NATIXIS

Note mensuelle
Recherche économique

DÉCEMBRE 2008

Prévisions Financières

Et si le Reste du Monde arrêtait de couvrir le besoin de financement des Etats-Unis ?

Quelles politiques économiques va-t-on maintenant observer aux Etats-Unis ?

- une politique monétaire très expansionniste (taux d'intérêt très bas, forte croissance de la base monétaire) visant à éviter l'arrêt du crédit, à financer directement les entreprises, à aider les fonds mutuels… ;
- une politique budgétaire très expansionniste, avec la croissance faible, le plan de sauvetage des banques, d'AIG, des Agences, probablement de l'industrie automobile, les aides aux emprunteurs.

Ces politiques devraient être maintenues au-delà de la période de crise :

- la croissance va être durablement faible, avec la fin du soutien de la croissance par la hausse de l'endettement ;
- les besoins d'investissement public si les Etats-Unis doivent être réindustrialisés (soutiens directs à l'industrie, construction d'infrastructures publiques) sont considérables ;
- d'autres dépenses publiques vont apparaître : assurance maladie…

Pour évaluer les effets de toutes ces politiques sur le déficit extérieur et la dette extérieure des Etats-Unis, il faut regarder comment elles affectent l'épargne et l'investissement. Certaines politiques (par exemple recapitalisations financées par émissions de dette publique) n'ont pas directement d'effets sur le déficit extérieur. Il reste qu'on s'attend à une hausse durable de ce déficit. Ceci pose la question de son financement. Le Reste du Monde va-t-il accepter de financer le redressement des institutions financières et de l'industrie américaine, surtout si la Réserve Fédérale maintient des taux d'intérêt très bas et que la défiance vis-à-vis des actifs risqués ou complexes persiste ? Que se passe-t-il (ajustement de la courbe des taux, du dollar, des marchés d'actions…) si le Reste du Monde devient réticent à réaliser ces financements ? On peut hésiter entre un scénario de hausse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis avec hausse des prix des actifs d'entreprise (crédit, actions) et un scénario de baisse du dollar.

Rédacteurs
Patrick Artus
Marie-Pierre Ripert

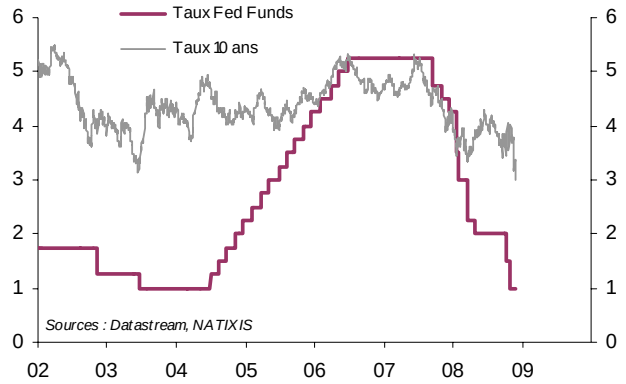
Directeur de la publication
Patrick Artus

Politiques très expansionnistes aux Etats-Unis

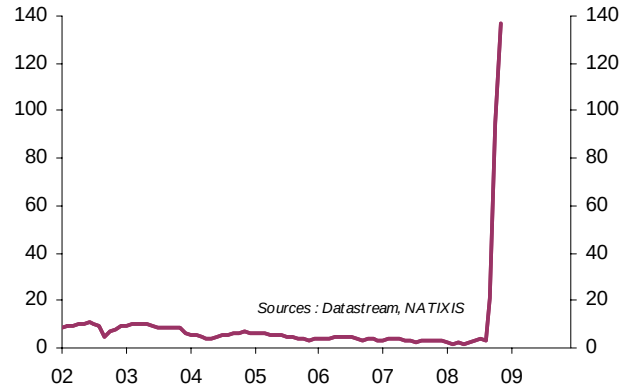
La politique économique qui va être maintenant mise en place aux Etats-Unis est très expansionniste.

La politique monétaire se dirige vers des taux d'intérêt très bas **(graphique 1a)**, vers une croissance très rapide de la base monétaire (c'est-à-dire de la taille du bilan de la Réserve Fédérale, **graphique 1b**).

Graphique 1a
Etats-Unis : taux d'intérêt



Graphique 1b
Etats-Unis : base monétaire (GA en %)



Cette politique monétaire a comme objectifs :

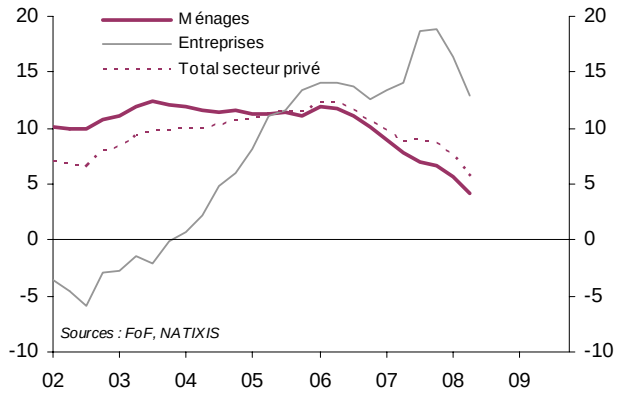
- le soutien du crédit **(graphique 2) ;**
- éventuellement, si le financement par les marchés est défaillant, le financement direct des entreprises (le **tableau 1** montre les achats de Commercial Paper par la Réserve Fédérale) ;

Tableau 1
Encours de commercial papers détenus par la Réserve Fédérale

	Mds de $
30 octobre 2008	40,82
6 novembre 2008	226,01
13 novembre 2008	249,91
20 novembre 2008	265,69

Source : Federal Reserve, table H.4.1.

