

■ Crise financière et économie réelle ■

« La seule chose que nous devons craindre, c'est la peur elle-même » F.D. Roosevelt

« L'Amérique finit toujours par choisir la bonne option, après avoir essayé toutes les autres » Winston Churchill

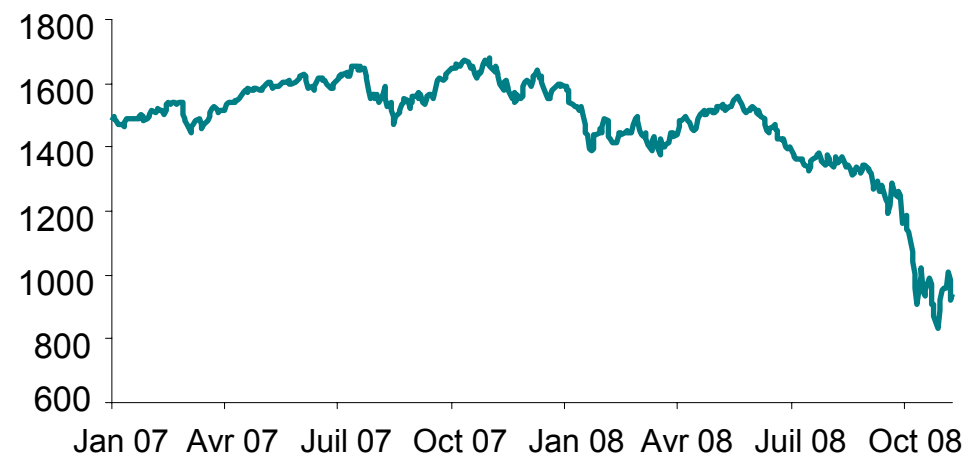
14 novembre 2008

■ Jean-Pierre Petit
■ Directeur Recherche économique et Stratégie d'investissement
■ +33 1 44 95 98 52
■ jean_pierre.petit@exanebnpparibas.com

- De juillet 2007 à septembre 2008, les économies occidentales étaient en mode résistance ; depuis la faillite de Lehman Brothers elles sont en mode capitulation
- Les pays riches sont en situation pré-déflationniste
- En 2009, la croissance du PIB sera négative en moyenne annuelle dans la plupart des pays occidentaux
- Forte contraction de la consommation
- Ajustement sensible des marchés immobiliers résidentiels
- Forte baisse de l'investissement productif
- Le redressement sera laborieux en 2009-2010

- C'est un choc exogène
- Les économies riches étaient déjà affaiblies
- Le choc accentue la tendance récessive via :
 - Un choc de confiance
 - La chute des marchés d'actifs
 - L'accentuation brutale du deleveraging

MSCI World depuis janvier 2007

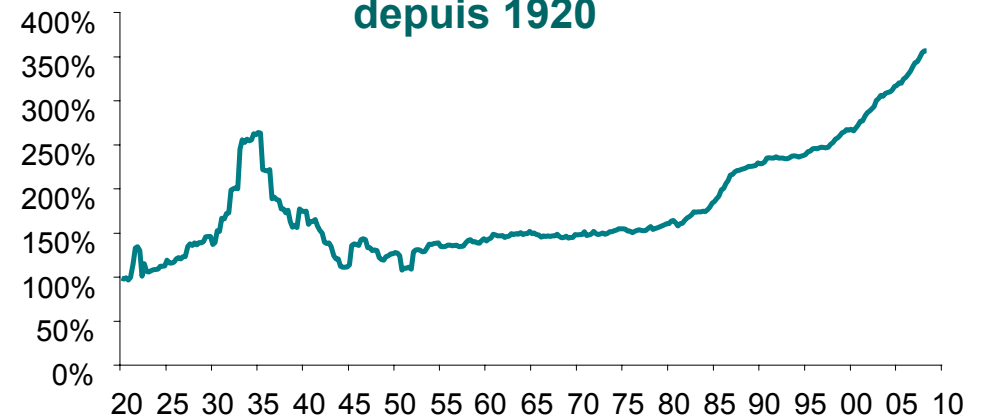


Source : Datastream

- Ménages
 - Effets de richesse
 - Anticipation de hausse future des impôts (hausse de la dette publique) : hausse de l'effort d'épargne
 - Dégradation de la position des fonds de pension (à cotisations définies) : hausse de l'effort d'épargne
 - Emploi
 - Amplification du retournement immobilier
 - Credit crunch
- Entreprises
 - Credit crunch
 - Baisse des marchés : hausse du coût du capital
 - Détérioration des perspectives de demande

