NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 juillet 2012 – N°:500

Le calcul de l'Espagne

L'Espagne peut avoir deux stratégies : poursuivre l'ajustement débuté en 2009 pour réduire le déficit public et le déficit extérieur en recevant certaines formes d'aides des autres pays de la zone euro : recapitalisation des banques ; périodiquement, achats de dette par la BCE et peut-être dans le futur par l'EFSF-ESM ; ou bien sortir de l'euro, faire défaut sur sa dette extérieure brute et dévaluer fortement sa devise.

La première stratégie (poursuite de l'ajustement) est extrêmement coûteuse en production et en emplois et montre aujourd'hui ses limites : malgré la hausse du chômage, le déficit extérieur est encore important et le déficit public augmente et ne se réduit pas avec la perte d'activité. Est-il possible qu'il y ait plus tard évolution plus favorable avec l'amélioration de la compétitivité ?

La seconde stratégie (défaut et sortie de l'euro, dévaluation) impose immédiatement le rééquilibrage du commerce extérieur puisque le pays ne peut plus s'endetter, d'où, à court terme, une situation économique très dégradée ; de plus, la taille de l'industrie espagnole étant faible, la dévaluation ne procure pas un surplus important sauf si de nouvelles activités sont attirées.

Nous essayons de faire le "calcul de l'Espagne" : finalement, laquelle des deux stratégies est la moins mauvaise ? Nous montrons que la stratégie de dévaluation et de défaut peut être efficace avec en particulier la forte élasticité-prix des exportations et le fait que la totalité du déficit de la balance courante de l'Espagne vient des intérêts sur la dette extérieure.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteurs :
Patrick Artus,
Jesus Castillo

La stratégie présente d'ajustement de l'Espagne : une impasse ?

L'Espagne est **confrontée à deux contraintes :**

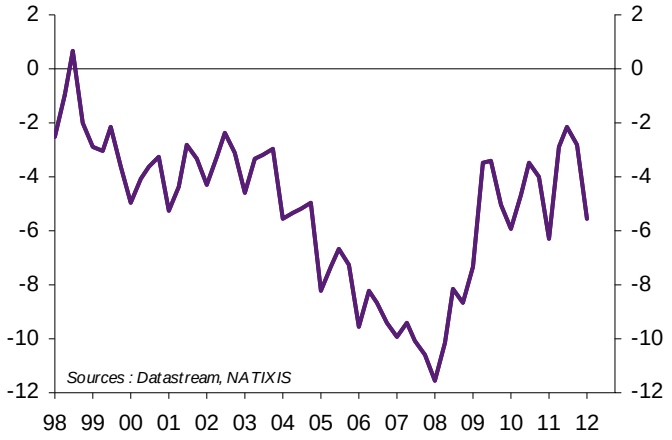
- **réduire son déficit public (tableau 1) ;**
- **faire disparaître son déficit extérieur (graphique 1).**

Tableau 1
Prévisions des gouvernements du déficit public (en % du PIB)

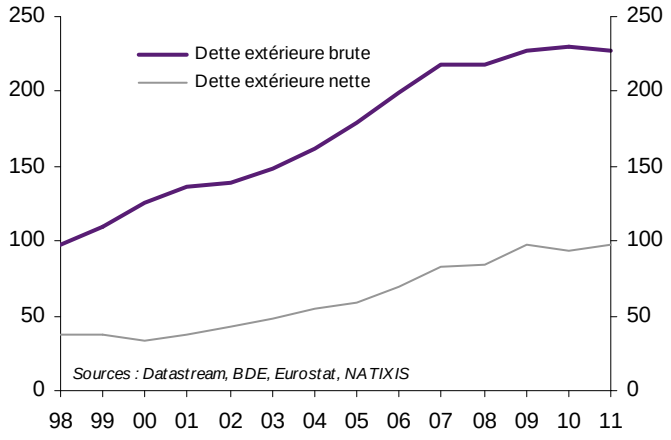
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Espagne	2,0	1,9	-4,2	-11,2	-9,3	-8,9	-6,3	-4,5	-2,8	-	-	-

* Hors capitalisation des banques
Sources : Sources Nationales, OMB, Natixis

Graphique 1
Espagne : balance courante (en % du PIB)



Graphique 2
Espagne : dette extérieure (en % du PIB valeur)

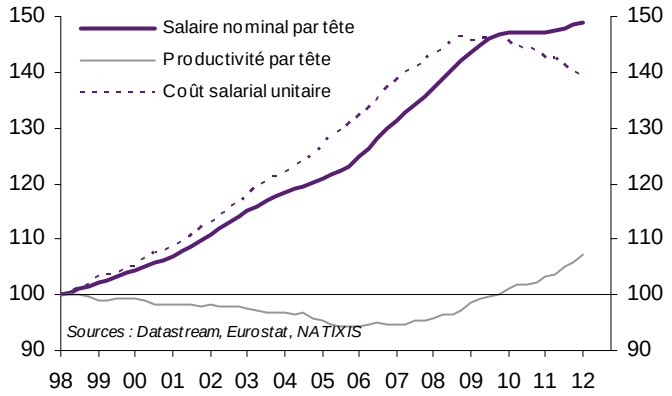


En effet, l'Espagne a tellement accumulé de dette extérieure **(graphique 2)** qu'elle ne peut plus accroître son endettement extérieur (sauf s'il s'agit d'un endettement d'urgence auprès de l'UE ou de la BCE) et qu'il faut équilibrer la balance courante.

