NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

7 janvier 2013 – N° 14

Le retour du leadership incontesté des Etats-Unis

Depuis 30 ans, le Monde s'inquiète de la situation des Etats-Unis : désindustrialisation, déséquilibre croissant du commerce extérieur et en conséquence dépréciation continuelle du dollar, excès d'endettement des entreprises puis des ménages, crises financières à répétition, déficits publics et perspectives inquiétantes pour l'endettement public.

Mais aujourd'hui, la perspective pour les Etats-Unis a beaucoup changé dans un sens favorable :

- ***la capacité à innover, l'effort d'éducation supérieure, l'effort d'investissement en nouvelles technologies restent supérieurs aux Etats-Unis ; ceci maintient une croissance potentielle forte ;***
- ***l'avantage en ce qui concerne la compétitivité-coût et le prix de l'énergie conduit progressivement à une réindustrialisation des Etats-Unis ;***
- ***les Etats-Unis progressent vers l'indépendance énergétique ; ceci et la réindustrialisation, va faire progressivement disparaître le déficit extérieur des Etats-Unis, ce qui est favorable au dollar ;***
- ***la perspective de redressement du dollar va accroître la demande mondiale d'actifs en dollars ;***
- ***le désendettement du secteur privé est rapide, grâce à des taux d'intérêt à long terme nettement inférieurs au taux de croissance.***

La situation en ce qui concerne la croissance, les comptes extérieurs, la stabilité financière des Etats-Unis est donc favorable. L'indépendance énergétique pourra aussi favoriser une réduction des dépenses militaires et la stabilisation des finances publiques à moyen terme.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

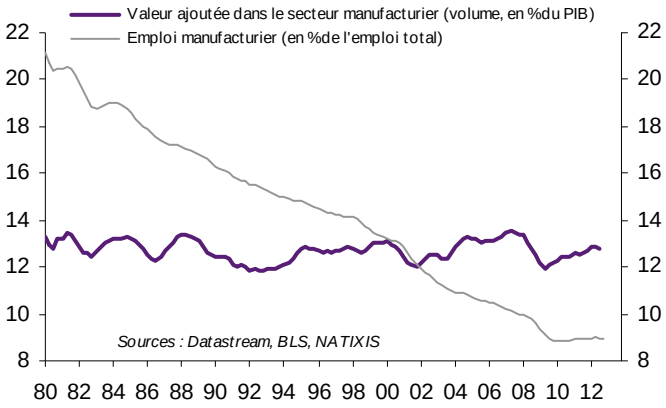
Disponible sur App Store

On pense depuis 30 ans que le leadership mondial des Etats-Unis peut être menacé par les déséquilibres économiques

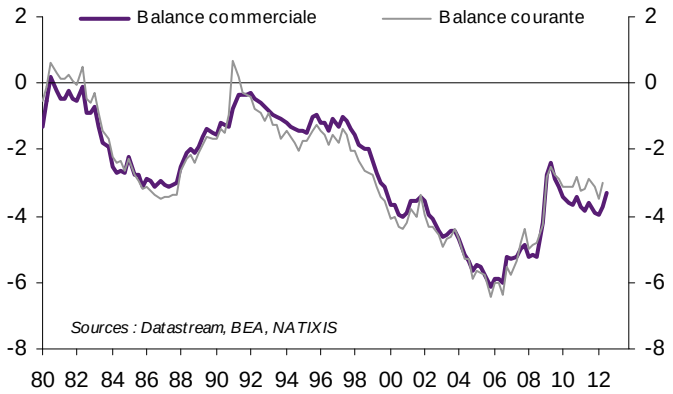
La dynamique économique des Etats-Unis depuis 30 ans inquiète quant à la capacité des Etats-Unis à conserver leur leadership mondial. Les Etats-Unis, en effet, ont montré des **évolutions inquiétantes** :

- **forte désindustrialisation (graphique 1) ;**
- **déséquilibre croissant du commerce extérieur (graphique 2a)** et en conséquence **dépréciation du dollar (graphique 2b)** ;
- **excès d'endettement des ménages** (surtout dans les années 2000) et **des entreprises (graphique 3)** ;

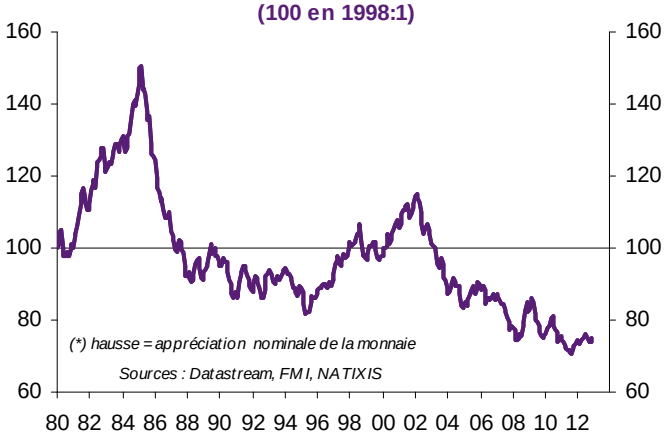
Graphique 1
Etats-Unis : valeur ajoutée et emploi dans le secteur manufacturier



