NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

30 septembre 2011 – N° 731

Les risques inflationnistes : Egypte versus Maghreb

Depuis le début des années 2000, les pays du Maghreb (Maroc, Algérie, Tunisie) connaissent des taux d'inflation modérés alors que celle-ci est forte et persistante en Egypte. Bien que les quatre pays sous revue présentent des paniers de consommation relativement homogènes (poids de l'alimentation et de l'énergie assez proches), les effets des dernières hausses des prix des matières premières ont eu des conséquences différentes sur l'inflation.

Après avoir regardé la composition de leur commerce extérieur et les politiques de subventions tarifaires des produits de première nécessité et de l'énergie, nous nous intéressons à l'évolution de leur devise et aux objectifs de politiques monétaires.

Il apparaît que la politique monétaire menée par l'Egypte n'est pas cohérente avec les objectifs annoncés et incompatible avec le régime de change adopté ainsi qu'avec le régime des mouvements de capitaux. La persistance de l'inflation s'explique donc en partie par une politique monétaire non crédible.

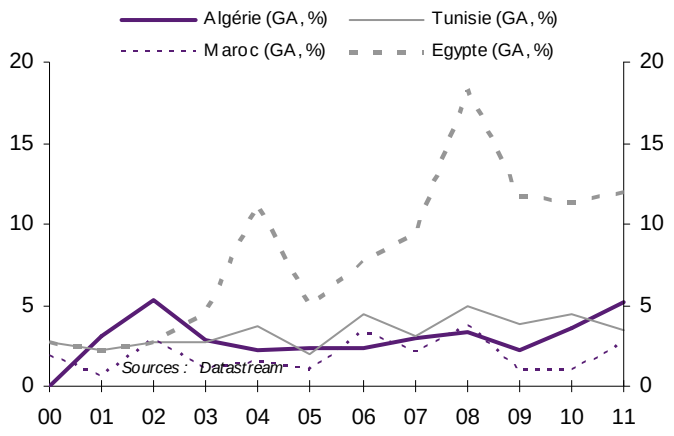
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Jesus CASTILLO
Stéphanie PRAT
Thomas RENAULT

L'inflation dans les pays du Maghreb et en Egypte

Les pays du Maghreb (Algérie, Tunisie et Maroc), connaissent depuis le début des années 2000 **une inflation moyenne respectivement de 2,9%, 3,9% et 1,9%** (**graphique 1**).

A l'opposé et après une période de baisse de son taux d'inflation entre 1992 et 2003, **l'Egypte connait depuis le début du XXIème siècle un taux d'inflation moyen de 7,9%**. Malgré les troubles politiques causés par la révolution, le ralentissement de l'inflation (via la baisse de l'activité) n'a été que relativement faible. Le taux d'inflation s'élevait encore en juillet 2011 à 10,4% (après un pic à 23,6% en août 2008).

Graphique 1 - Inflation Maghreb et Egypte



Composition et évolution de l'indice des prix à la consommation

Le dernier rapport mensuel d'inflation pour l'Egypte, la Tunisie et le Maroc (juin 2011) montre une forte disparité de l'inflation entre les pays. L'inflation a atteint en juin 2011 +0,7% au Maroc, +3,1% en Tunisie et +11,8% en Egypte.

Les pondérations des principaux postes de dépenses montrent l'importance de l'alimentation dans les trois pays (35,2% en Tunisie, 41,6% au Maroc et 42,1% en Egypte). Le second poste de dépense est le logement, l'eau et l'énergie (14% de l'IPC en Tunisie, 14,8% au Maroc et 18,4% en Egypte, **tableau 1**).

Tableau 1 - Pondération des composants principaux de l'IPC

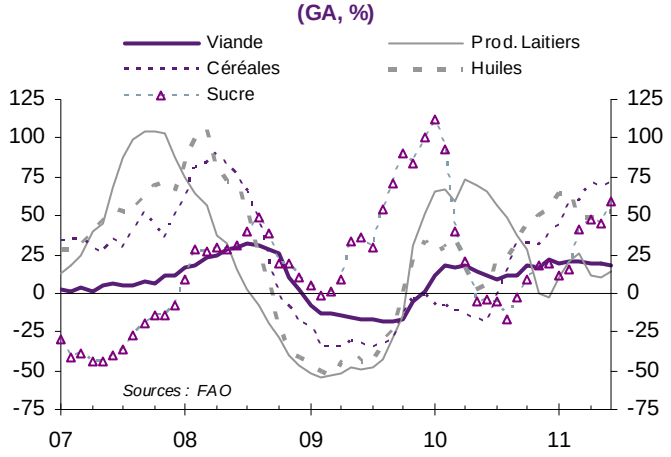
	Tunisie	Maroc	Egypte
Produits alimentaires, boissons et tabac	35,2	41,6	42,1
Logement, eau, électricité, gaz	14,0	14,8	18,4
Transport et communications	14,8	14,9	8,8
Articles d'habillements et chaussants	9,2	3,9	5,4
Santé	6,3	5,5	6,3
Ameublement équipement ménager	7,8	4,8	3,8
Loisirs, culture et enseignement	4,4	6,1	7,1
Restaurants et hôtels	4,3	-	4,4
Autres	4,0	8,4	3,8