- Niveaux de dette domestique au plus haut historique
- Forte et simultanée baisse des prix d'actifs risqués
- Situation très difficile pour le système bancaire (liquidité et solvabilité)
- Forte aversion au risque
- Erreurs de politique publique

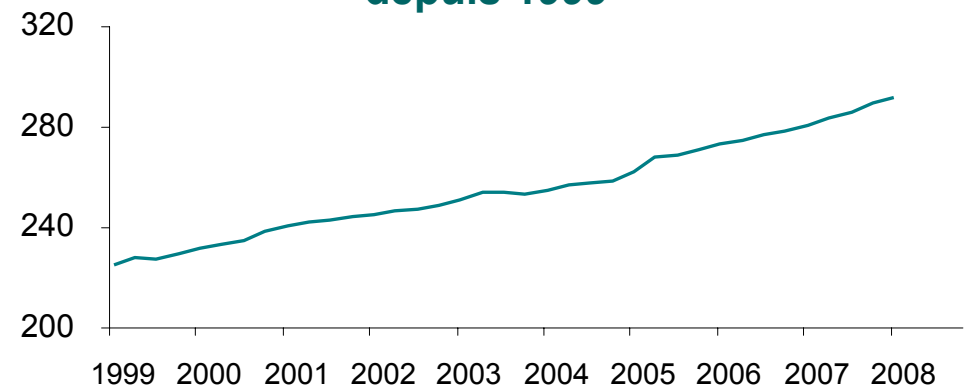
Dette domestique* américaine en % du PIB depuis 1920



Sources : Fed, Exane BNPP

* En retenant la définition large de la dette publique américaine

Dette domestique en zone euro en % du PIB depuis 1999



Source : BCE

- Les conditions bancaires
 - En 1929, un système bancaire atomisé et émietté, faiblement régulé et peu surveillé
 - Aucune assurance de liquidité ou de solvabilité des banques avant la RFC en 1932. Pas de garantie des dépôts avant 1934
 - 30 000 banques en 1929 : -> 9000 firent faillite jusqu'en 1933, anéantissant 15% des dépôts du système bancaire
 - Taux de saisie immobilière de 10% en 1933 (2,75% aujourd'hui)
 - Taux de défaut de 40% sur les mortgages en 1934 (6,4% aujourd'hui)
- Les conditions économiques
 - Aucune assurance macro-économique : aucune politique économique, peu de stabilisateurs automatiques (dépenses publiques et protection sociale beaucoup plus faibles en 1929, les dépenses fédérales représentaient 3% du PIB, 20% aujourd'hui) et économie beaucoup plus cyclique : le poids de l'agriculture et de l'industrie manufacturière étant de 35% du PIB en 1929 contre 14% aujourd'hui
- Les conditions internationales
 - Pas d'assurance de liquidité au niveau international (effets domino du fait des retraits américains)
 - Le repli international (protectionnisme) qui a accentué les difficultés
 - Absence de structure de mutualisation publique internationale