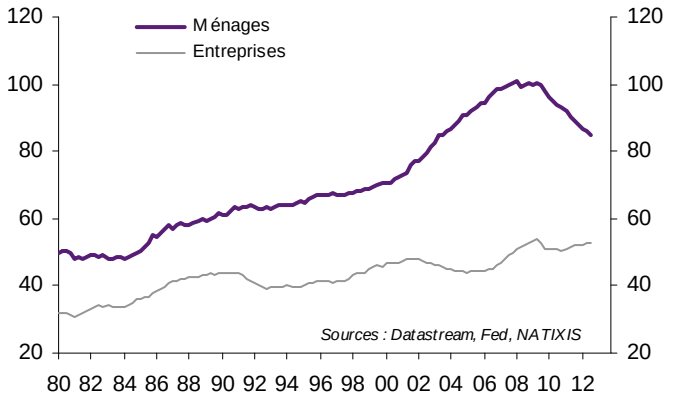
Graphique 2a
Balances courante et commerciale (valeur, en % du PIB)



Graphique 2b
Etats-Unis : taux de change effectif nominal* (100 en 1998:1)

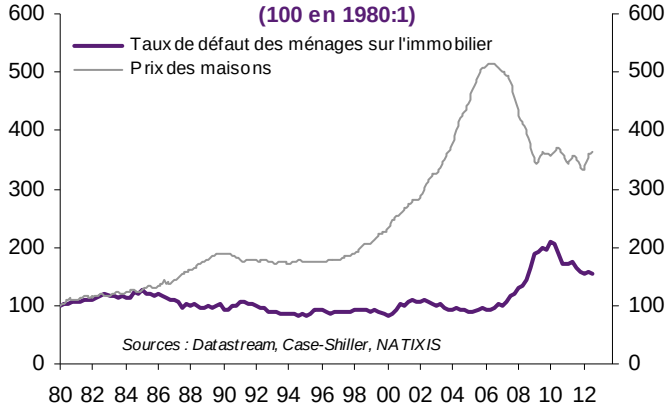


Graphique 3
Etats-Unis : dettes des ménages et des entreprises (valeur, en % du PIB)

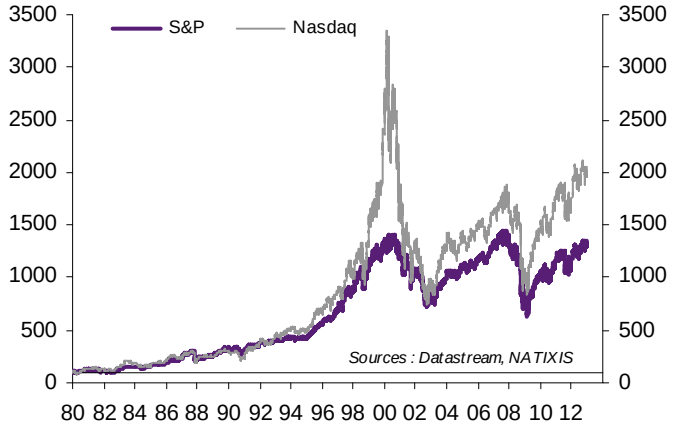


- **crises financières à répétition** : immobilier (Savings and Loans) au début des années 1990 **(graphique 4a)**, surendettement des entreprises et crise des nouvelles technologies au début des années 2000 **(graphiques 4 b/c)**, crise immobilière à nouveau à partir de 2007 ;
- **déficits publics** importants (surtout depuis 2008 **graphique 5a**), et perspective inquiétante pour l'endettement public **(graphique 5b)** avec surtout la hausse future des dépenses publiques de santé **(tableau 1)**.

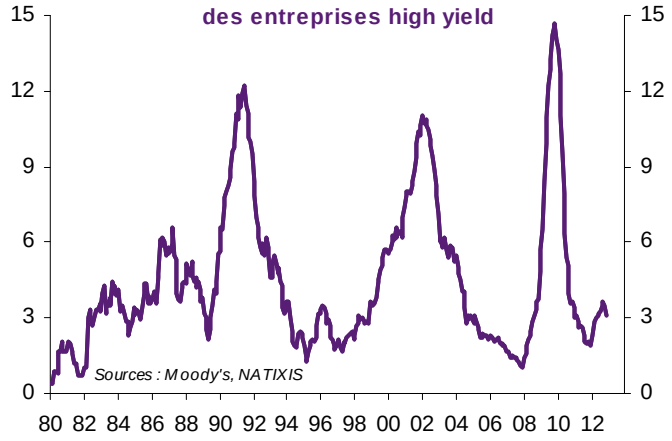
Graphique 4a
Etats-Unis : prix de l'immobilier et taux de défaut hypothécaire des ménages (100 en 1980:1)



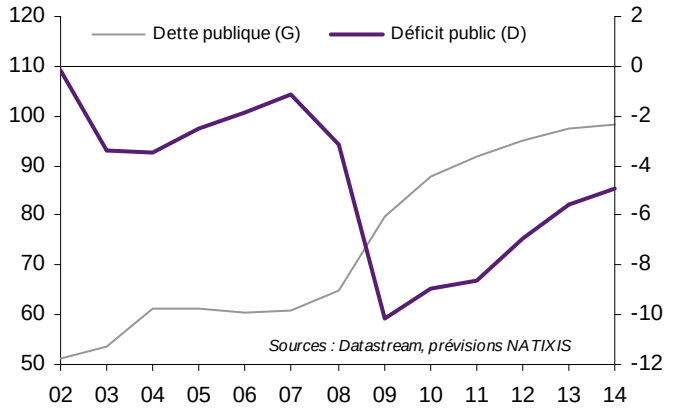
Graphique 4b
Indices boursiers (100 en 1980:1)