Sources: INS, CBE, HCP, Natixis

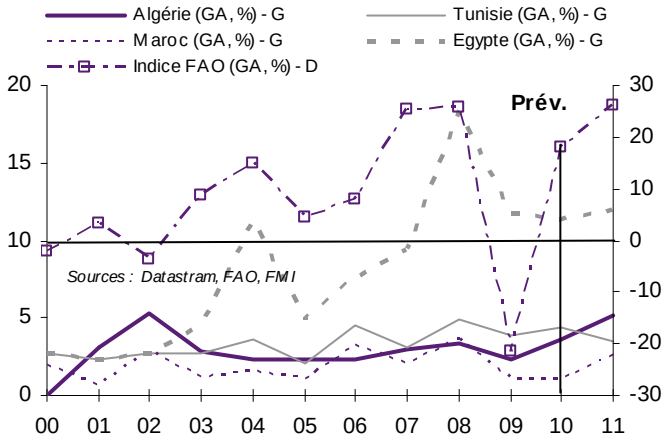
La hausse des prix pour le logement, l'eau et l'énergie est restée très faible au Maroc et en Egypte (respectivement +0,4% et +1,1% en GA) et relativement modérée en Tunisie (+4,1% en GA).

Le prix des aliments, vu son poids dans les indices de prix nationaux et son évolution récente, prend une importance considérable. Ainsi, selon l'indice FAO des prix des produits alimentaires, **l'inflation alimentaire en juin 2011 s'élèvait à 39%,** en raison notamment de la forte hausse des prix des céréales sur cette période (+71% sur un an, **graphiques 2 et 3**).

Graphique 2 - Variation prix alimentaires (GA, %)



Graphique 3 - Inflation et Indice FAO



L'impact de cette hausse a été différent selon les pays. Le prix des denrées alimentaires, sous contrôle au Maroc (+0,6%) et en Tunisie (+3,1%), a par contre explosé en Egypte (+19% en GA).

Cette hausse des prix du poste de dépenses « Produits Alimentaires et boissons », a contribué à l'inflation totale à hauteur de 0,2% au Maroc, 1,1% en Tunisie et 8% en Egypte (**tableau 2**)**.** Cette hausse explique donc en grande partie à elle seule les différences d'inflation entre les pays du Maghreb et l'Egypte.

Tableau 2 - Contribution inflation alimentaire

Juin 2010	Pondération "Alimentaire"	Inflation alimentaire	Contribution de ce poste	Inflation juin 2010
Maroc	41,6%	0,6%	0,2%	0,7%
Tunisie	35,2%	3,1%	1,1%	3,1%
Egypte	42,1%	19,0%	8,0%	11,8%

Sources: INS, CBE, HCP, Natixis

Nous regardons les raisons qui peuvent expliquer cette différence. Nous allons donc nous intéresser à trois aspects principaux :

- **la dépéndance alimentaire et les politiques de subventions des prix ;**
- **la politique monétaire ;**
- **la politique de change.**

La dépendance alimentaire et les politiques de subventions des prix

D'après nos estimations, **les montants des subventions alimentaires sont d'ampleurs comparables** en Tunisie et en Egypte (respectivement 2% du PIB et 1,8% du PIB), tandis qu'elles sont plus faibles au Maroc (environ 0,8% du PIB, **voir encadré 1 et tableau 3**).

Tableau 3 - Subventions alimentaires et énergétiques

	Subventions alimentaires (valeur)	Subventions alimentaires (% PIB)	Subventions énergétiques (valeur)	Subventions énergétiques (% PIB)
Algérie	300 mds DZD	2,7%	-	-
Maroc	6 mds MAD	0,8%	35,5 mds MAD	4,6%
Tunisie	1250 mds TND (est)	2,0%	1250 mds TND (est)	2,0%
Egypte	22,4 mds EGP	1,8%	99 mds EGP	8,1%

Sources: PLF, EIU, Natixis

Encadré 1 : Les subventions alimentaires et énergétiques

En utilisant les différents rapports récents des banques centrales ou des gouvernements, il est possible d'avoir une estimation du montant des subventions, et de déterminer dans quelles mesures les prix des denrées alimentaires sont contrôlés.

- **Maroc** : Selon les dernières estimations de la Banque Centrale Marocaine, la charge de la compensation devrait atteindre 41,5 mds de dirhams cette année, au lieu des 18 mds prévus initialement par la Loi de Finance 2011 (environ 6 mds de subventions alimentaires et 35 mds de subventions énergétiques).