La stratégie présente d'ajustement de l'Espagne est claire :

- **politique budgétaire restrictive** (tableau 1 plus haut) ;
- **amélioration de la compétitivité-coût** surtout avec le redressement de la productivité pour redresser le commerce extérieur **(graphique 3) ;**
- **mise en place d'aides européennes, pour recapitaliser les banques** en difficulté **(tableau 2)**, pour qu'il y ait des **achats de dette publique** afin de faire baisser les taux d'intérêt à long terme qui étouffent l'économie **(graphique 4).**

Graphique 3
Espagne : salaire, productivité, coût salarial (100 en 1998:1)



Graphique 4
Espagne : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

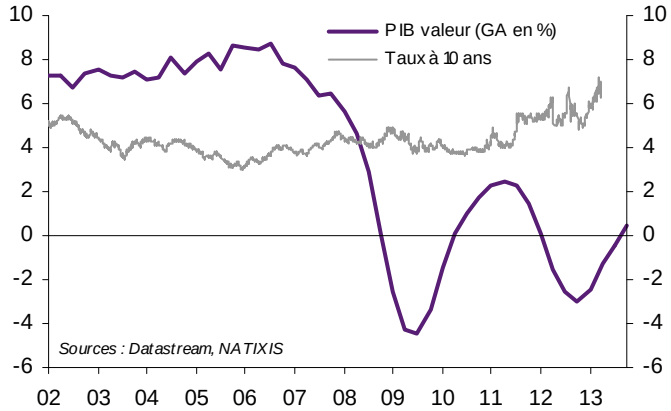


Tableau 2
Espagne : réforme financière phase II

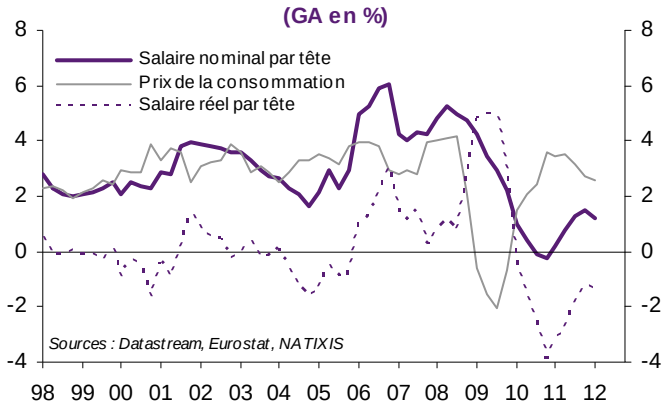
	Encours mds €	Taux couverture actuel %	Provisions actuelles mds €	Taux de couverture additionnel %	Provisions additionnelles mds €	Buffer de capital %	Buffer capital mds €	Taux de couverture au 31/12/2012 %	Provisions totales au 31/12/2012 mds €	Provisions & capital à constituer mds €
Actifs immobiliers problématiques										
Terrain	73,0	31%	22,6	29%	21,2	20%	14,6	80%	58,4	35,8
Promotions en cours	15,0	27%	4,1	23%	3,5	15%	2,3	65%	9,8	5,7
Promotions terminées et logements	87,0	25%	21,8	10%	8,7	0%	0,0	35%	30,5	8,7
Autres / reste	9,0	31%	2,8	29%	2,6	20%	1,8	80%	7,2	4,4
total I	184,0	28%	51,2	20%	35,9	10%	18,7	58%	105,8	54,6
Actifs immobiliers non-problématiques										
Terrain	25,0	7%	1,8	45%	11,3	0%	0,0	52%	13,0	11,3
Promotions en cours	16,0	7%	1,1	22%	3,5	0%	0,0	29%	4,6	3,5
Promotions terminées et logements	61,0	7%	4,3	7%	4,3	0%	0,0	14%	8,5	4,3
Garantie perso, 2ème hypothèque	18,0	7%	1,3	45%	8,1	0%	0,0	52%	9,4	8,1
Autres	3,0	7%	0,2	22%	0,7	0%	0,0	29%	0,9	0,7
Total II	123,0	7%	8,6	23%	27,8	0%	0,0	30%	36,4	27,8
Total I + II	307,0	19%	59,8	21%	63,7	6%	18,7	46%	142,2	82,4

Source : Ministerio de economia

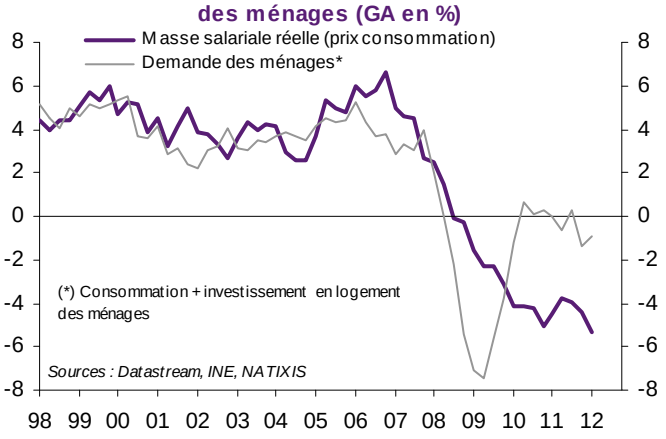
Mais cette stratégie procure de graves inquiétudes :