Graphique 4c
Etats-Unis : taux de défaut des entreprises high yield



Graphique 5a
Etats-Unis : déficit public et dette publique (en % du PIB valeur)



Graphique 5b
Etats-Unis : perspectives pour la dette publique (en % du PIB valeur)

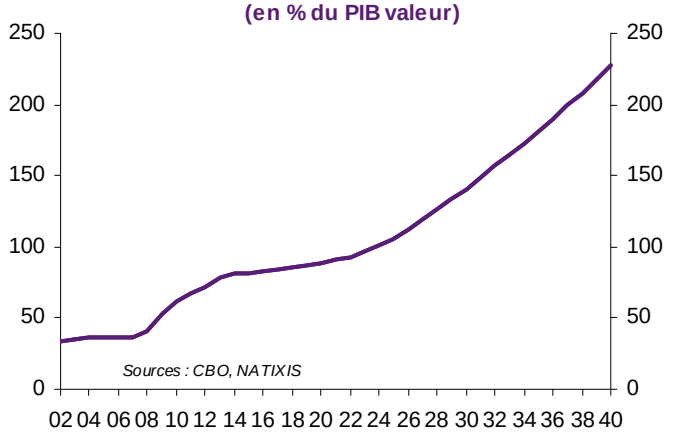


Tableau 1
Dépenses publiques de santé des Etats-Unis en % du PIB

	Dépenses publiques de santé (Medicare) en % du PIB	Dépenses publiques de santé (Medicaid) en % du PIB
2002	2,41	1,40
2003	2,50	1,46
2004	2,54	1,51
2005	2,68	1,46
2006	2,83	1,37
2007	3,15	1,38
2008	3,18	1,41
2009	3,58	1,80
2010	3,62	1,90
2011	3,74	1,84
2012	3,70	1,70
2013	3,80	1,80
2014	3,90	2,20
2015	3,90	2,50
2016	4,00	2,60
2017	3,90	2,70
2020	4,20	2,80
2025	4,80	3,10
2030	5,70	3,40
2035	6,40	3,60
2040	7,10	3,80
2045	7,60	4,10
2050	8,10	4,30

Sources: CBO, OMB

L'ensemble de ces problèmes structurels graves (désindustrialisation, déficits extérieurs, endettement, crises financières, déficits publics) a pu faire croire que le leadership mondial des Etats-Unis était menacé.

Mais la perspective pour les Etats-Unis a changé dans un sens très favorable

(1) Capacité technologique

La **capacité à innover (tableaux 2 a/b), l'effort d'éducation supérieure (tableau 3), l'effort d'investissement en nouvelles technologies (graphique 6)** restent très supérieurs aux Etats-Unis, ce qui permet d'avoir des gains de productivité **(graphique 7)** donc une **croissance potentielle plus forte que la zone euro**.

Tableau 2a
Dépenses de R&D totales
(en % du PIB valeur)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Etats-Unis	2,6	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	..
Zone euro	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1

Source : OCDE, EUROSTAT, principaux indicateurs de la science et de la technologie

Tableau 2b
Nombre de brevets triadiques
(par million d'habitants)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Etats-Unis	52,6	52,2	48,9	47,7	50,3	51,0	51,8	51,9	53,1	49,9	46,3	45,2	44,8
Zone euro	38,1	38,0	36,4	35,3	35,8	35,7	37,3	37,6	38,8	38,6	37,6	36,8	37,0

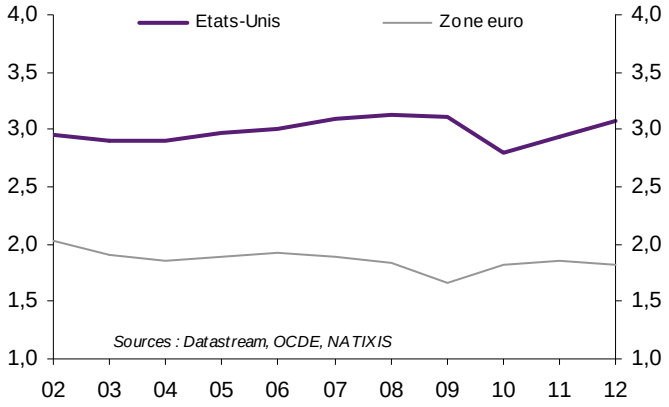
Source : principaux indicateurs de la science et de la technologie

Tableau 3
Dépenses d'éducation supérieure par étudiant
(en équivalents US $ convertis sur la base des PPA)