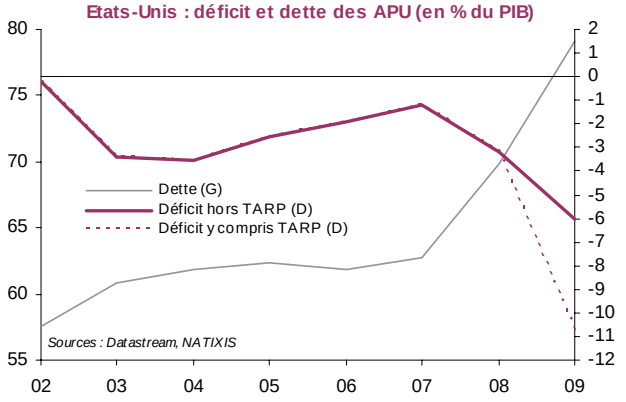
Graphique 2
Etats-Unis : crédits bancaires (GA en %)



- le soutien des fonds mutuels (rachats d'actifs à ces fonds), d'AIG **(tableau 2 en fin de publication)**, du marché des ABS…

La politique budgétaire se dirige vers des déficits publics et des dettes publiques très importants **(graphique 3).**

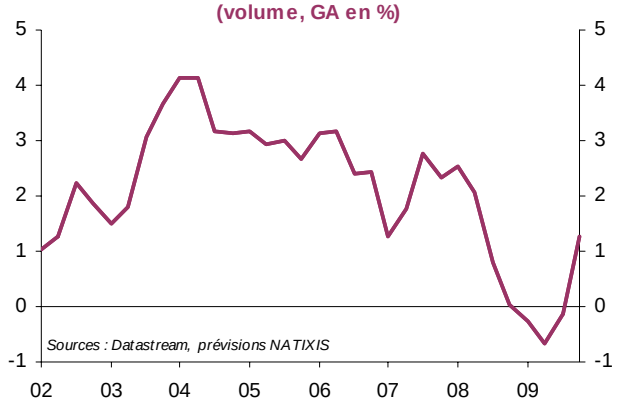
Graphique 3
Etats-Unis : déficit et dette des APU (en % du PIB)



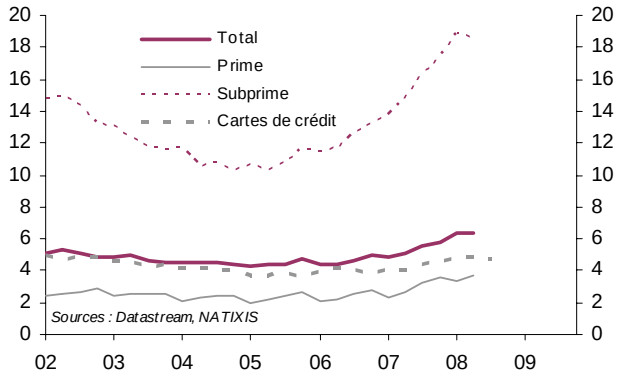
Cette politique budgétaire très expansionniste vise :

- à soutenir la demande privée dans une perspective de croissance très faible **(graphique 4) ;**
- à sauver les banques **(tableau 3),** les Agences **(tableau 4)**, AIG (voir plus haut) ;
- à venir en aide aux emprunteurs immobiliers en difficulté **(tableau 5) ;**
- peut-être, dans le futur, à venir en aide à d'autres industries (automobile…).

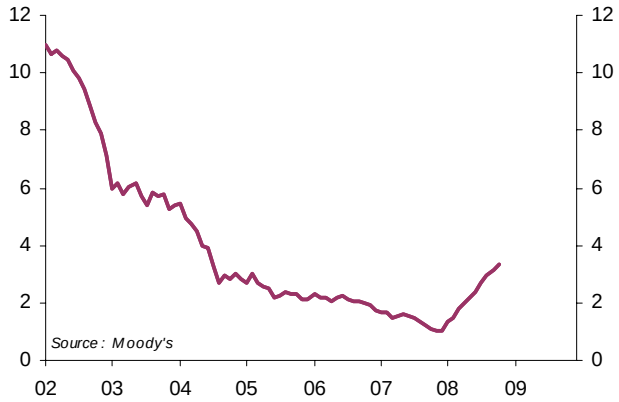
Graphique 4
Etats-Unis : croissance du PIB
(volume, GA en %)



Graphique 6a
Etats-Unis : taux de défaut ménage
sur les crédits hypothécaires



Graphique 6b
Etats-Unis : taux de défaut corporates high yield

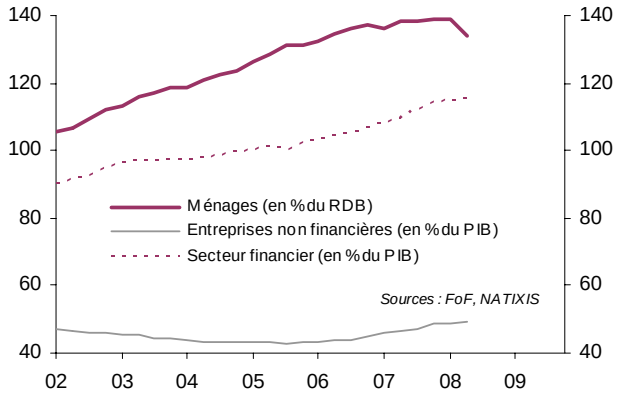


Politiques durablement très expansionnistes aux Etats-Unis

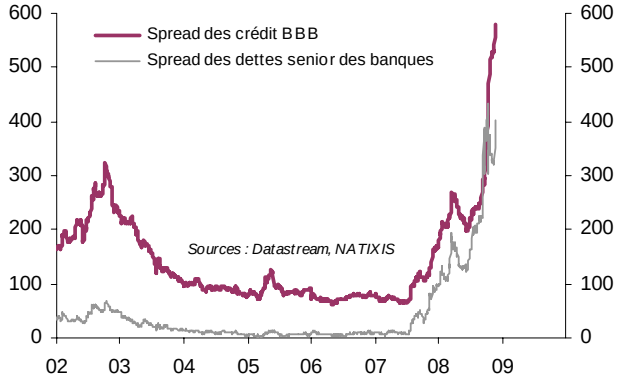
Nous pensons **que les politiques monétaire et budgétaire des Etats-Unis vont rester durablement très expansionnistes,** pour plusieurs raisons :