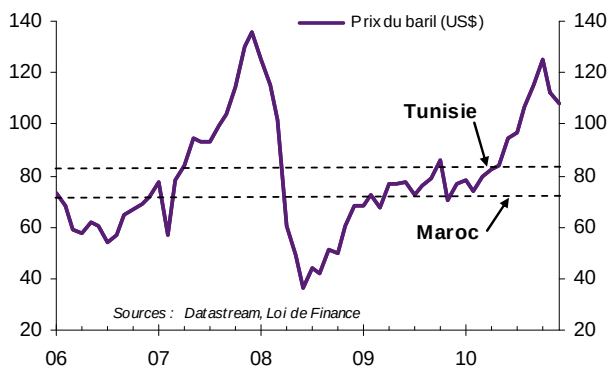
- **Tunisie** : Le Programme Economique et Social à court terme du gouvernement provisoire (avril 2011), annonce une augmentation de 900 millions de TND (+60%) des subventions, pour un nouveau total de 2400 millions de TND.

- **Egypte** : Le 1er juin, le gouvernement égyptien a annoncé une hausse des subventions alimentaires pour un total 22,4 mds de livres égyptiennes et une hausse des subventions énergétiques pour un total de 99 mds.

- **Algérie** : Le ministre du Commerce a annoncé début avril que les subventions alimentaires coûteront environ 300 mds de dinars cette année. Ce chiffre ne prend pas en compte les subventions énergétiques ; l'économie de l'Algérie étant principalement basée sur l'exploitation pétrolière et gazière (97% des exports), le problème des subventions énergétiques est différent.

Cette hausse généralisée des subventions est due entre autre à de mauvaises estimations du prix du baril de brent dans les différentes lois de finance 2011 (le Maroc a basé son budget initial 2011 sur un baril à 75 dollars, la Tunisie sur un baril à 83 dollars et l'Egypte sur un baril à 84$, **graphique 4**).

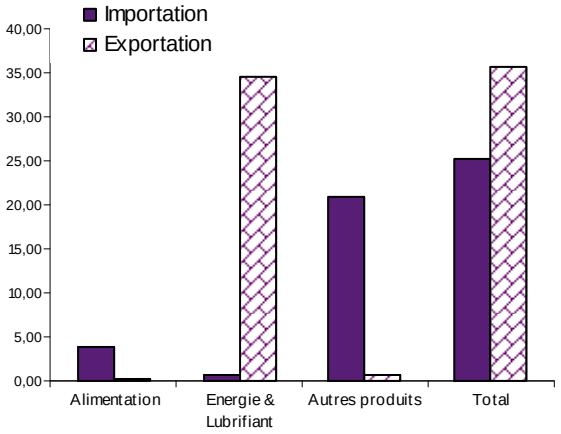
Graphique 4 - Prix du baril de pétrole estimé dans la loi de finance 2011



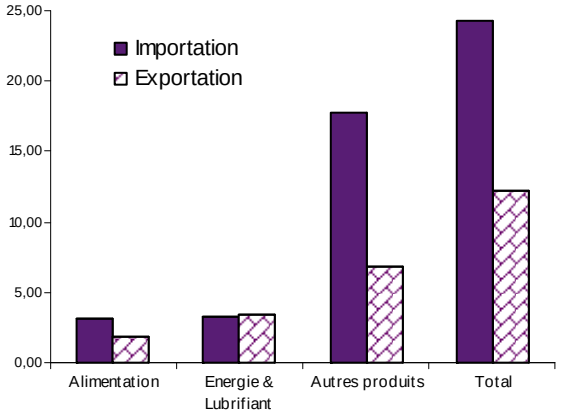
Du point de vue de la dépendance alimentaire, l'Egypte importe 40% de sa nourriture et 60% du blé qu'elle consomme, ce qui en fait d'ailleurs le premier importateur mondial de blé. La forte hausse des prix alimentaires sur le marché égyptien s'explique par la faiblesse de sa production nationale, ce qui oblige l'Egypte à importer une grande partie de ses produits alimentaires et donc rend l'inflation plus sensible à la hausse des cours internationaux.

Cependant les autres pays du Maghreb sont eux aussi en situation de dépendance alimentaire (**graphique 5 à 8**) : la Tunisie ne produit que 46% de ses besoins annuels en céréales et l'Algérie importe 75% de ses besoins en denrées alimentaires (premier importateur africain).

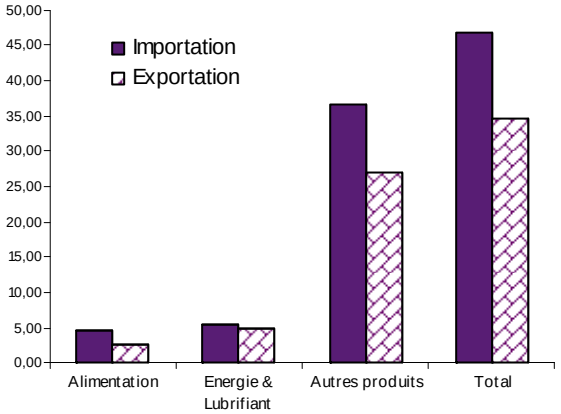
Graphique 5 - Algérie: importations et exportations (% du PIB)