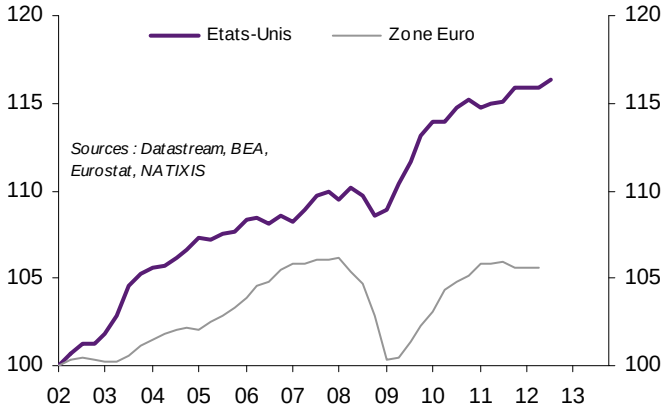
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Etats-Unis	19220	20358	22234	20545	24074	22476	24370	25109	27010	29910	29201
Zone euro*	8524	9085	9214	9657	10413	10484	10799	11449	12253	13509	13818

(*) pondéré par le poids des pays
Sources : OCDE, Regard sur l'éducation 2012, NATIXIS

Graphique 6
Investissement IT (volume, en % du PIB)



Graphique 7
Productivité par tête (100 en 2002:1)

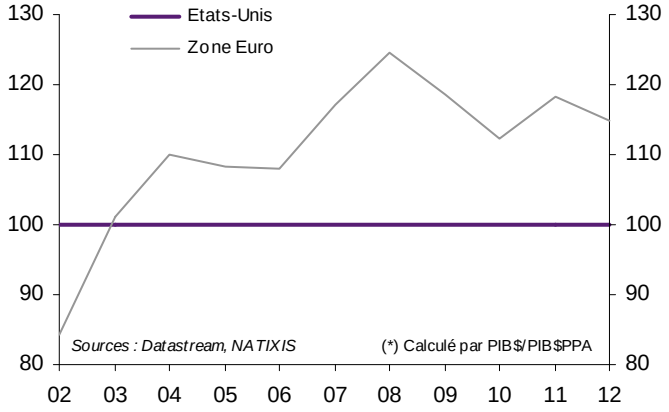


(2) Compétitivité, industrie

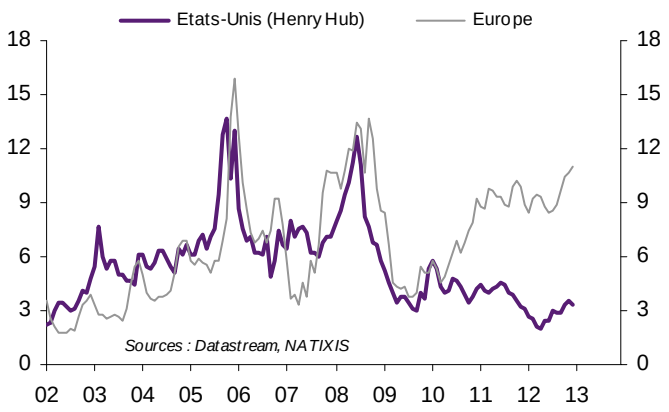
Le niveau du coût salarial unitaire est nettement plus bas aux Etats-Unis que dans la zone euro (graphique 8a) malgré la dépréciation récente de l'euro. De plus, avec la production du gaz de schiste, **le prix du gaz naturel et globalement de l'énergie** est devenu beaucoup plus faible aux Etats-Unis **(graphique 8b)**.

Ceci favorise et va favoriser dans le futur la **réindustrialisation des Etats-Unis** : dès aujourd'hui, la part de marché des Etats-Unis se redresse au détriment de celle de l'Europe **(graphique 9a)**, l'investissement productif des Etats-Unis se redresse, celui de la zone euro recule **(graphique 9b)**, l'emploi industriel se redresse aux Etats-Unis **(graphique 9c)**, celui de la zone euro diminue.

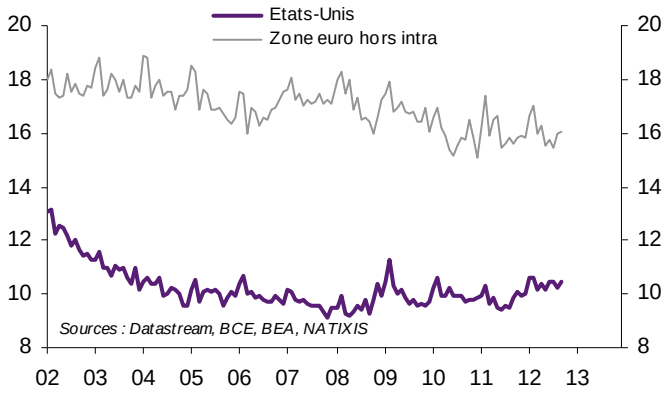
Graphique 8a
Coût salarial unitaire* (Etats-Unis = 100)



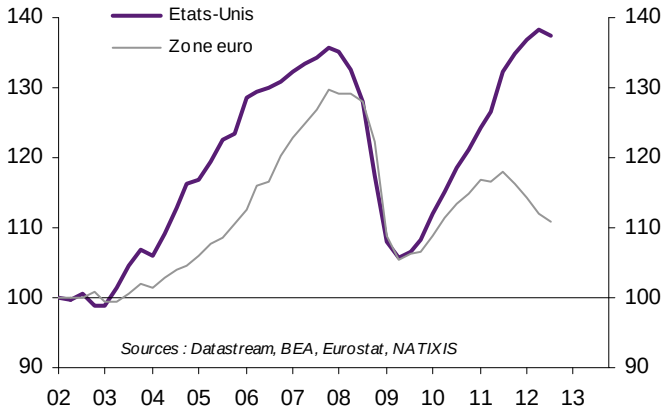
Graphique 8b
Prix du gaz naturel ($/MMBTU)