- **la rigidité des prix implique que le freinage des salaires nominaux a entraîné la baisse des salaires réels (graphique 5a) ;**
- la baisse des revenus salariaux **déprime la demande des ménages (graphique 5b) ;**

Graphique 5a
Espagne : salaire nominal, prix de la consommation et salaire réel par tête (GA en %)

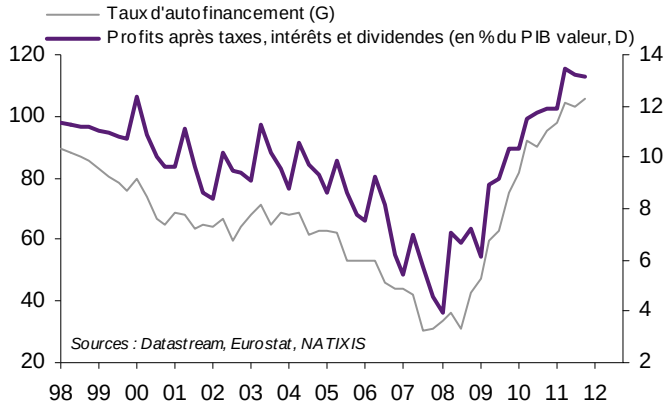


Graphique 5b
Espagne : masse salariale réelle et demandes des ménages (GA en %)

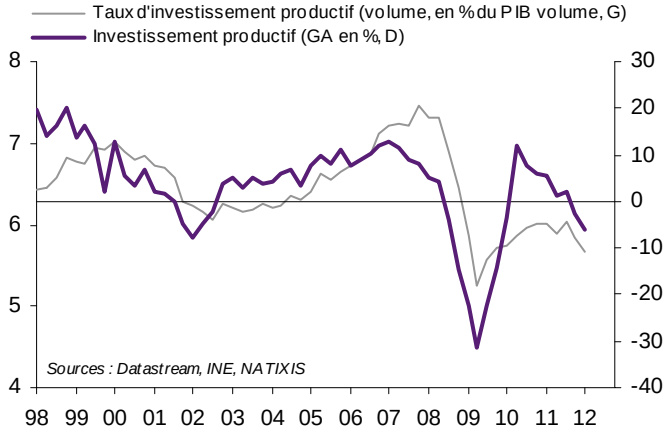


- **malgré la hausse de la profitabilité des entreprises (graphique 5c),** avec le freinage des salaires et le redressement de la productivité, **l'investissement des entreprises recule (graphique 5d)** en raison de la faiblesse de la demande des ménages. Les entreprises utilisent leurs profits pour se désendetter **(graphique 5e) ;**

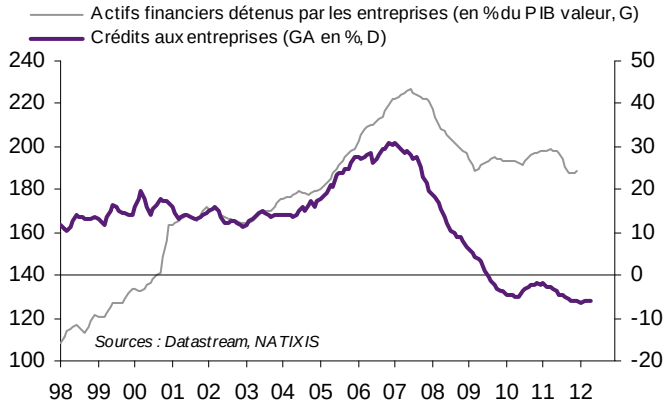
Graphique 5c
Espagne : profits après taxes, intérêts et dividendes et taux d'autofinancement



Graphique 5d
Espagne : investissement productif

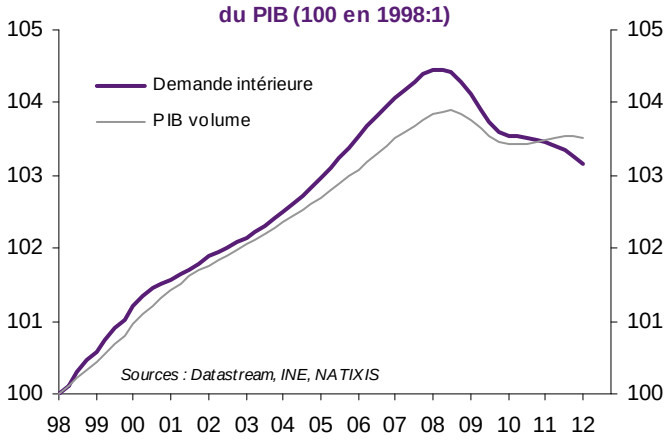


Graphique 5e
Espagne : crédits et encours d'actifs financiers détenus par les entreprises non financières

