volume (GA en %)



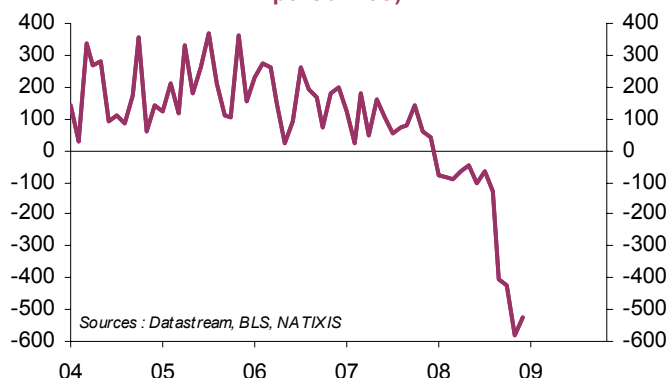
**Graphique 13d**  
Production manufacturière (GA en %)



**Graphique 14a**  
Croissance des BNA hors financières  
(moyens, GA en %)



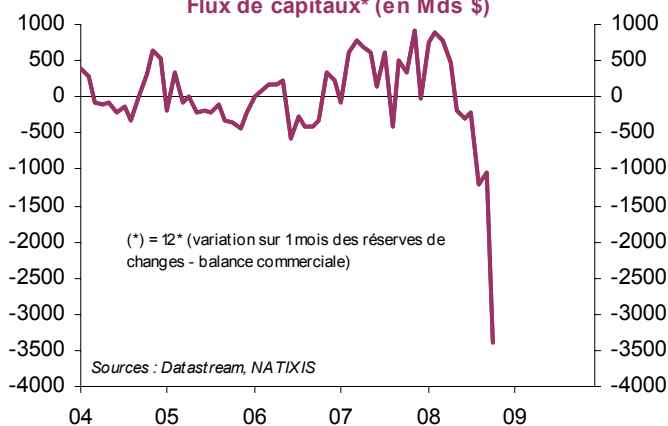
**Graphique 14b**  
Etats-Unis : variation mensuelle de l'emploi  
(total hors agriculture en milliers de personnes)



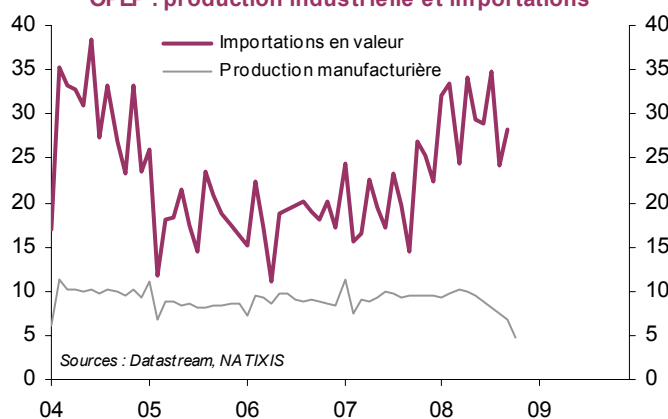
**Graphique 15**  
Indice NATIXIS de perception de risque



**Graphique 16**  
Ensemble des émergents (yc Russie et OPEP) :  
Flux de capitaux\* (en Mds \$)



**Graphique 17**  
Ensemble des émergents y compris Russie et OPEP : production industrielle et importations



**Au total, nous pensons donc que c'est l'absence de bail-out de Lehman qui cause une grande part de nos erreurs de prévision.**

**Celles sur le dollar sont liées puisqu'elles résultent de l'absence d'anticipation des sorties de capitaux depuis les émergents (graphique 16) qui provoquent la remontée du dollar.**

**Nous pensons aussi qu'effectivement les marchés auraient pu s'améliorer à partir du printemps 2008** puisque la première vague de pertes (liées au subprime) avait alors été provisionnée. Mais la réaction des marchés à la faillite de Lehman a fait apparaître une seconde vague de pertes que les banques n'ont pas pu supporter seules.