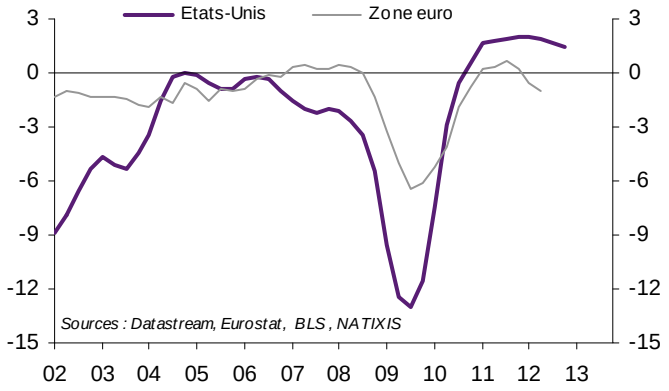
Graphique 9a
Exportations en valeur (en % des exportations Monde hors Russie et OPEP)



Graphique 9b
Investissement productif (100 en 2002:1)



Graphique 9c
Emploi dans le secteur manufacturier (GA en %)

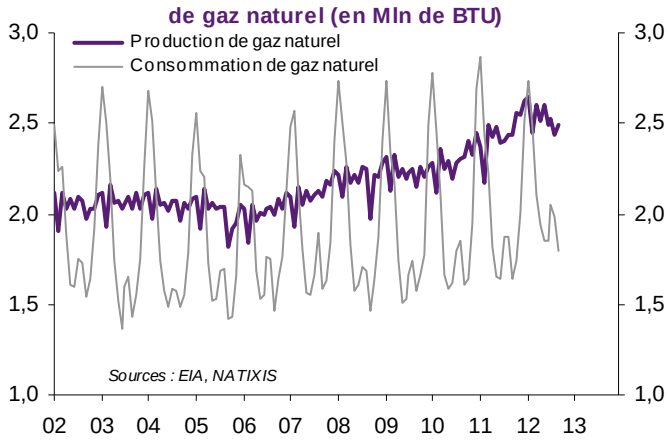


(3) Indépendance énergétique, réindustrialisation, dollar

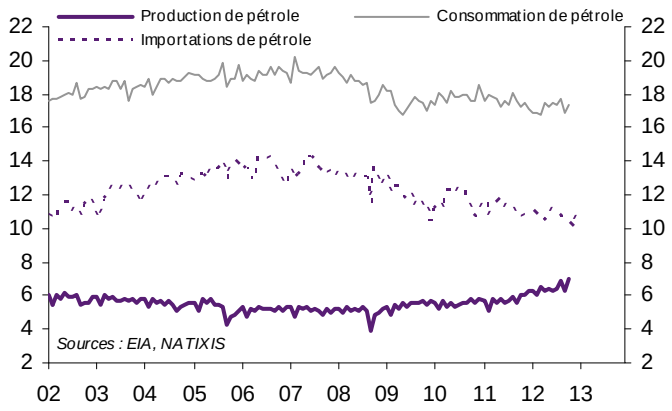
La production de gaz de schiste et de pétrole de schiste **conduisait vers l'indépendance énergétique des Etats-Unis** avec la capacité des Etats-Unis à devenir exportateur de gaz liquéfié, avec la hausse de la production domestique de gaz naturel **(graphique 10a)**, la baisse des importations de pétrole **(graphique 10b)**.

L'indépendance énergétique croissante et la réindustrialisation vue plus haut vont conduire à une **réduction progressive du déficit extérieur des Etats-Unis (graphique 11), ce qui est favorable au redressement du dollar** (déjà visible, **graphique 12**), **au maintien du dollar comme monnaie dominante de réserve (tableau 4)**, à une forte demande mondiale d'actifs en dollars **(graphique 13)**.

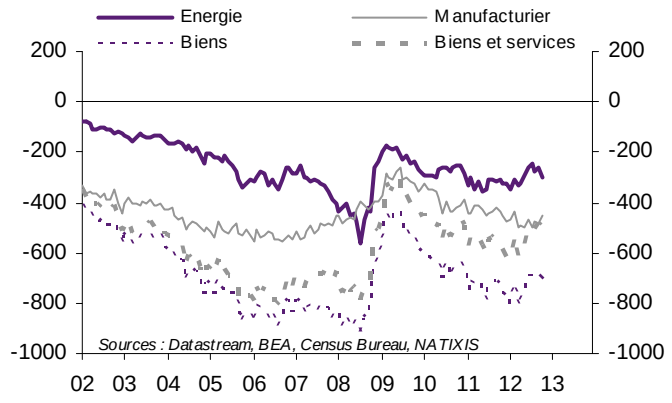
Graphique 10a
Etats-Unis : production et consommation de gaz naturel (en Mln de BTU)