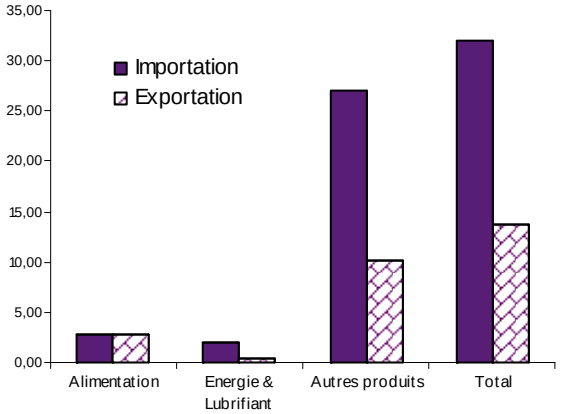
Graphique 6 - Egypte: importations et exportations (% du PIB)



Graphique 7 - Maroc: importations et exportations (% du PIB)



Graphique 8 - Tunisie: importations et exportations (% du PIB)



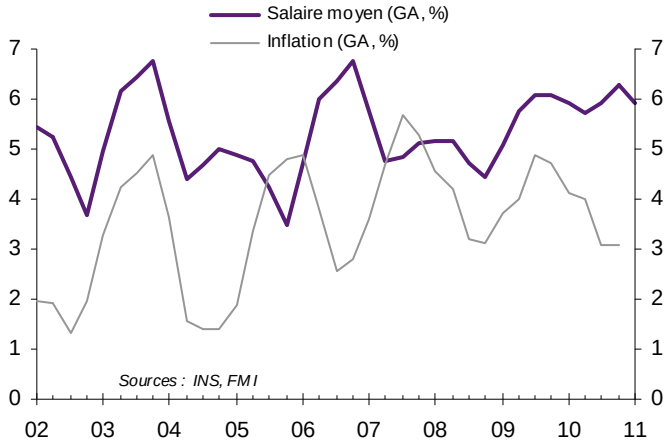
Cette comparaison régionale montre que les problèmes de dépendance alimentaire et l'utilisation des subventions sont assez similaires en Egypte et dans les pays du Maghreb. **Le différentiel d'inflation n'est donc pas uniquement le fait de la montée des prix des denrées alimentaires sur le marché mondial.**

Inflation et salaire

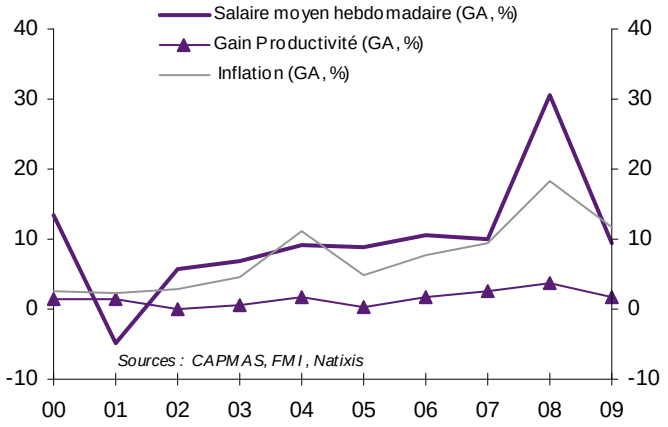
En Tunisie, le salaire moyen dans le secteur privé non-agricole a augmenté en moyenne de 5,3% par an depuis 2002, soit environ 2 points de plus que l'inflation sur la même période (**graphique 9**). Sur cette même période, le salaire moyen a augmenté en Egypte de 11,4% par an, ce qui représente 2,6 points de plus que l'inflation annuelle moyenne de 8,8% sur cette période (**graphique 10**)[1].

Lorsque les salaires augmentent plus vite que les gains de productivité, les entreprises pour récupérer leurs profits augmentent leurs prix (boucle prix-salaire). Les gains de productivité fortement inférieurs à la hausse des salaires en Egypte entraînent donc une persistance de l'inflation domestique.

Graphique 9 - Inflation et salaire en Tunisie



Graphique 10 - Inflation et salaire en Egypte

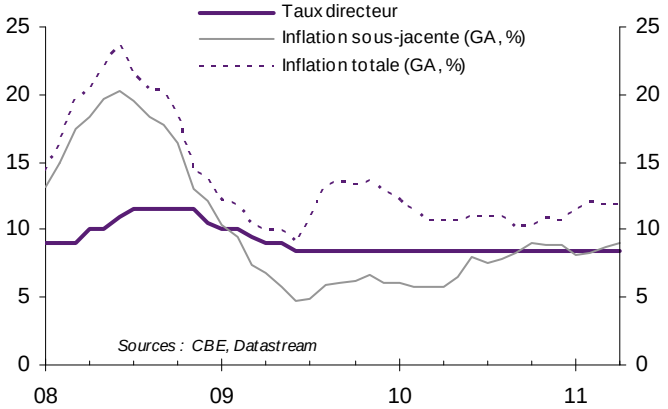


Sur le plan international, la hausse des coûts salariaux entraîne une perte de compétitivité si elle n'est pas compensée par une dépréciation du taux de change. Cela nous amène donc à nous intéresser aux politiques monétaires et de change de ces pays.