- **la croissance des Etats-Unis va être durablement faible,** puisqu'elle ne pourra plus être stimulée par la hausse de l'endettement des ménages, des banques, à un moindre degré des entreprises **(graphique 5).** La hausse des taux de défaut **(graphiques 6a-6b),** la hausse des primes de risque **(graphiques 7a-7b)** révèlent l'excès des niveaux atteints pour les taux d'endettement. **Le désendettement du secteur privé implique d'une part une faiblesse durable de la demande intérieure, d'autre part le besoin de taux d'intérêt très bas ;**

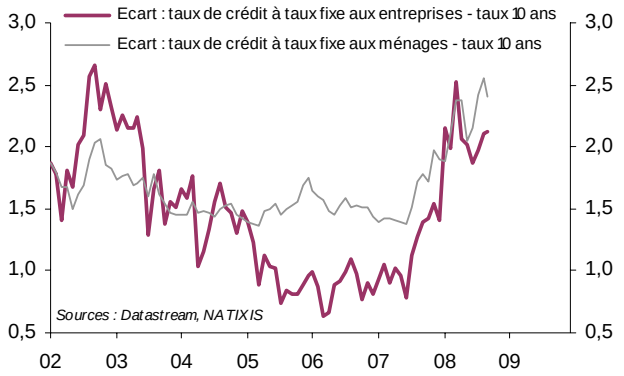
Graphique 5
Etats-Unis : endettement



Graphique 7a
Etats-Unis : spreads des dettes et des crédits
(asset swap)



Graphique 7b
Etats-Unis : écart entre taux de crédits à taux fixe et taux 10 ans



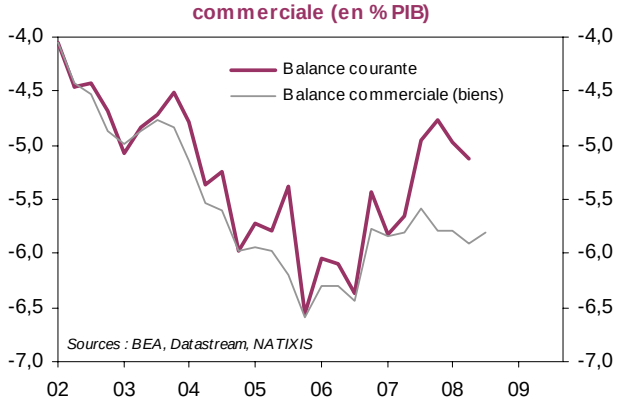
- **la réindustrialisation des Etats-Unis,** qui est nécessaire pour sauver des emplois, soutenir les salaires, exigera non seulement des aides directes à certaines industries, mais aussi **un énorme effort d'investissement en infrastructures (tableau 6) ;**

- **d'autres dépenses publiques vont apparaître,** en particulier dans le domaine de la santé **(tableau 7).**

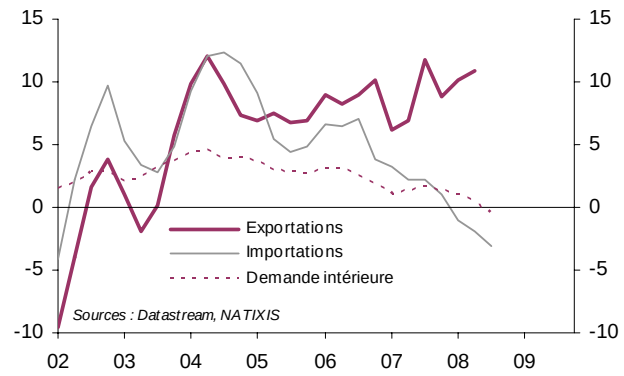
Au-delà des évolutions cycliques, la poursuite de l'ouverture du déficit extérieur des Etats-Unis

Le freinage de la demande intérieure des Etats-Unis a permis une amélioration du commerce extérieur **(graphique 8a)** grâce au freinage des importations et à la poursuite de la progression des exportations **(graphique 8b),** tirées par le dollar plus faible jusqu'au printemps 2008 et par la croissance des pays émergents.

Graphique 8a
Etats-Unis : balance courante et balance commerciale (en % PIB)



Graphique 8b
Etats-Unis : commerce extérieur et demande intérieure en volume (GA en %)

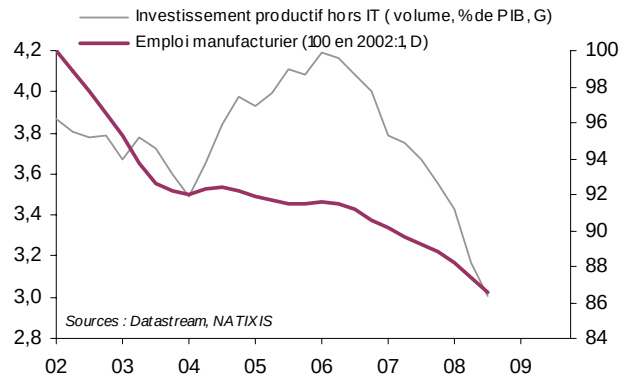


Mais la perspective à moyen terme reste bien celle d'une **poursuite de la dégradation tendancielle du commerce extérieur des Etats-Unis :**

- **la désindustrialisation des Etats-Unis** (visible à la stagnation de la production manufacturière hors nouvelles technologies, aux pertes d'emplois industriels, à la faiblesse de l'investissement industriel, **graphiques 9a-9b**) **sera très difficile à inverser ;**

Graphique 9a
Etats-Unis : production manufacturière hors IT (100 en 2002:1)

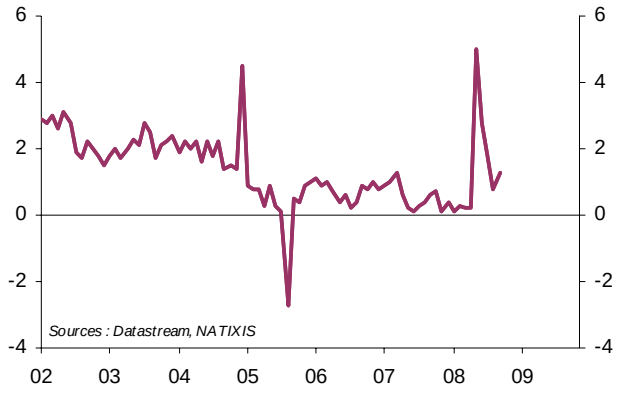
Graphique 9b
Etats-Unis : investissements et emploi manufacturier