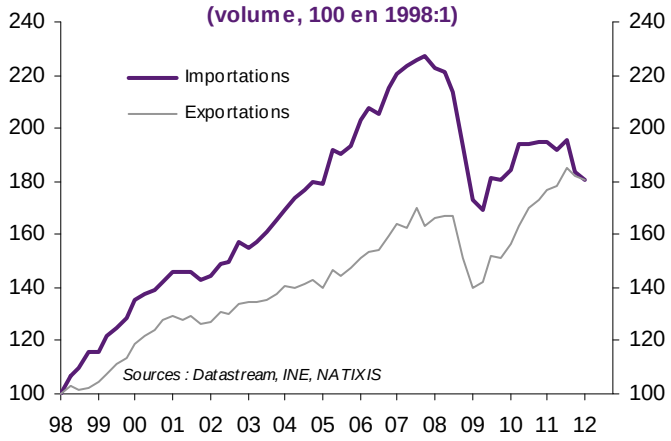


- il y a donc **recul important de la demande intérieure et de l'activité (graphique 6a), et c'est le recul de la demande intérieure donc des importations (graphique 6b) qui procure l'essentiel de l'amélioration du commerce extérieur (graphique 6c) ;**

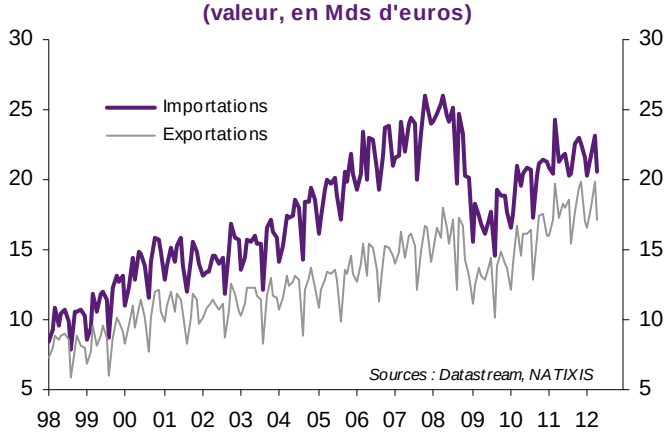
Graphique 6a
Espagne : demande intérieure et croissance du PIB (100 en 1998:1)



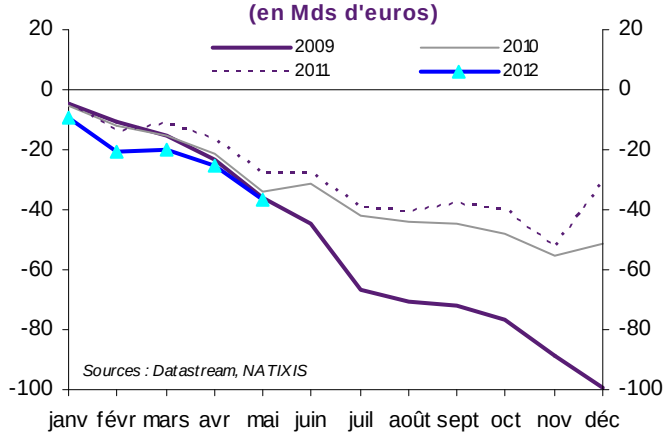
Graphique 6b
Espagne : importations et exportations (volume, 100 en 1998:1)



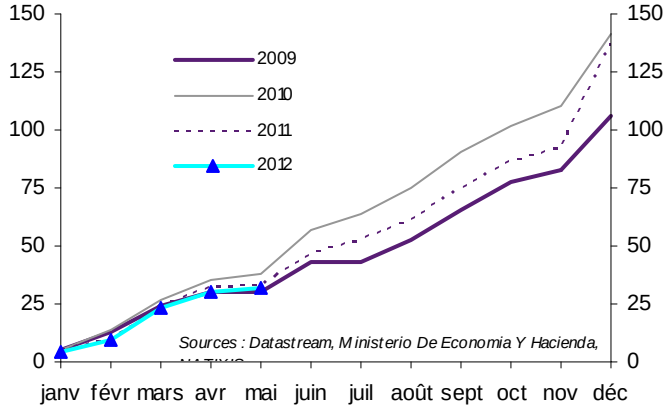
Graphique 6c
Espagne : importations et exportations (valeur, en Mds d'euros)



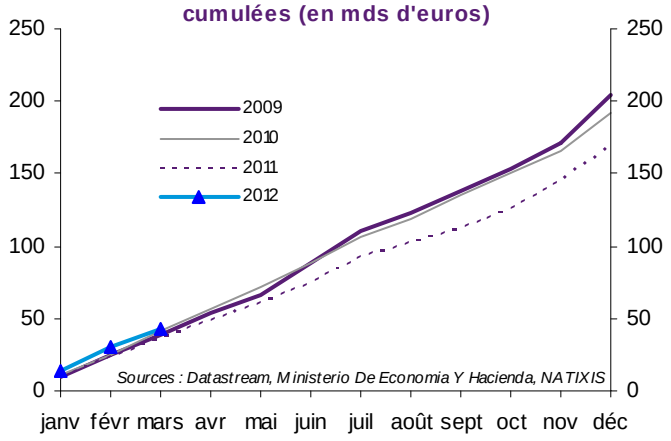
Graphique 7a
Espagne : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



Graphique 7b
Espagne : recettes fiscales mensuelles cumulées (en mds d'euros)