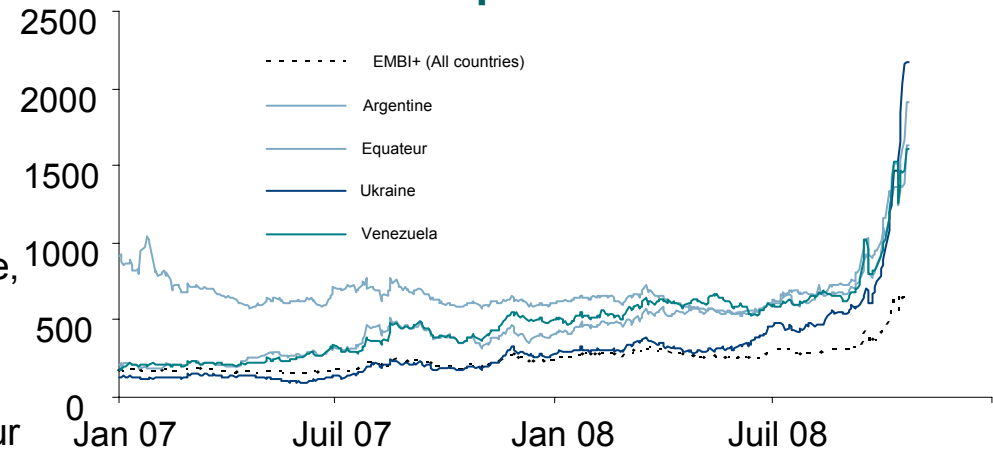
- Réactions tardives, mais ensuite mises en œuvre rapidement et ambitieuses
- Engagements publics potentiels (recapitalisations + achats d'actifs toxiques + garantie des emprunts bancaires) s'élèvent à environ 18 % of des PIB aux USA et en Europe occidentale
- Eléments crucial : la coopération internationale
 - Impulsion politique majeure en Europe (Sarkozy/Brown)
 - Extension du rôle du FMI (Europe centrale, Ukraine, Islande, Pakistan)
 - Extension du rôle des émergents (Chine, Russie, G20)
 - Baisse des taux concertée
 - Multiplication des swaps devises entre banques centrales
 - Sanctions des pays « isolés » (Islande, Danemark)
 - Sommet international du G20 du 15 novembre

Qu'est-ce qui rend la résolution de la crise particulièrement difficile ?

- Facteurs techniques
 - Agences de rating (comme en 2002)
 - CDS (comme en 2002)
 - Mark to market
 - Mismatch de funding : actifs de long terme financés par des ressources de court terme (ABCP, ARS, repo, ...)
 - Défiance interbancaire
 - Une crise multi-actifs et multi-acteurs
- Facteurs fondamentaux
 - Un niveau d'endettement plus élevé (ménages, banques, fonds, ...)
 - Une crise au fond immobilière (impact sur les banques, sur les ménages, etc.)

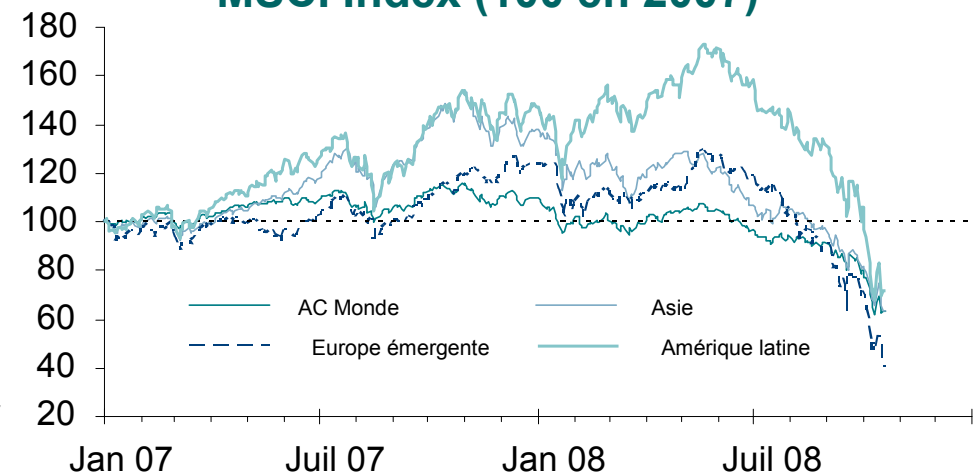
- Risque systémique de marché
 - Baisse des marchés actions et assèchement des émissions sur la dette corporative
 - Hausse du risque souverain (Argentine, Ukraine, ...)
- Risque systémique de crédit : 4 critères
 - Moins de flux de capitaux privés entrants pour les pays à fort déficit extérieur et dépendant des capitaux volatiles et/ou de capitaux bancaires à court terme
 - Sensibilité au credit crunch international
 - Fort endettement en devises, en particulier chez les banques
 - Positions nettes internationales négatives des banques
 - Dépendance capitaliste à l'égard des banques occidentales
 - Fragilité des banques locales
 - Sensibilité du cycle au crédit (en particulier l'immobilier)

JP EMBI+ spread de crédit



Sources : JP Morgan, Datastream

MSCI Index (100 en 2007)