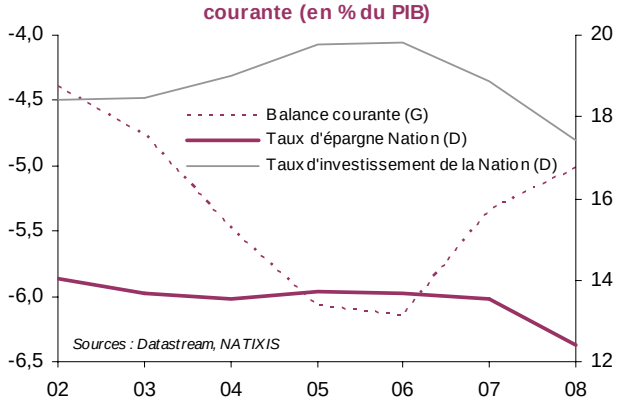
- **les politiques économiques très expansionnistes vues plus haut conduiront à un supplément de déficit extérieur :**

  - **la politique monétaire très expansionniste** fait disparaître l'incitation des ménages à épargner davantage. **Si le taux d'épargne des ménages américains reste très faible (graphique 10a), et si les déficits publics s'accroissent** (voir plus haut), **le taux d'épargne de la Nation diminue (graphique 10b),** ce qui conduit bien sûr à des déficits extérieurs plus importants ;

Graphique 10a
Etats-Unis : taux d'épargne net des ménages



Graphique 10b
Etats-Unis : épargne, investissement et balance courante (en % du PIB)

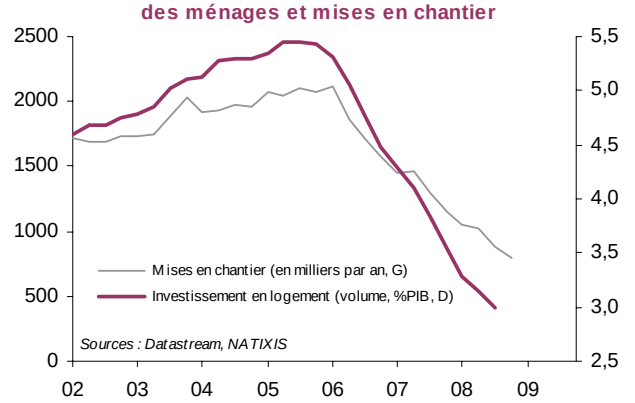


  - **la politique budgétaire très expansionniste** contribue directement au déficit extérieur. Il faut cependant prendre garde : des émissions de titres publics qui financent des achats de titres privés (recapitalisation des banques par exemple) par le Trésor n'accroissent directement ni le déficit public, ni le déficit extérieur des Etats-Unis. Il s'agit d'une simple **opération en capital du Trésor.** Le Trésor lève des ressources en émettant des titres publics et les transfère au secteur privé en lui achetant des titres. **Ceci accroît le besoin de financement du Trésor et réduit le besoin de financement du secteur privé. Le déficit extérieur des Etats-Unis est accru par les opérations qui conduisent à un déficit budgétaire (et non seulement à une hausse des émissions du Trésor, c'est-à-dire à une hausse de la dette publique).**

Mais le déficit public des **Etats-Unis** va être accru (voir **(graphique 3** plus haut), d'où la hausse prévisible du déficit extérieur.

Cette hausse du déficit extérieur se verra à partir du moment où l'investissement en logements reviendra à un niveau plus normal à partir du niveau présent extrêmement déprimé **(graphique 11).**

Graphique 11
Etats-Unis : investissement en logements des ménages et mises en chantier



Comment sera financé un déficit extérieur encore plus important des Etats-Unis ?

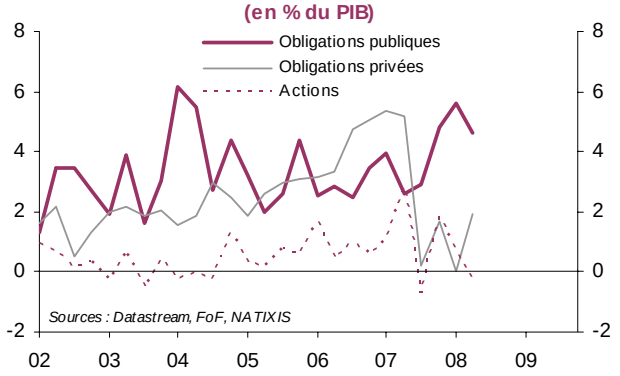
Nous devrions donc être confrontés dans le futur :

- **à un déficit extérieur très important (plus qu'aujourd'hui) des Etats-Unis ;**
- **dans une situation de taux d'intérêt très bas aux Etats-Unis ;**
- **et de méfiance durable vis-à-vis des actifs financiers complexes.**

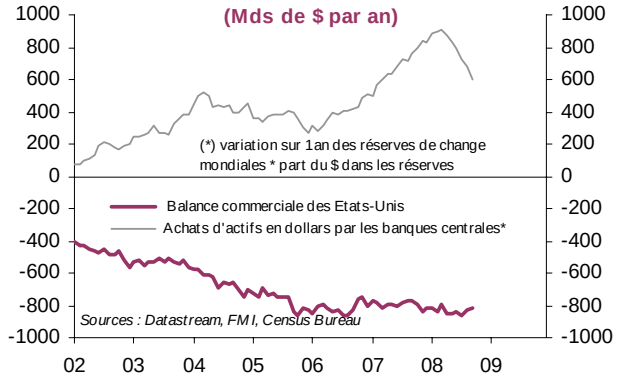
Les graphiques 12a-12b montrent que, depuis le début de la crise financière, le financement du déficit extérieur des Etats-Unis se fait essentiellement par l'achat de titres publics par les Banques Centrales.