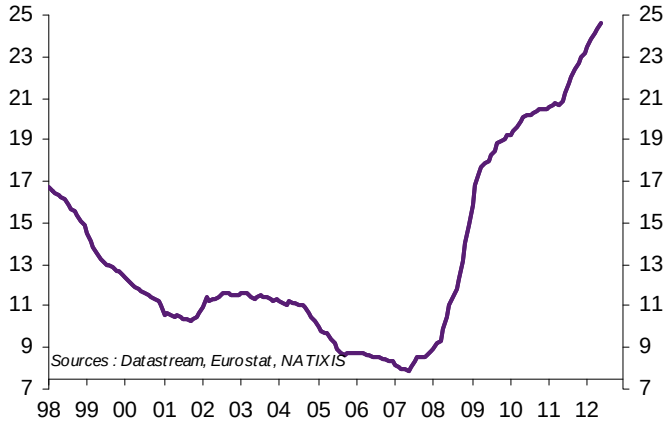


Graphique 7c
Espagne : dépenses publiques mensuelles cumulées (en mds d'euros)

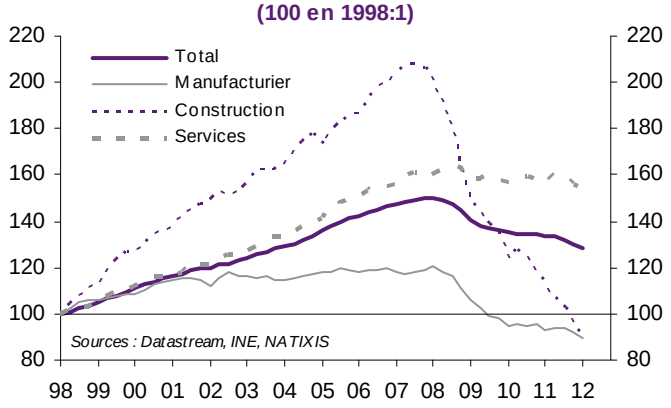


- **le recul de l'activité rend très difficile la réduction du déficit public,** au point qu'**au début de 2012 le déficit public s'ouvre à nouveau considérablement (graphiques 7a-7b-7c),** à la fois avec des recettes fiscales inférieures aux attentes et des dépenses publiques supérieures aux attentes.
- on voit donc la **gravité de la situation : malgré la forte hausse du chômage et les pertes d'emplois (graphiques 8a-8b), le déficit extérieur** (graphique 1 plus haut) **reste important et le déficit public ne s'est pas réduit** (graphique 7 plus haut).

Graphique 8a
Espagne : taux de chômage

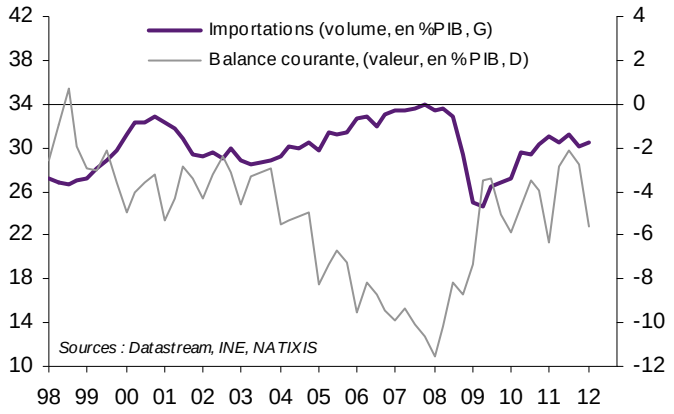


Graphique 8b
Espagne : emploi dans la construction, dans le manufacturier et dans les services (100 en 1998:1)

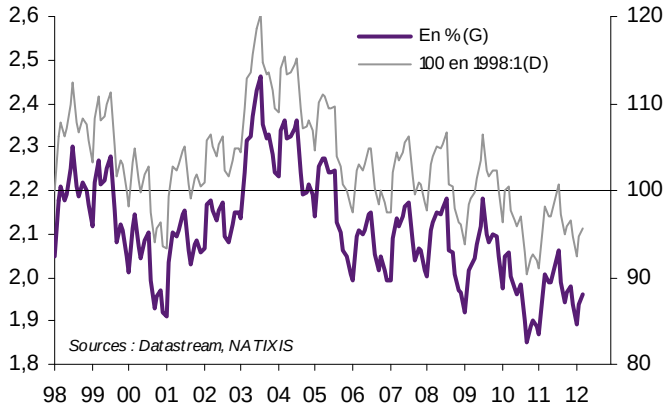


La poursuite de cette stratégie risque de conduire à la poursuite de la hausse du chômage et du recul de l'activité, sans amélioration du déficit public et avec une réduction du déficit extérieur liée surtout à la baisse du pouvoir d'achat. Il faudrait encore réduire de 20% les importations pour que le déficit de la balance courante de l'Espagne disparaisse **(graphique 9)**, donc de 12% au moins la demande intérieure et les revenus réels (graphiques 6a-6b plus haut).

Graphique 9
Espagne : importations en volume et balance courante



Graphique 10
Espagne : exportations en valeur (en % des exportations mondiales hors Russie et OPEP)



Le seul espoir serait que l'amélioration de la compétitivité-coût (graphique 3 plus haut) **finisse par accroître les exportations** (graphiques 6b-6c plus haut) **et la part de marché de l'Espagne (graphique 10) et que l'amélioration de la profitabilité finisse par accroître les investissements des entreprises** (graphiques 5c-5d plus haut).

Aujourd'hui, ce n'est pas le cas : la part de marché de l'Espagne est juste stabilisée.