Les politiques monétaires de lutte contre l'inflation

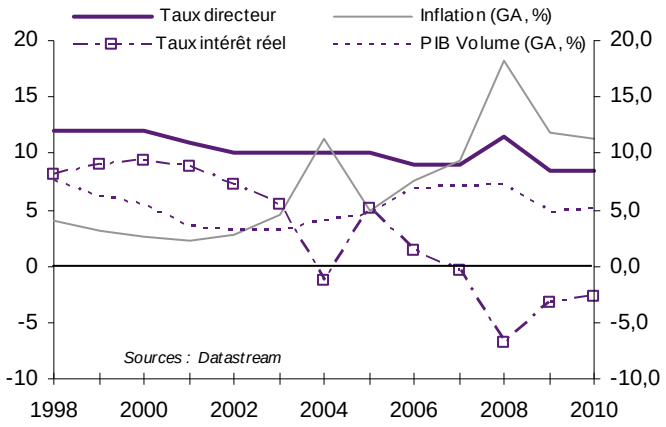
L'objectif principal de la politique monétaire des banques centrales egyptienne, marocaine et tunisienne est la stabilité des prix. Aucun des trois pays n'a cependant de politique de ciblage stricte de l'inflation. En regardant le taux d'intérêt réel, on constate que celui-ci est fortement négatif en Egypte depuis 4 ans (en moyenne -3%, **graphique 11 et 12**), alors qu'il est positif dans les pays du Maghreb (**graphique 13 à 15**).

Graphique 11 : Taux directeur et inflation en Egypte

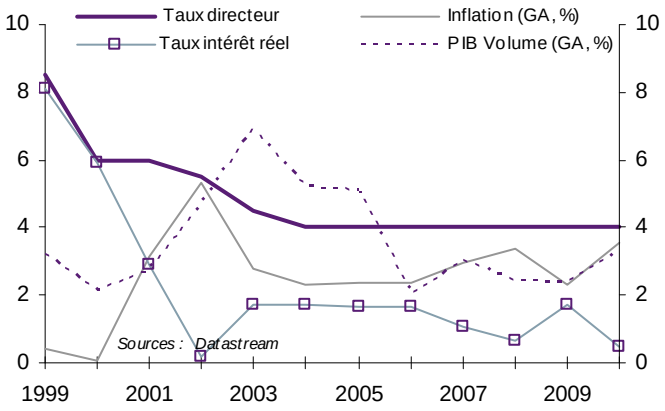


[1] La très forte augmentation en 2008 (+30,5%) est due à une décision du président Moubarak d'augmenter l'ensemble des salaires de 30% afin de répondre à la flambée du cours des matières premières (mai 2008).

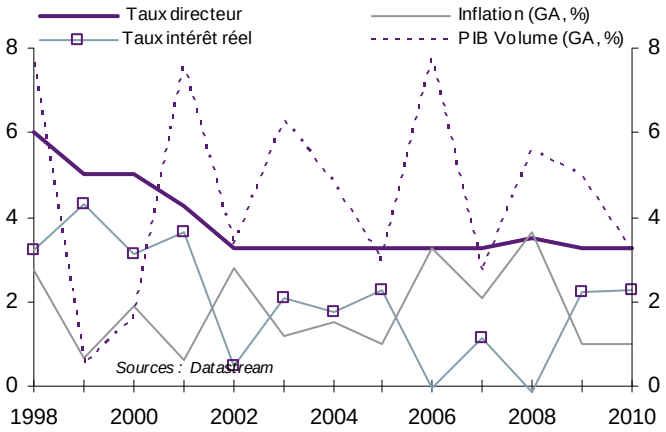
Graphique 12 : Taux directeur et inflation en Egypte



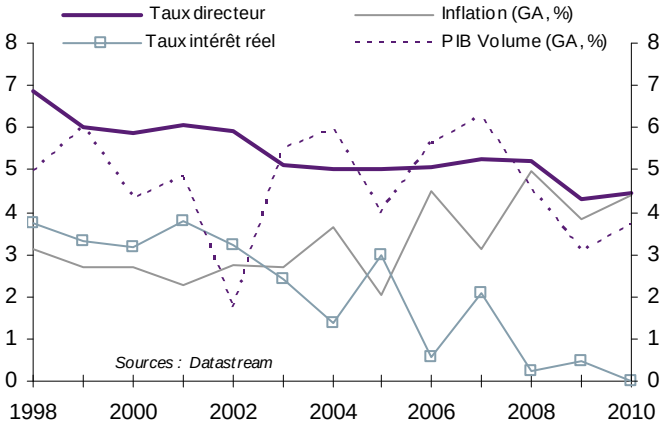
Graphique 13 : Taux directeur et inflation en Algérie