Avant le début de la crise, les non résidents étaient fortement acheteurs d'obligations d'entreprises, ce qui inclut les ABS, le crédit structuré, mais on peut penser que la crise a fait disparaître cette possibilité, avec le rejet des actifs financiers complexes par les investisseurs.

Graphique 12a
Etats-Unis : achats nets d'actions et d'obligations par les non résidents (en % du PIB)



Graphique 12b
Balance commerciale des Etats-Unis et achats d'actifs en dollars par les banques centrales (Mds de $ par an)

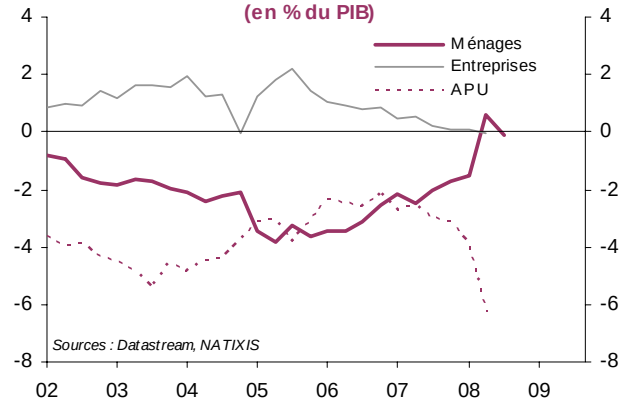


La problématique du financement du déficit extérieur des Etats-Unis est donc la suivante :

1. Si le rejet des actifs financiers complexes et/ou risqués par les investisseurs se poursuit, **le déficit extérieur (plus élevé encore dans le futur) des Etats-Unis devra continuer à être surtout financé par les Banques Centrales.**

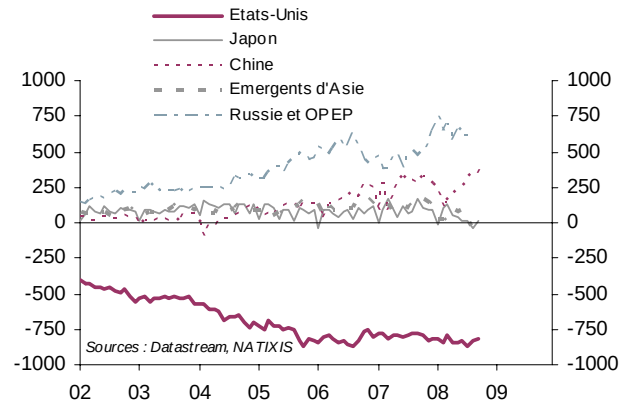
2. **Celles-ci vont-elles continuer à vouloir investir en obligations publiques alors que les taux d'intérêt sont très bas** (graphique 1a plus haut) **et que, on l'a vu aussi, le besoin de financement du secteur public se substitue au besoin de financement des ménages (graphique 13)** et à moindre degré des entreprises ?

Graphique 13
Etats-Unis : besoin de financement (en % du PIB)



Nous pensons que les Banques Centrales (où les autres investisseurs des pays excédentaires qui financent le déficit extérieur des Etats-Unis, **graphique 14) vont comprendre que la dette publique des Etats-Unis devient non seulement très importante mais aussi plus risquée.**

Graphique 14
Balance commerciale (Mds de $ par an)



Synthèse : quel ajustement sur les marchés financiers ?

Nous pensons donc :

1. que les politiques monétaire et budgétaire des Etats-Unis vont devenir et rester très expansionnistes ;
2. que ceci va conduire à des déficits extérieurs encore plus importants des Etats-Unis après la fin de la crise immobilière ;
3. que ces déficits extérieurs devront être financés essentiellement par les Banques Centrales des pays à excédents extérieurs (et par d'autres possibles investisseurs publics : fonds souverains…) ;
4. que ces investisseurs publics des pays excédentaires réaliseront que la dette publique des Etats-Unis, dans laquelle ils investissent) est à la fois trop importante et plus risquée, puisqu'elle

finance les besoins des ménages, des banques, d'autres institutions financières aux Etats-Unis.

Quelles sont alors, à l'équilibre, les conséquences pour les marchés financiers ?

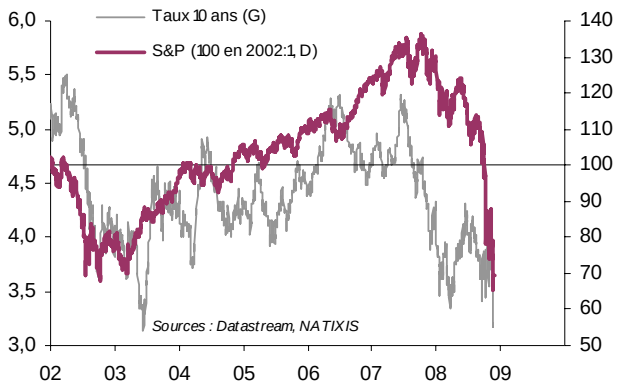
Possibilité 1 : les investisseurs des pays excédentaires continuent d'acheter les titres publics émis aux Etats-Unis. Nous venons de dire que, progressivement, ces investisseurs devraient au contraire se détourner progressivement de ces titres en réalisant que la dette publique des Etats-Unis devient plus risquée. **Si, cependant, ils continuaient sans réticence à accroître leur détention de dette publique américaine (ce qui n'est pas notre scénario), il n'y aurait pas de modification importante de l'équilibre financier.**

Possibilité 2 : les investisseurs des pays excédentaires restent investis en actifs en dollars mais se reportent progressivement des titres publics (américains) vers les titres privés (américains). Il s'agit d'une réaction normale au fait que le gouvernement américain améliore la situation financière du secteur privé par des opérations (rachats d'actifs, recapitalisations…) financées par de l'émission de titres publics.