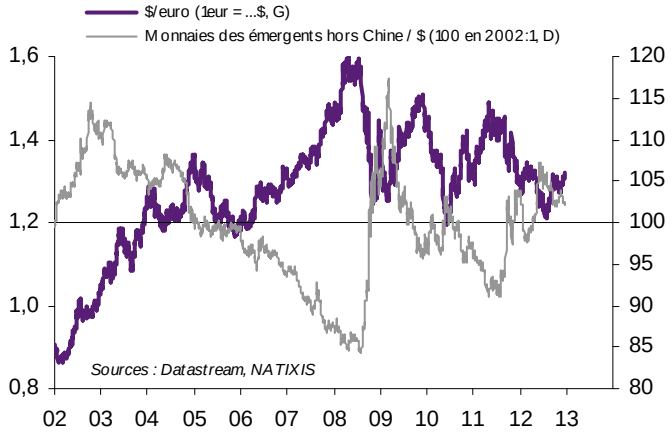
Graphique 10b
Etats-Unis : production, consommation et importations de pétrole (Mln b/j)



Graphique 11
Etats-Unis : balances commerciales (Mds $, annualisées)



Graphique 12
Taux de change contre dollar



Graphique 13
Etats-Unis : achats nets d'actifs par les non-résidents (en % du PIB)

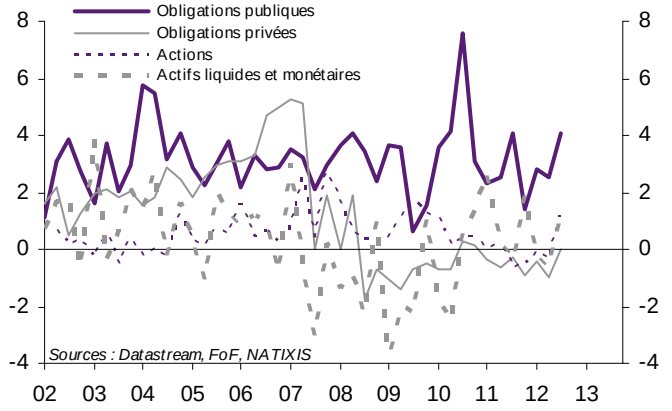


Tableau 4
Composition par devise des réserves de change (en %)

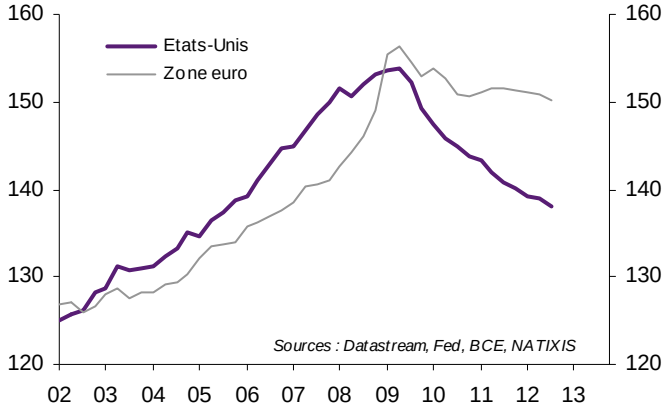
	USD	EUR	GBP	JPY	CHF
01/03/2002	71,57	19,70	2,68	4,39	0,34
01/06/2002	69,06	21,58	2,73	4,73	0,33
01/09/2002	68,02	22,60	2,80	4,57	0,34
01/12/2002	67,04	23,82	2,82	4,36	0,41
01/03/2003	66,97	24,69	2,53	3,90	0,24
01/06/2003	66,74	25,13	2,53	3,60	0,21
01/09/2003	67,13	24,60	2,43	3,84	0,23
01/12/2003	65,90	25,18	2,77	3,95	0,23
01/03/2004	67,50	23,61	2,70	4,00	0,23
01/06/2004	67,81	23,48	2,73	3,86	0,24
01/09/2004	67,30	23,94	3,07	3,60	0,17
01/12/2004	65,81	24,91	3,38	3,85	0,17
01/03/2005	65,43	25,13	3,56	3,90	0,17
01/06/2005	66,12	24,79	3,48	3,77	0,13
01/09/2005	66,35	24,35	3,60	3,79	0,14
01/12/2005	66,84	24,10	3,60	3,59	0,15
01/03/2006	66,43	24,58	3,96	3,32	0,16
01/06/2006	66,06	24,79	4,19	3,12	0,15
01/09/2006	66,36	24,54	4,23	3,02	0,16
01/12/2006	65,35	25,19	4,39	3,10	0,17
01/03/2007	64,89	25,51	4,48	2,98	0,17
01/06/2007	64,78	25,62	4,66	2,81	0,16
01/09/2007	63,79	26,42	4,75	2,74	0,17
01/12/2007	63,93	26,46	4,69	2,92	0,16
01/03/2008	63,18	26,68	4,66	3,12	0,15
01/06/2008	62,87	26,77	4,70	3,29	0,16
01/09/2008	64,51	25,52	4,53	3,18	0,15
01/12/2008	64,10	26,41	4,01	3,13	0,14
01/03/2009	65,17	25,78	3,97	2,80	0,14
01/06/2009	62,82	27,51	4,29	3,03	0,12
01/09/2009	61,47	27,92	4,32	3,17	0,12
01/12/2009	62,09	27,56	4,26	2,92	0,11
01/03/2010	61,77	27,21	4,31	3,00	0,12
01/06/2010	62,57	26,17	4,18	3,21	0,11
01/09/2010	61,59	26,55	4,06	3,51	0,10
01/12/2010	61,73	25,96	3,96	3,74	0,10
01/03/2011	60,90	26,36	4,10	3,76	0,10
01/06/2011	60,32	26,68	4,14	3,84	0,13
01/09/2011	61,71	25,72	3,88	3,78	0,12
01/12/2011	62,12	25,04	3,88	3,71	0,13
01/03/2012	62,09	24,87	4,00	3,67	0,12
01/06/2012	61,92	25,07	3,82	3,77	0,11