Sortie de l'euro, défaut et dévaluation : une voie possible ou un suicide ?

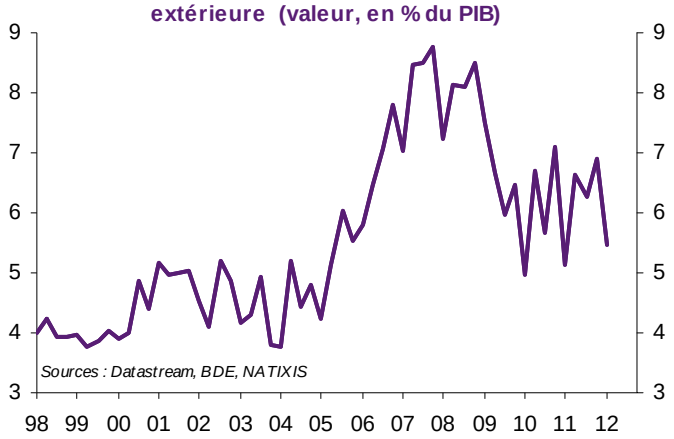
L'autre stratégie consisterait pour l'Espagne à sortir de l'euro, à dévaluer massivement, et nécessairement à faire défaut sur sa dette extérieure brute publique comme privée, ce qui serait évidemment un **gros problème pour les multinationales espagnoles,** compte tenu de sa taille (graphique 2 plus haut) et de l'impossibilité d'en assurer le service après une dévaluation.

Quelles seraient les conséquences probables de cette stratégie ?

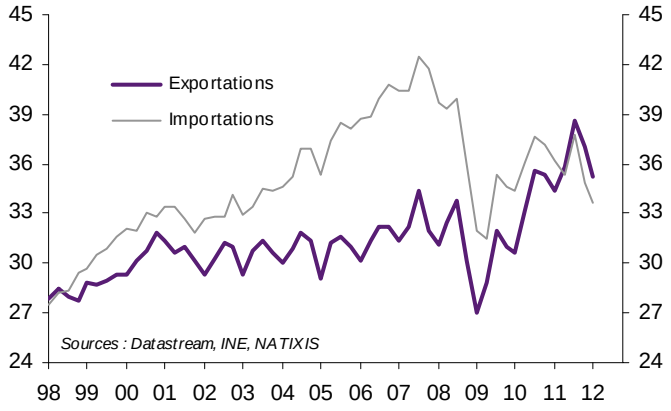
- **nécessité de faire disparaître instantanément le déficit extérieur** (graphique 1 plus haut), puisque plus personne ne prêterait à l'Espagne. Mais il ne faut pas oublier que **l'Espagne ne paierait plus alors d'intérêts sur sa dette extérieure brute (graphique 11) : cela seul ferait disparaître le déficit de la balance courante, sans qu'il soit besoin de réduire davantage la demande intérieure ;**

- **amélioration du commerce extérieur en volume (graphique 12) par la dévaluation. L'estimation économétrique** montre une **élasticité au taux de change réel** de 0,73 pour les exportations en volume de l'Espagne et de 0 pour les importations en volume. **Supposons une dévaluation de 30%.** Le gain en commerce extérieur en volume serait de 7,7 points de PIB, ce qui est très important ;

Graphique 11
Espagne : intérêts bruts payés sur la dette extérieure (valeur, en % du PIB)

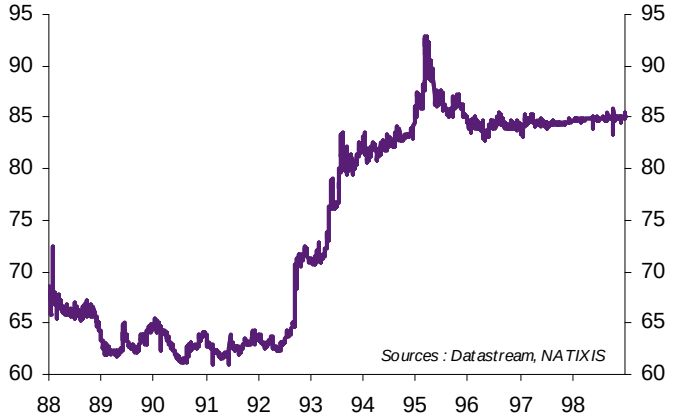


Graphique 12
Espagne : exportations et importations (en % PIB volume)

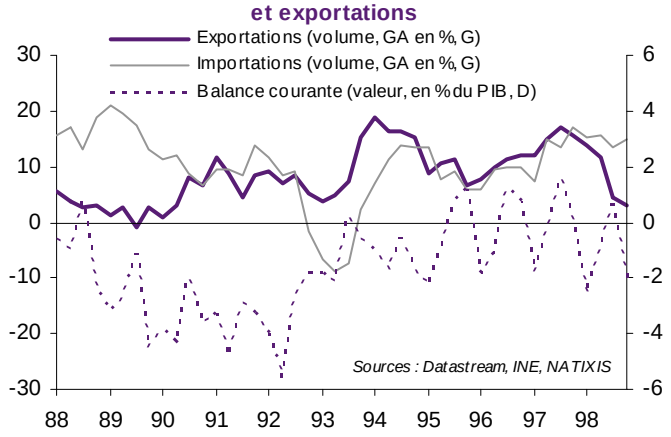


- **dégradation des termes de l'échange et hausse des prix des importations.** La dévaluation accroîtrait les prix des importations et réduirait ainsi le revenu réel de 5,9 points environ : **il resterait un gain de l'ordre de 2 points de PIB. Lors de la sortie de l'Espagne du SME en 1992-93 (graphiques 13a-13b-13c-13d),** le déficit de la balance courante a disparu en un an et demi, les exportations ont beaucoup accéléré, et l'inflation domestique et donc les salaires réels ont très peu réagi à la hausse des prix des importations ; le recul du PIB n'a duré qu'un an puis la croissance a été forte, grâce aussi à la baisse des taux d'intérêt **(graphique 13f)** puisqu'il ne fallait plus défendre les changes fixes ;