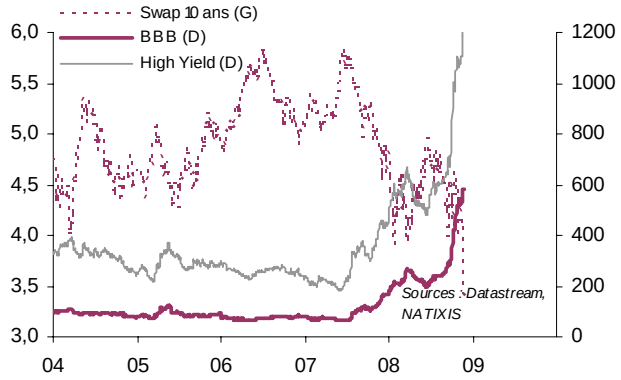
Dans cette configuration :

- **le montant d'achat de titres en dollars n'étant pas affecté, il n'y a pas d'effet négatif sur le dollar ;**
- **le passage des investisseurs des titres publics en dollars vers les titres privés en dollars conduit à l'inversion du mouvement observé pendant la crise : il y aurait pentification de la courbe des taux par la hausse des taux d'intérêt à long terme, resserrement des spreads de crédit, hausse du marché des actions ; il y aurait poursuite du resserrement des swap-spreads (graphiques 15a-15b).**

Graphique 15a
Taux 10 ans et indice boursier



Graphique 15b
Etats-Unis : spreads de crédit (asset swap) et swap 10 ans



Possibilité 3 : les investissements des pays excédentaires se détournent des actifs en dollars vers des actifs en d'autres devises devant l'aggravation du déficit extérieur des Etats-Unis. Il y aurait alors dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro, des monnaies des émergents **(graphique 16).**

Graphique 16
Taux de change et monnaie des émergents

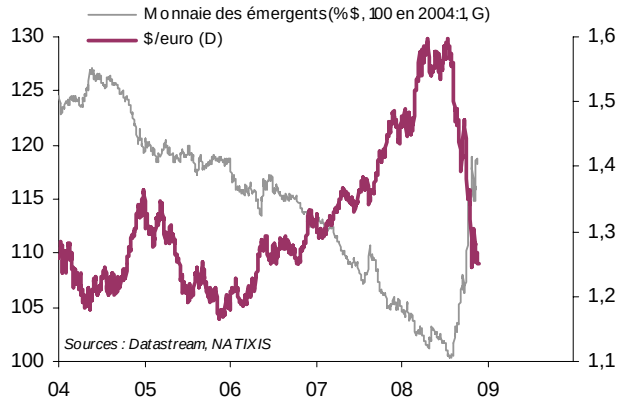


Tableau 2
Programme de sauvetage d'AIG

	Montants	Modalités
Recapitalisation	40 Md$	Achat d'actions préférentielles
Prêt direct AIG	60 Md$	Baisse du montant du prêt initialement de 85 Md$ Réduction du taux payé de 3-mois Libor +850 pb à 3-mois Libor +300 pb Réduction du taux payé sur les fonds non empruntés de 850pb à 75pb Extension de la durée du prêt de 2 à 5 ans
Création deux facilités de crédit		
Residential MBS facility	22,5 Md$	Prêt à une nouvelle LLC (limited liability company) pour acheter des RMBS du portefeuille de collatéral d'AIG.
Collateralized debt obligation facility	30 Md$	Prêt à une nouvelle LLC pour l'achat de CDO sur lesquels AIG a fait des CDS

Sources : Fed, Natixis

Tableau 3

Montants maximum envisagés pour les plans de sauvetages bancaires

		Aides au refinancement (garantie et ligne de crédit)	Recapitalisation	Défaisance d'actifs	Coût sur la dette publique	En pb de PIB
Etats-Unis	Mrd USD	1400	(*)	0	700	4,7

(*) Etats-Unis : Recapitalisation : 250 Mds de $ puis suite au changement d'orientation du TARP, les 450 Md$ restants seront alloués pour augmenter le montant destiné à la recapitalisation, soutenir la titrisation et limiter les foreclosures.

Caractéristiques des aides envisagées au refinancement des banques

	Type	Instruments bénéficiaires	Fin des mesures	Durée
Etats-Unis	Garantie d'Etat	Nouvelle émission de dette senior des banques	30-juin-09	3 ans

Tableau 4

Plan de sauvetage Freddie Mac et Fannie Mae

Montants	Modalités
Jusqu'à 100Md$ chacune	L'Etat viendra renflouer les deux agences en cas de problème de capitalisation Mise sous tutelle des deux agences (conservatorship) Garantie des titres émis par les deux agences Possibilité d'avoir jusqu'à 79,9% du capital **Ouverture d'une ligne de crédit jusqu'à fin 2009 : GSECF** (Government Sponsored Entreprise Credit Facility) les liquidités seront fournies par le Trésor via son fond détenu à la Fed de NY. Le collatéral sera limité à des titres d'agences. Les prêts seront à court terme (moins d'un mois) avec un taux de LIBOR+ 50 pb.

Montants pertes nettes T3-08

Freddie Mac	25,3 Md$
Fannie Mae	29,0 Md$

Tableau 5
Plan de sauvetage emprunteurs immobiliers

	Montants	Modalités
Housing bill	Jusqu'à 300 Md$ de garanties par le FHA ce qui porterait à 700Md$ le montant total garanti	Refinancement des prêts par les prêteurs puis le prêt est ensuite assuré par le FHA. Favoriser la renégociation des prêts (+90 j de défaillance).