Graphique 14 : Taux directeur et inflation au Maroc



Graphique 15 : Taux directeur et inflation au Tunisie



En théorie, **lorsque le taux d'inflation est supérieur au taux d'intérêt nominal** (i.e. quand le taux d'intérêt réel est négatif) **la demande est stimulée et a tendance à accroitre les pressions inflationnistes.** Si l'objectif prédominant de la banque centrale égyptienne était réellement la stabilité des prix, on aurait pu s'attendre à une remontée des taux directeurs au cours de l'année 2010. En effet, l'inflation sous-jacente augmentait rapidement à partir du milieu de l'année 2009 tandis que la croissance était assez résiliente à la crise financière (+4,7% en 2009). Or, depuis son minimum en août 2009, l'inflation sous-jacente a doublée (+9% en juin 2011), tandis que le taux directeur est resté inchangé.

Dans le même sens, l'article IV du FMI sur l'Egypte, publié début 2010, mettait déjà l'accent sur le fait qu' «**en cas d'absence de future baisse de l'inflation, la Banque Centrale Egyptienne pourrait avoir à considérer une hausse des taux d'intérêt afin d'éviter une hausse généralisée des pressions inflationnistes**».

Bien que la stabilité des prix soit l'objectif affiché de la Banque Centrale Egyptienne, la politique de taux qu'elle mène laisse supposer qu'elle poursuit d'autres objectifs simultanément, notamment en matière de taux de change.

La politique de taux de change

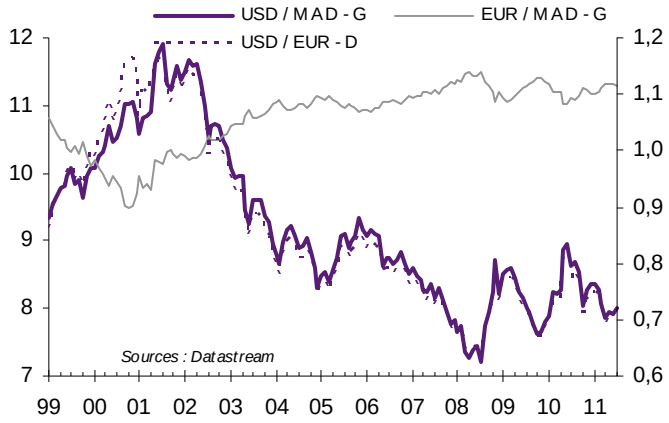
Les politiques de taux de change menées par le Maroc, la Tunisie et l'Egypte reflètent des objectifs différents :

- **Maroc** : Le Maroc suit un régime de change intermédiaire de parité fixe avec un rattachement de la monnaie nationale à un panier de monnaie composé à 80% d'euros et 20% de dollars américains, dans des marges de fluctuations inférieures à +/- 0,6% de part et d'autre du taux central. Ceci permet d'assurer la stabilité du dirham face à l'Euro, principal partenaire commercial (**graphique 16**).

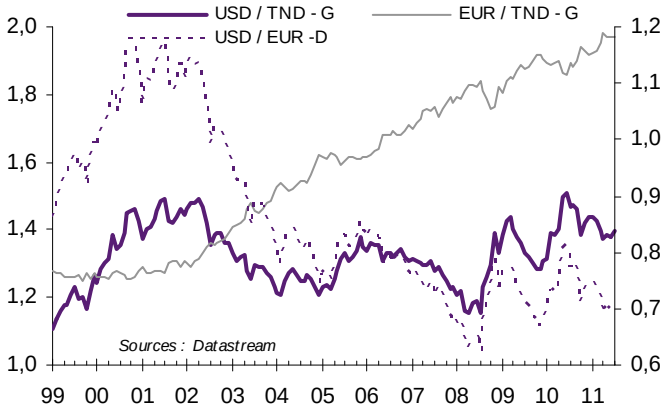
- **Tunisie** : Le dinar tunisien a un système de change managé à parité glissante qui lui a permis d'adopter une politique de dépréciation graduelle et continue face à l'Euro (environ 5% annuel depuis 10 ans, **graphique 17**), ceci afin de gagner en compétitivité (la zone Euro représente environ 75% des exportations tunisiennes). Selon le rapport sur la compétitivité mondiale 2010-2011 du World Economic Forum, la Tunisie est le pays le plus compétitif d'Afrique (40ème pays au niveau mondial), loin devant le Maroc (73ème), l'Algérie (87ème) et l'Egypte (94ème)

- **Egypte** : Depuis février 2009, le régime de change de l'Egypte est classifié par le FMI comme «autre système de change contrôlé»[2]. Cette catégorie résiduelle caractérise la difficulté d'identifier la réelle politique de taux de change de l'Egypte. Officiellement, le taux de change est cependant flottant depuis janvier 2003.