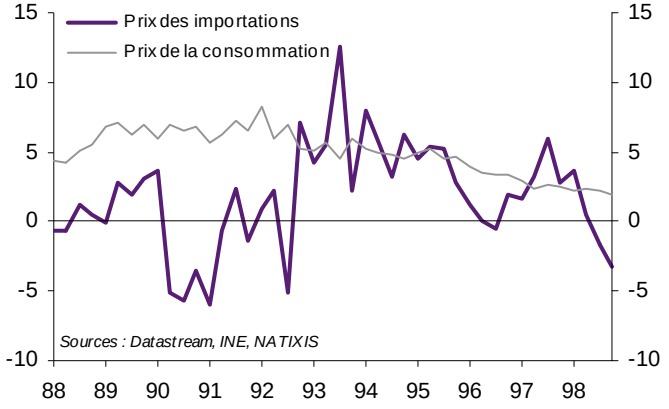
Graphique 13a
Taux de change Peseta contre le DM



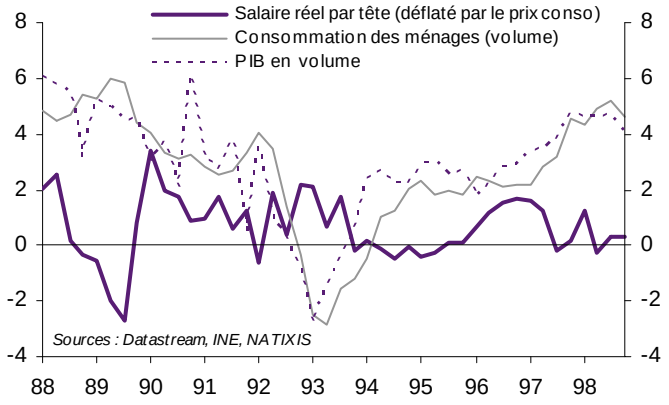
Graphique 13b
Espagne : balance courante, importations et exportations



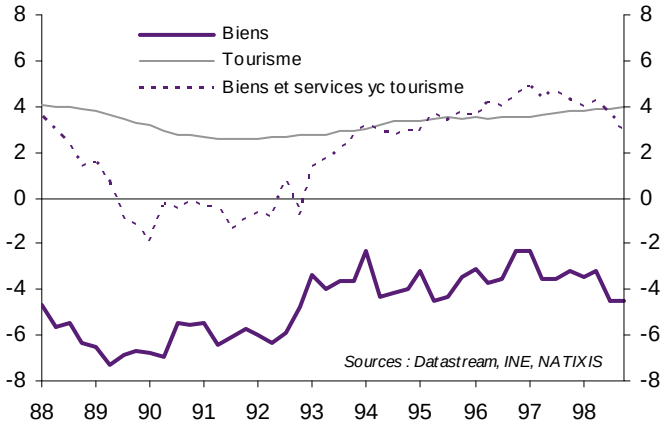
Graphique 13c
Espagne : prix des importations et de la consommation (GA en %)



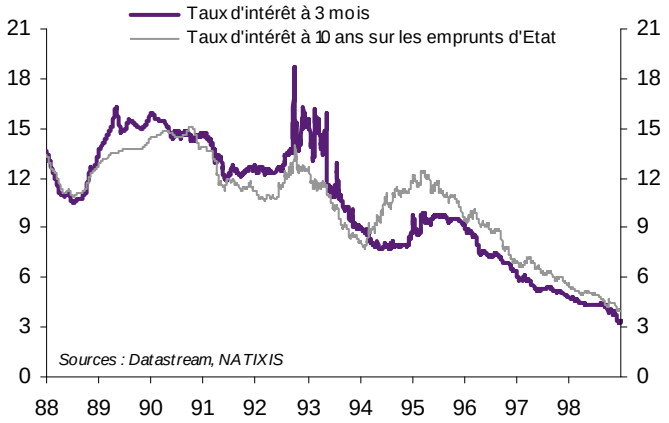
Graphique 13d
Espagne : salaire réel par tête, consommation des ménages et croissance du PIB (GA en %)



Graphique 13e
Espagne : balance commerciale (en % du PIB)