Sources : FMI, NATIXIS

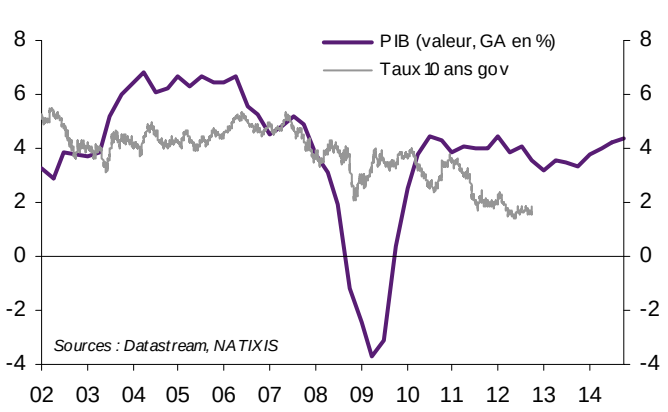
(4) Désendettement rapide du secteur privé

Le secteur privé s'est désendetté vite aux Etats-Unis par rapport à la zone euro par exemple (graphique 14a), grâce à des taux d'intérêt à long terme inférieurs au taux de croissance **(graphique 14b)**, avec à la fois la politique monétaire expansionniste et la croissance suffisamment forte **(graphique 14c)**.

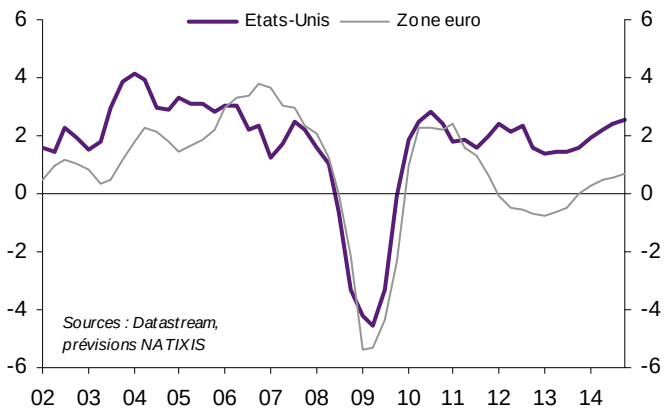
Graphique 14a
Dette des ménages + entreprises (valeur, en % du PIB)



Graphique 14b
Etats-Unis: PIB en valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

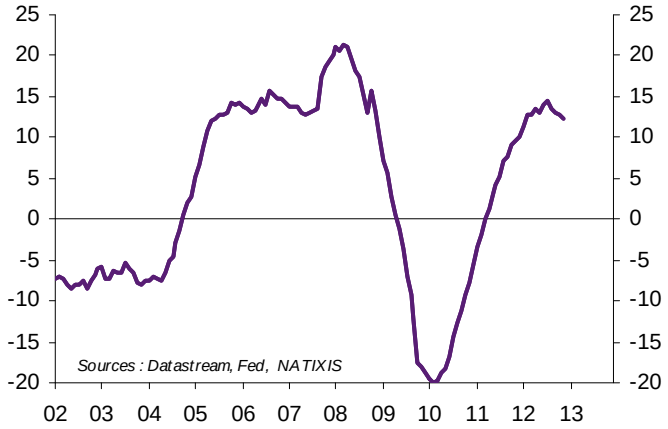


Graphique 14c
Croissance du PIB (volume, GA en %)

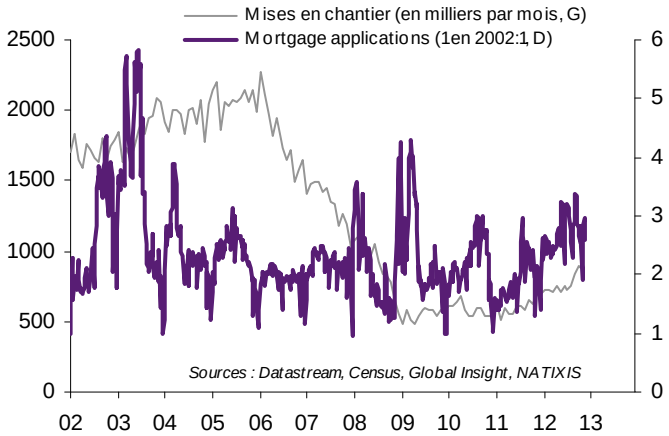


Le désendettement est maintenant suffisamment avancé aux Etats-Unis pour qu'on puisse envisager la reprise de l'endettement des entreprises, le redressement de l'immobilier résidentiel **(graphiques 15 a/b)**.