Graphique 16 - Taux de change du dirham marocain



Graphique 17 - Taux de change du dinar tunisien



A première vue, les régimes de change des pays sous revus semblent cohérents avec leur commerce extérieur (**tableaux 4 à 6**). Contrairement à la Tunisie et au Maroc, dont les économies sont orientées vers l'Europe, **l'Egypte entretient de fortes relations commerciales avec les Etats-Unis**. Cette relation privilégiée est avant tout historique, compte tenu de la position stratégique de l'Egypte au Moyen-Orient et de sa politique d'ouverture envers l'occident (accord de Camp David, reconnaissance de l'Etat d'Israël, soutien aux Etats-Unis lors de la Guerre du Golfe). A cela s'ajoute le fait que les revenus du Canal de Suez et de la vente d'hydrocarbures sont perçus en dollars américains, ce qui explique pourquoi l'Egypte dirige son taux de change non pas vis-à-vis de l'euro mais vis-à-vis du dollar (**graphique 18**).

[2] Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements – IMF Working Paper 2009 (WP/09/211)

Graphique 18 - Taux de change du pound egyptien

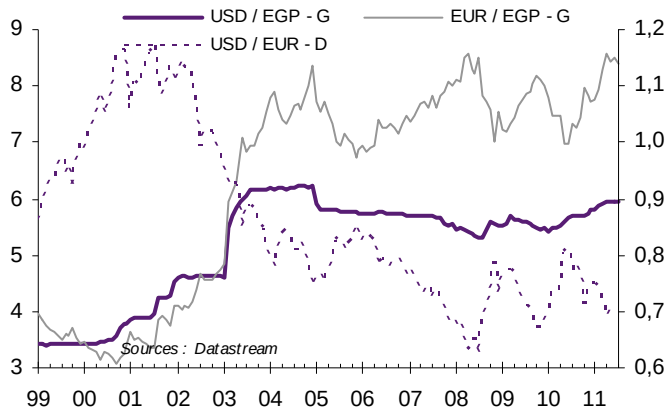


Tableau 4

Maroc - Principaux partenaires commerciaux (2009)

Export		Import	
France	24,6%	France	16,6%
Espagne	20,7%	Espagne	14,8%
Allemagne	5,0%	Chine	7,6%
Inde	4,9%	Italie	6,6%
Italie	4,1%	Allemagne	6,1%
Etats-Unis	3,5%	Etats-Unis	5,5%
Royaume-Uni	3,3%	Ex-URSS	4,2%
UEBL	3,1%	Pays-Bas	3,4%
Pays-Bas	2,5%	Arabie Saoudite	3,2%
Brésil	2,4%	UEBL	2,5%

Source: Chelem

Tableau 5

Tunisie - Principaux partenaires commerciaux (2009)

Export		Import	
France	29,1%	France	22,7%
Italie	19,1%	Italie	18,6%
Allemagne	11,5%	Allemagne	8,4%
Libye	5,9%	Ex-URSS	4,9%
Espagne	5,0%	Espagne	4,3%
UEBL	4,5%	Chine	4,2%
Royaume-Uni	3,7%	Turquie	3,4%
Algérie	2,6%	Russie	3,1%
Etats-Unis	2,2%	Libye	2,9%
Pays-Bas	1,7%	Etats-Unis	2,6%

Source: Chelem

Tableau 6

Egypte - Principaux partenaires commerciaux (2009)

Export		Import	
Etats-Unis	10,7%	Etats-Unis	10,5%
Italie	10,3%	Chine	8,1%
Espagne	8,4%	Allemagne	7,5%
Inde	8,3%	Italie	7,3%
Arabie Saoudite	6,7%	Ex-URSS	7,1%
France	6,4%	Turquie	5,3%
Allemagne	5,8%	France	3,8%
Royaume-Uni	4,2%	Russie	3,8%
Lybie	3,8%	Arabie Saoudite	3,7%

Source: Chelem

Le contrôle des entrées de capitaux

Il n'y a en **Egypte comme au Maroc, aucunes restrictions aux entrées ou sorties de capitaux, ni aux rapatriements de fonds** (qui peuvent être réalisés dans n'importe quelle monnaie[3]). En Tunisie au contraire, certains transferts doivent être approuvés par la Banque Centrale Tunisienne et des taxes doivent être payées. En Algérie, les mesures sont encore plus restrictives (obligation de s'associer à hauteur de 51% avec un résident algérien, contrôle sur les flux de capitaux, obligation de s'enregistrer auprès d'une banque algérienne…).