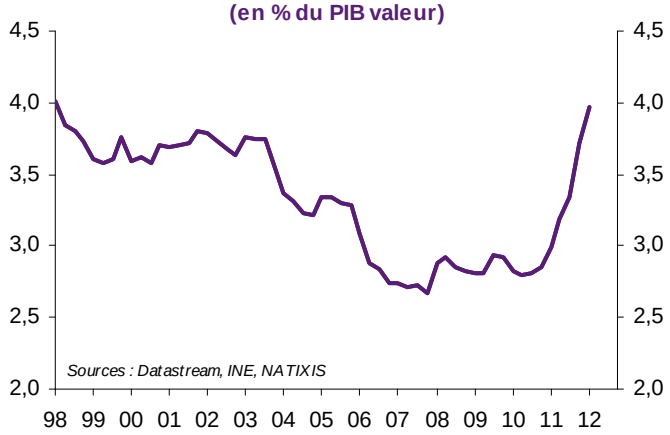


Graphique 13f
Espagne : taux d'intérêt



- **compétitivité accrue des services exportables, en particulier du tourisme.** Une dévaluation accroîtrait la compétitivité du tourisme, et accroîtrait l'excédent du tourisme et des services **(graphiques 13e-14)** dans la monnaie locale, mais attention pas nécessairement en devises (en euros). Après la dévaluation de 1992 **(graphique 13e)**, l'excédent du tourisme a progressé mais peu ;

Graphique 14
Espagne : balance commerciale des services (en % du PIB valeur)



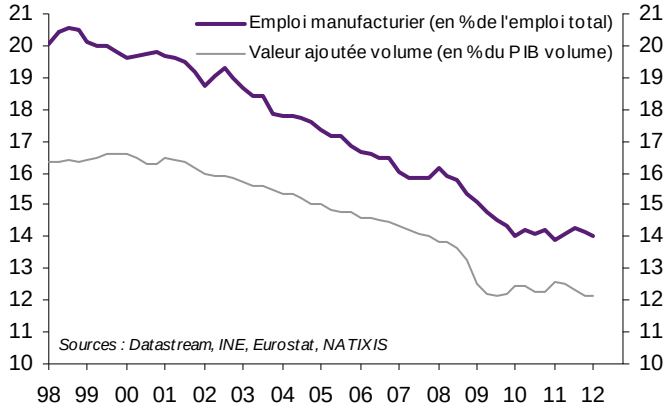
- **l'évolution des taux d'intérêt est ambiguë.** En 1992-93, ils avaient baissé (graphique 13f plus haut) mais ils venaient d'un niveau élevé. Le défaut de plus découragerait les prêteurs non-résidents, mais d'un autre côté il n'y aurait plus de déficit extérieur et la Banque d'Espagne continuerait à monétiser les dettes. **Avec un financement devenu totalement domestique, il n'est pas exclu qu'il y ait baisse de la prime de risque souverain** (graphique 4 plus haut).

Un problème est bien sûr **la faible taille de l'industrie en Espagne (graphique 15).**

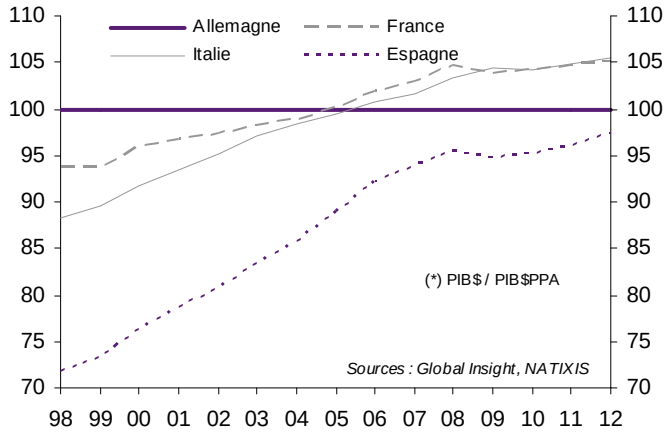
La dévaluation aurait donc un effet beaucoup moins favorable que dans un pays avec une industrie de grande taille. Mais elle pourrait ultérieurement attirer des investissements directs d'entreprises. Avec une dévaluation de 30% par exemple, le coût du travail en Espagne passerait à 14 € l'heure, soit 60% de moins qu'en Allemagne.

Le coût salarial unitaire deviendrait **(graphique 16)** de beaucoup inférieur à celui de l'Allemagne, alors qu'il est proche aujourd'hui du niveau de l'Allemagne.

Graphique 15
Espagne : emploi et valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (en % du total)



Graphique 16
Coût salarial unitaire* (Allemagne = 100)



Synthèse : quelle stratégie choisir pour l'Espagne ?

Si l'amélioration de la compétitivité-coût et de la profitabilité de l'Espagne n'apportent pas des résultats rapides, la stratégie présente va échouer : il faudra réduire encore beaucoup plus les salaires pour faire disparaître le déficit extérieur, et le déficit public restera très élevé.

L'autre stratégie consisterait en la sortie de l'euro, la dévaluation, le défaut sur la dette extérieure ; elle peut réussir si la dévaluation attire des activités nouvelles, car l'industrie en place aujourd'hui est de trop petite taille ; mais elle comprend beaucoup d'incertitudes : effets sur les multinationales espagnoles, les taux d'intérêt, le commerce extérieur.

Nous montrons que la stratégie de dévaluation et de défaut peut être efficace comme en 1992 avec :

- la forte élasticité-prix des exportations ;
- le fait que la totalité du déficit de la balance courante vient des intérêts payés sur la dette extérieure ;
- le fait qu'il n'est pas sûr que les taux d'intérêt monteraient, avec le financement domestique des déficits publics.

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**