Sources : MSCI Barra, Datastream

- La Chine est le pays le plus solide:
 - Contagion financière limitée
 - Plan de relance
 - Bénéficie de la chute du prix des matières premières
- Le Brésil a des marges de résistance :
 - Plus grande solidité financière
 - Faiblesse relative de l'ouverture
- La Russie est affaiblie :
 - Ralentissement de la demande intérieure
 - Contagion financière
 - Chute du pétrole
- L'Inde est vulnérable :
 - Sensibilité aux flux de capitaux étrangers
 - Inflation structurelle plus élevée

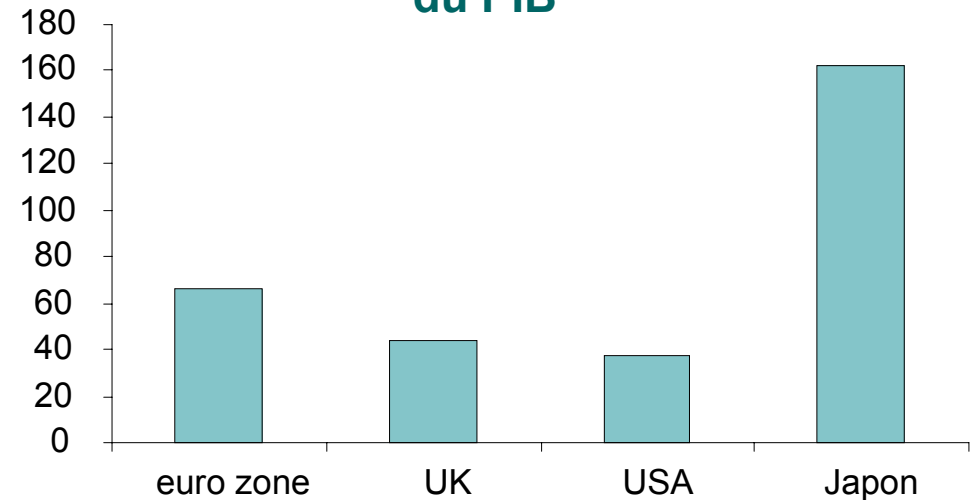
Prix du pétrole (\$/baril)



Source : Datastream

- Politique économique plus proactive
- Ajustement récessif sur l'immobilier en avance sur l'Europe
- Ajustement récessif sur l'emploi en avance sur l'Europe
- La dette publique américaine est une des plus faibles des pays riches, d'où davantage de marges de manœuvre budgétaire

**Dette publique brute* en 2007 en %
du PIB**



Sources : Eurostat, US Treasury et Datastream

* Sur une base comparable

Faut-il s'intéresser dès maintenant à la prochaine décennie ? Oui, parce que les années 2000 sont une décennie perdue pour les pays occidentaux (bulle immobilière)

- Une bulle « fabriquée » par la financiarisation et l'État (Freddie, Fannie, ...)
- La bulle immobilière, destructrice de valeur par principe :
 - Inégalités intergénérationnelles
 - Prime en faveur de la rente et de l'héritage
 - Valorisation d'un actif existant et/ou passé
 - Surinvestissement dans un secteur peu innovant et abrité de la concurrence
 - Déficit extérieur
 - Surplomb de dette des ménages (et maintenant de dette publique)

Croissance du PIB, moyenne annuelle

	1991-2000	2001-2009*
USA	3,3%	1,7%
Zone euro	1,9%	1,3%
Royaume-Uni	2,4%	1,9%
BRIC	1,7%	7,2%
Pays émergents	3,5%	5,7%