Tableau 6
Etat des infrastructures publiques aux Etats-Unis

Sujet	Note 2001	Note 2005	Commentaires
Aviation	*D*	D+	L'encombrement des aéroports américains a diminué depuis les niveaux critiques atteints au début de la décennie, suite à une baisse de la demande et aux légères augmentations de financement récentes. Toutefois les voyages aériens et le trafic ont dépassé les niveaux qu'ils avaient atteint avant le 11 septembre et l'on attend une croissance annuelle de 4,3 % d'ici 2015. Les aéroports devront accommoder d'un nombre croissant de jets régionaux et de nouveaux super-jumbo.
Ponts	*C*	*C*	Entre 2000 et 2003, le pourcentage des 590 750 ponts considérés structurellement défectueux ou fonctionnellement obsolètes a légèrement baissé, de 28,5 % à 27,1 %. Toutefois le coût de réparation de ces ponts s'élèverait à 9,4 Mds de $ par an pendant 20 ans. Le manque chronique d'investissement est aggravé par l'absence de programme de transport fédéral.
Eau potable	*D*	D-	L'Amérique manque des 11 Mds $ annuels nécessaires pour remplacer les installations vieillissantes et se conformer aux normes réglementaires relatives à l'eau potable. Le financement fédéral pour la production d'eau potable est resté au même niveau en 2005, à 850 M $, soit moins de 10% des besoins nationaux. L'administration du Prés. Bush a proposé de maintenir ce niveau de financement pour l'année fiscale 2006.
Énergie	*D+*	D	Le réseau de transport électrique des États-Unis est en grand besoin de modernisation. La croissance de la demande en électricité et l'investissement dans de nouvelles centrales électriques ne s'est pas accompagnée d'investissements similaires dans le réseau de transport d'électricité. Les dépenses d'entretien ont baissé de 1% par an depuis 1992.
Réseau ferroviaire	--	*C-*	Pour la première fois depuis la seconde guerre mondiale, l'insuffisance de la capacité ferroviaire a créé des goulots d'étranglement et des retards. Ce problème devrait s'aggraver, du fait de l'augmentation d'au moins 50 % du tonnage de fret ferroviaire prévue d'ici 2020.
Réseau routier	*D+*	*D*	Les routes en mauvais état coûtent 54 Mds $ en réparations et frais de fonctionnement pour les automobilistes américains, soit 275 $ par automobiliste. Les Américains passent 3,5 Mds d'heures par an dans les embouteillages, pour un coût de 63,2 Mds $ par an. Les dépenses annuelles de 59,4 Mds $ sont bien en-deçà des 94 Mds $ nécessaires annuellement pour améliorer l'infrastructure nationale des transports. Alors que les programmes de transports fédéraux à long terme ne sont plus autorisés depuis leur expiration le 30 septembre 2003, la nation continue à rogner sur les fonds nécessaires aux améliorations du réseau routier.

A = Exceptionnel, B = Bon, C = Médiocre, D = Insuffisant, F = défaillant, I = Incomplet
Total des investissements nécessaires = 1,6 billion $
(Estimation des besoins sur 5 ans - ne comprend pas les besoins d'investissements de sécurité)
Chaque catégorie a été évaluée en fonction de son état et de sa performance, capacité comparée aux besoins, et financement comparé aux besoins.
Source : American Society of Civil Engineers (Société américaine des ingénieurs civils).

Tableau 7
Coût du programme Obama pour la réforme de la santé

Mesure	Coût
Etendre la couverture maladie à ceux qui ne sont pas assurés: en fait faire baisser de 18 millions en 2009 le nombre de non assurés et de 34 millions à horizon 2018	1,6 trillion sur 10 ans

Scénario macroéconomique et financier

décembre 2008

Service de la Recherche, http//www.Natixis.com

Aux Etats-Unis, les premiers indicateurs disponibles pour le quatrième trimestre 2008 sont inférieurs aux attentes. Nous ajustons les prévisions de croissance pour 2008 et 2009 à la baisse. Ceci nous incite à penser que les Fed Funds pourraient atteindre 0,25% d'ici janvier prochain. La Réserve Fédérale utilise déjà la politique quantitative pour éviter la trappe à liquidité.

En zone euro, le recul du pétrole plus fort qu'attendu nous conduit à revoir, via l'inflation, les perspectives de politique monétaire. La BCE pourrait ajuster le taux repo jusqu'à 2,0% dans le cas où le Brent ne dépasse pas 60 USD/brl en moyenne l'année prochaine. La récession se prolonge au quatrième trimestre 2008. Le point bas du cycle devrait être atteint au deuxième trimestre 2009.

Taux directeurs / marché monétaire		28/11/08	3m	6m	12m
Taux FED		**1,00**	**0,25**	**0,25**	**0,25**
	3 mois	*2,22*	*2,21*	*1,52*	*0,99*
	Forward		*0,95*	*1,16*	*1,16*
Taux BOJ		**0,30**	**0,30**	**0,10**	**0,10**
	3 mois	*0,94*	*0,74*	*0,39*	*0,12*
	Forward		*0,44*	*0,56*	*0,61*
Taux BCE		**3,25**	**2,25**	**2,00**	**2,00**
	3 mois	*3,85*	*3,83*	*3,45*	*2,74*
	Forward		*2,09*	*1,70*	*2,35*
Taux BOE		**3,00**	**1,25**	**1,00**	**1,00**
	3 mois	*3,91*	*3,41*	*2,72*	*3,25*
	Forward		*1,50*	*2,10*	*2,47*
Taux BNS		**1,26**	**0,75**	**0,50**	**0,50**
	3 mois	*1,26*	*1,75*	*1,75*	*1,75*
	Forward		*1,65*	*1,82*	*1,03*
Taux Riksbank		**3,75**	**2,50**	**2,00**	**2,00**
	3 mois	*4,89*	*4,35*	*3,69*	*2,87*
	Forward		*2,28*	*1,97*	*2,18*

	Croissance du PIB (%)			Inflation (%)			Solde budgétaire (% PIB)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Etats-Unis* **	2,0	1,3	-0,1	2,9	4,1	0,9	-1,2	-3,2	-6,0
Japon	2,1	0,1	-1,1	0,1	1,6	0,6	-7,4	-7,8	-7,4
Zone Euro	2,6	1,0	0,0	2,1	3,3	1,4	-0,6	-1,4	-2,3
Allemagne	2,6	1,4	0,1	2,3	2,8	0,9	-0,3	-0,6	-1,6
France	2,1	0,9	0,0	1,6	3,2	1,2	-2,7	-3,0	-3,8
Italie	1,4	-0,3	-0,3	2,0	3,6	1,7	-1,6	-2,7	-3,0
Espagne	3,7	1,3	-0,8	2,8	4,2	1,7	2,2	-1,6	-3,5
Royaume Uni	3,0	0,9	-1,0	2,3	3,7	1,4	-2,7	-4,4	-7,0
Europe centrale*	6,1	4,8	2,1	4,2	6,5	4,4	-1,9	-2,3	-2,7
Russie	8,1	7,0	2,1	9,0	13,9	10,5	6,0	4,7	1,6
Amérique Latine	5,5	4,5	2,7	5,3	8,4	6,6	-0,1	-0,4	-0,8
Asie hors Chine et Japon**	7,2	5,5	4,3	4,4	8,3	5,3	-0,7	-2,2	-2,9
Chine	11,9	9,4	8,8	4,8	6,0	2,9	0,7	-1,0	-3,8
MONDE	**3,5**	**2,2**	**1,0**	**2,8**	**4,6**	**2,4**	-	-	-
MONDE (PPA)	**4,8**	**3,4**	**2,2**	**-**	**-**		-	-	-