La liberté de circulation des capitaux en Egypte et au Maroc entraîne donc, selon le triangle d'incompatibilité de Mundell[4], **un arbitrage nécessaire entre indépendance de la politique monétaire et régime de change fixe.**

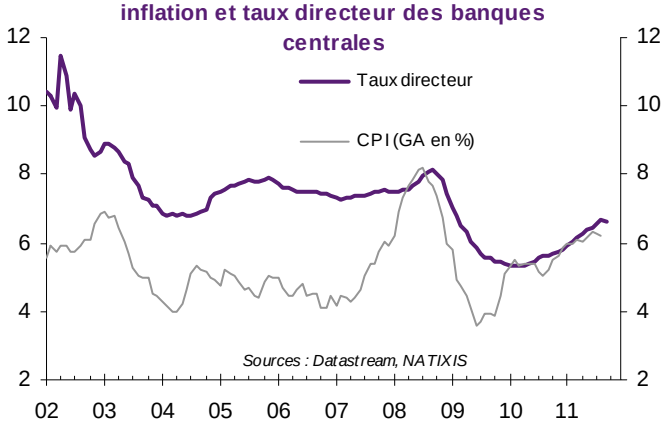
La libre circulation des capitaux et le régime de taux de change adopté en Egypte implique donc une politique monétaire non-indépendante. Ceci remet donc en cause l'objectif principal de la politique monétaire de la Banque Centrale Egyptienne (la stabilité des prix) ce qui est corroboré par les faits.

Synthèse

Dans la majorité des pays émergents, l'inflation est élevée depuis quelques mois (**graphique 19**). Les banques centrales hésitent à augmenter les taux d'intérêt par peur d'entrées de capitaux volatiles qui entraîneraient une appréciation du taux de change (très dommageable pour les pays dont l'économie est basée sur les exportations).

[3] Deloitte – International Tax, Highlights 2011 (Egypt, Tunisia, Morocco, Algeria)
[4] Impossibilité d'avoir à la fois un régime de change fixe, une politique monétaire indépendante et une parfaite liberté de circulation des capitaux.

Graphique 19
Ensemble des émergents yc Russie et OPEP : inflation et taux directeur des banques centrales

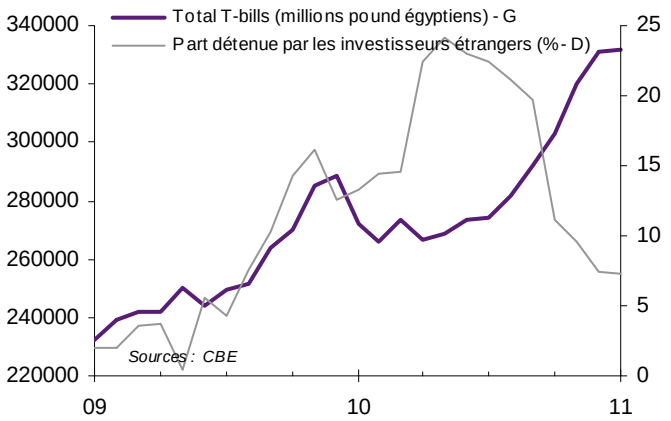


La situation de l'Egypte est différente de celle des autres pays émergents, et pourtant celle-ci adopte une attitude similaire. **En Egypte, les exportations ne représentent que 25% du PIB, contre 50% au Maroc et 52% en Tunisie**. De nombreuses sources de revenus de l'Egypte (pétrole, gaz, tourisme, Canal de Suez et aides internationales) sont perçues directement en monnaies étrangères. La balance commerciale de l'Egypte étant déficitaire, le taux de change est neutre dans ce cas (les revenus en monnaies étrangères serviront à financer les achats en monnaies étrangères).

La livre égyptienne étant considéré comme une bonne monnaie de carry-trade (fort taux d'intérêt et faible volatilité face au dollar, **graphique 20)**[5]**,** une hausse du taux directeur entraînerait donc, en plus d'une baisse de l'inflation domestique, une baisse de l'inflation importée via l'appréciation du taux de change. **Sur le court terme, cela aurait bien sûr quelques effets néfastes sur les exportations, mais nous pensons que ces effets seraient contrecarrés à moyen terme par un gain en compétitivité.**

Bien que nous estimions que l'adoption d'une politique monétaire plus restrictive en Egypte soit une bonne solution pour reprendre le contrôle sur l'inflation, cette hausse n'en demeure par **moins conditionnée par un retour à une certaine stabilité politique et une reprise de l'économie**. Les élections législatives de la fin de l'année 2011 et les chiffres de la croissance post-révolution (T3 et T4 2011) devraient permettre à la banque centrale d'avoir le recul nécessaire pour ajuster (ou non) sa politique monétaire dans les mois à venir.

Graphique 20 - Détention de T-bills par les investisseurs étrangers



[5] Actuellement de 7%, la part de T-bills égyptiens détenue par des investisseurs étrangers était d'environ 20% avant la révolution de janvier). Le retour à une stabilité politique, combinée à une hausse du taux directeur dans le but de maitriser l'inflation, impliquerait une hausse des entrées de capitaux.

AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne accepte d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des évènements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la ***Rule* 15(a) (6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank –Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6).** This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA

GROUPE BPCE

Natixis - 47, quai d'Austerlitz 75013 Paris - France - Tel.: +33 1 58 32 30 00 - **www.natixis.com**