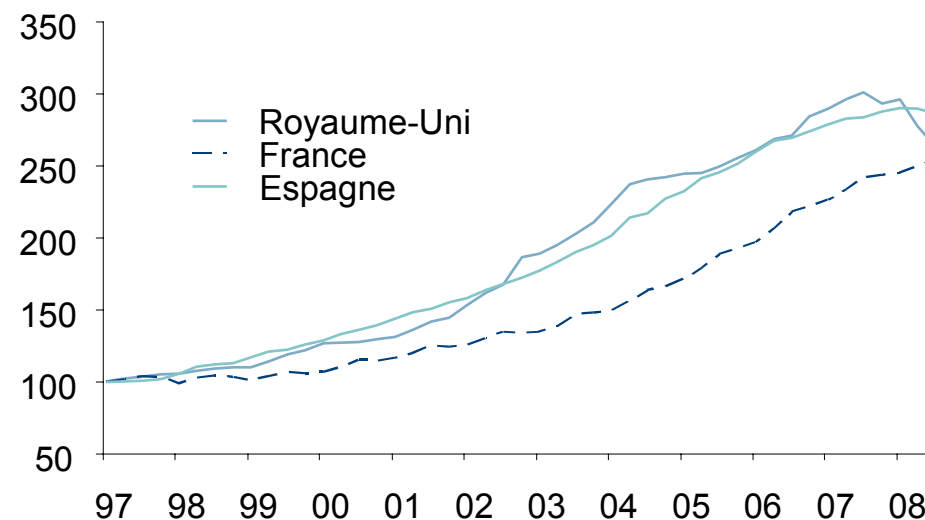
* Nous utilisons les prévisions du FMI pour 2008 et 2009

- Le Japon dans les années 1990 :
 - La double bulle (immobilière et boursière) à gérer fin 80
 - La lenteur dans le traitement de la crise bancaire
 - Les erreurs de politique économique (les taux courts réels ne passèrent en territoire négatif qu'en 1997 dans les années 90 alors qu'ils le sont déjà aux États-Unis)
 - La bulle immobilière japonaise était plus importante
 - Atonie politique, surcapacités, vieillissement...
- Mais croissance molle aux États-Unis...
 - Fin de la contribution de la bulle immobilière et de l'endettement des ménages. Peu de leverage potentiel supplémentaire des ménages et de l'État
 - Déclin technologique
 - Déclin de la compétitivité
 - Des infrastructures en mauvais état
 - Baisse du taux d'emploi et des heures travaillées
- L'Amérique va changer : moins de consommation et de dette des ménages ; plus d'exportations et d'investissements en infrastructures

L'Europe des années 2010-2012 va-t-elle ressembler au Japon des années 1990 ? Malheureusement, c'est plus probable

- Bulle immobilière dans les années 2000 (Royaume Uni, Espagne, France, ...)
- Retards structurels considérables (économie de la connaissance)
- Règles anachroniques et inadaptées de gouvernance de politique économique (Pacte de Stabilité)
- Taux de change toujours surévalué (euro)
- Banque centrale dogmatique en zone euro

Indice des prix immobiliers (100 en 1997)



Sources : Datastream, Exane BNPP

Important notice: Please refer to our complete disclosure notice available on www.exane.com/compliance

This research is produced by EXANE SA and / or EXANE LTD ("EXANE") on behalf of themselves. EXANE SA is regulated by the "Autorité des Marchés Financiers" (AMF) and EXANE LTD is regulated by the "Financial Services Authority" (FSA). In accordance with the requirements of FSA COB 7.16.7R and associated guidances "Exane's policy for managing conflicts of interest in relation to investment research" is published on Exane's web site (www.exane.com). Exane also follows the guidelines described in the code of conduct of the AFEI (Association Française des Entreprises d'Investissement) on "managing conflicts of interest in the field of investment research". This code of conduct is available on Exane's web site (www.exane.com).

This research is solely for the private information of the recipients. All information contained in this research report has been compiled from sources believed to be reliable. However, no representation or warranty, express or implied, is made with respect to the completeness or accuracy of its contents, and it is not to be relied upon as such. Opinions contained in this research report represent Exane's current opinions on the date of the report only. Exane is not soliciting an action based upon it, and under no circumstances is it to be used or considered as an offer to sell, or a solicitation of any offer to buy.

While Exane endeavours to update its research reports from time to time, there may be legal and/or other reasons why Exane cannot do so and, accordingly, Exane disclaims any obligation to do so.

This report is provided solely for the information of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this report and Exane accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

This report may not be reproduced, distributed or published by any recipient for any purpose. Any United States person wishing to obtain further information or to effect a transaction in any security discussed in this report should do so only through Exane Inc., which has distributed this report in the United States and, subject to the above, accepts responsibility for its contents.

BNP PARIBAS has acquired an interest in VERNER INVESTISSEMENTS the parent company of EXANE. VERNER INVESTISSEMENTS is controlled by the management of EXANE. BNP PARIBAS's voting rights as a shareholder of VERNER INVESTISSEMENTS will be limited to 40% of overall voting rights of VERNER INVESTISSEMENTS.