* Pologne, Hongrie, République Tchèque, Slovaquie, Slovénie, Estonie, Lettonie, Lituanie, Bulgarie, Roumanie

** Inde, Corée, Taïwan, Thaïlande, Malaisie, Singapour, Indonésie, Philippines, Vietnam

***2009: Besoin de financement de l'Etat Fédéral hors TARP (Plan Paulson)

Marchés obligataires

Service de la Recherche, http//www.Natixis.com

Maturité		Etats-Unis 28/11/08	3m	6m	12m	Allemagne 28/11/08	3m	6m	12m
2 ans	NATIXIS	0,99	0,86	0,98	1,29	2,19	2,28	2,54	2,80
	Forward		*1,31*	*1,43*	*1,60*		*2,35*	*2,36*	*2,48*
	*TILT**		*1,07*	*1,66*	*1,66*		*2,23*	*2,18*	*2,18*
5 ans	NATIXIS	1,92	2,05	2,14	2,35	2,65	2,77	2,97	3,16
	Forward		*2,18*	*2,29*	*2,49*		*2,78*	*2,87*	*3,10*
	TILT		*2,59*	*3,14*	*3,14*		*2,26*	*2,32*	*2,42*
10 ans	NATIXIS	2,92	2,85	3,05	3,35	3,26	3,31	3,53	3,69
	Forward		*3,08*	*3,14*	*3,25*		*3,35*	*3,40*	*3,54*
	TILT		*3,81*	*4,24*	*4,24*		*2,81*	*2,97*	*3,10*
30 ans	NATIXIS	3,44	3,41	3,62	3,86	3,72	3,66	3,87	3,96
	Modèle		*5,07*	*5,20*	*5,20*		*4,06*	*4,11*	*4,20*

Maturité		Royaume-Uni 28/11/08	3m	6m	12m	Japon 28/11/08	3m	6m	12m
2 ans	NATIXIS	2,21	2,06	2,02	1,92	0,60	0,08	0,02	0,02
	Forward		*2,66*	*2,98*	*3,44*		*0,64*	*0,70*	*0,81*
	TILT		*2,63*	*2,59*	*2,59*		*0,34*	*0,16*	*0,16*
5 ans	NATIXIS	3,20	2,95	2,82	2,75	0,88	0,19	0,11	0,11
	Forward		*3,43*	*3,58*	*3,77*		*0,90*	*0,93*	*0,96*
	TILT		*3,66*	*3,78*	*3,78*		*0,65*	*0,52*	*0,53*
10 ans	NATIXIS	3,77	3,89	3,77	3,74	1,40	0,88	0,81	0,81
	Forward		*3,88*	*3,97*	*4,09*		1,42	1,46	1,54
	TILT		*4,07*	*4,14*	*4,14*		*1,43*	*1,48*	*1,35*

Maturité		Suisse 28/11/08	3m	6m	12m	Suède 28/11/08	3m	6m	12m
2 ans	NATIXIS	1,19	1,44	1,45	1,74	2,20	2,99	2,82	2,77
	Forward		*1,23*	*1,25*	*1,26*		*2,25*	*2,28*	*2,42*
5 ans	NATIXIS	1,89	2,25	2,25	2,38	2,44	3,21	3,05	3,01
	Forward		*1,89*	*1,91*	*1,93*		*2,54*	*2,59*	*2,73*
10 ans	NATIXIS	2,28	2,67	2,68	2,75	2,91	3,54	3,44	3,41
	Forward		*2,27*	*2,30*	*2,34*		*2,96*	*2,98*	*3,04*

* Taux suggérés par l'application des équations de long terme de notre modèle de taux (cf. Flashs 2004-119 et 2004-120)

Scénario swap spreads, crédit, change et indices boursiers

Service de la Recherche http//www.Natixis.com

Swap Spread *Points de base*		28/11/08 Etats-Unis	3m	6m	12m
10A	NATIXIS	20	25	30	30
		Zone Euro			
10A	NATIXIS	62	55	39	25

Spreads de crédit	28/11/08	3m	6m	12m
	Etats-Unis (Merrill Lynch, OAS)			
IG vs swap	583	400	300	230
	Zone Euro (iBoxx, ASW)			
IG vs swap	267	225	201	155

Taux de change	28/11/08	3m	6m	12m
EUR/USD	1,27	1,21	1,26	1,33
USD/JPY	95,5	93	96	100
GBP/USD	1,54	1,40	1,52	1,60
EUR/JPY	121,2	113	121	133
EUR/GBP	0,83	0,86	0,83	0,83
EUR/CHF	1,54	1,57	1,56	1,55
EUR/SEK	10,28	10,35	10,00	9,60
EUR/PLN	3,78	3,83	3,78	3,65
EUR/CZK	25,4	25,5	25,2	24,6
EUR/HUF	259	266	260	254

Indices boursiers	28/11/08	3m	6m	12m
S&P 500	896	1050	900	1100
perf. cumulée		*17%*	*0%*	*23%*
NIKKEI	8512	9000	8500	9500
perf. cumulée		*6%*	*0%*	*12%*
EURO STOXX 50	2430	2850	2500	3000
perf. cumulée		17%	3%	23%
DAX	4669	5600	4800	5800
perf. cumulée		20%	3%	24%
CAC 40	3263	3700	3300	3900
perf. cumulée		*13%*	*1%*	*20%*