Graphique 15a
Etats-Unis : crédits aux entreprises (GA en %)



Graphique 15b
Mortgage applications et mises en chantier

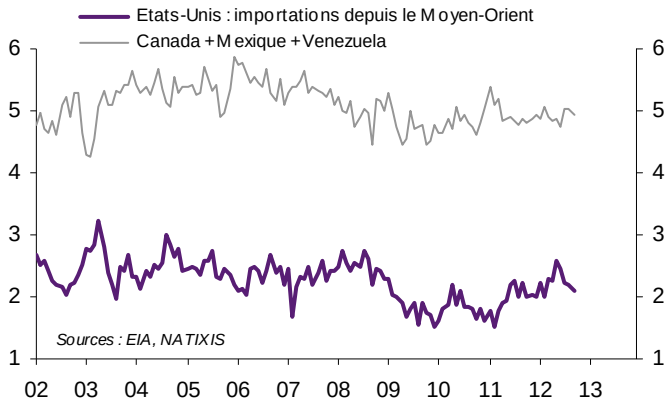


Synthèse : vers un leadership américain, avec des enchainements vertueux

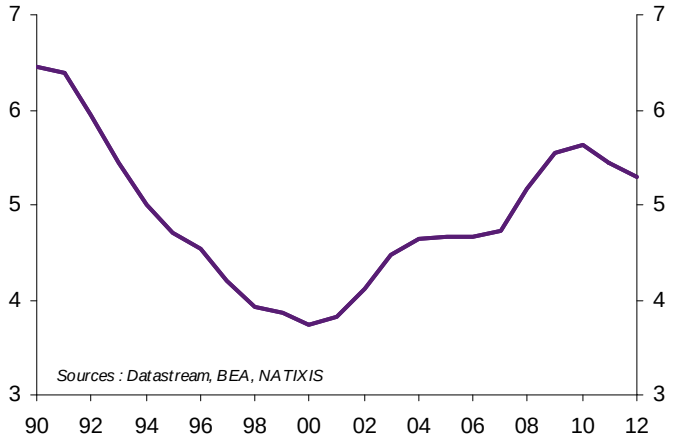
Avec **une croissance potentielle forte**, grâce au niveau technologique, avec **l'amélioration de la compétitivité et la réindustrialisation**, avec la **réduction du déficit extérieur et la perspective de l'appréciation du dollar**, avec **l'indépendance énergétique**, le **désendettement du secteur privé et de ce fait la stabilité financière**, il est naturel de penser que les **Etats-Unis vont retrouver un leadership d'abord économique puis global**.

Il peut se déclencher des cercles vertueux par exemple : la réduction des importations de pétrole (graphique 10b plus haut) va permettre aux **Etats-Unis de ne plus importer dans quelques années de pétrole ou de gaz depuis le Moyen-Orient (graphique 16a)**, ce qui leur permettra aussi de réduire leurs dépenses militaires **(graphique 16b)**, donc d'améliorer durablement leurs finances publiques.

Graphique 16a
Etats-Unis : importations de pétrole depuis...(en Mln de Barils/jour)

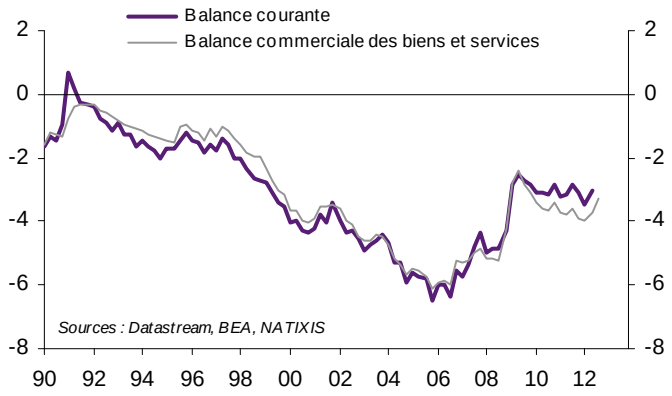


Graphique 16b
Etats-Unis: dépenses militaires (en % du PIB)

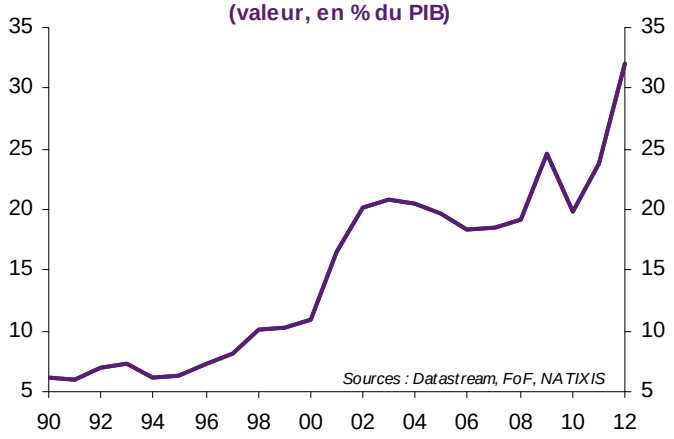


La réduction du déficit extérieur des Etats-Unis (graphique 17a) stabilisera la dette extérieure des Etats-Unis **(graphique 17b)**, faisant disparaître aussi le risque de « crise du dollar ».

Graphique 17a
Balances courante et commerciale (valeur, en % du PIB)



Graphique 17b
Etats-Unis : dette extérieure nette (valeur, en % du PIB)



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**