

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

13 juillet 2011 – N° 544

Comment réindustrialiser ? Par l'environnement économique, par l'interventionnisme étatique ?

Beaucoup de pays (Etats-Unis, Royaume-Uni, France...) veulent aujourd'hui réindustrialiser, inverser la tendance de désindustrialisation observée depuis 15 ans, en observant les dommages de la désindustrialisation : chômage structurel en hausse, recul du niveau des emplois, déficit extérieur... Cette question de la réindustrialisation va aussi se poser en Espagne, en Grèce, au Portugal... D'autres pays (Allemagne en particulier) veulent conserver une industrie de grande taille.

Il est intéressant que s'opposent deux méthodes pour réindustrialiser ou conserver l'industrie, ce qui est sans doute l'essence du débat droite-gauche :

- *mettre en place un environnement économique supposé être favorable à l'industrie : dépréciation du change, réduction des dépenses publiques afin de permettre la mise en place d'une fiscalité favorable aux entreprises, transfert de la fiscalité sur la consommation, flexibilisation du marché du travail, transformation des emplois publics en emplois privés... Ceci est la stratégie adoptée par les républicains américains, le gouvernement conservateur britannique, l'Allemagne ;*
- *utiliser l'interventionnisme étatique, la « politique industrielle » : l'Etat investit dans des infrastructures publiques technologiques (énergie...), soutient les entreprises innovantes. Ceci est la stratégie adoptée par les démocrates américains, la France...*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :
Patrick ARTUS

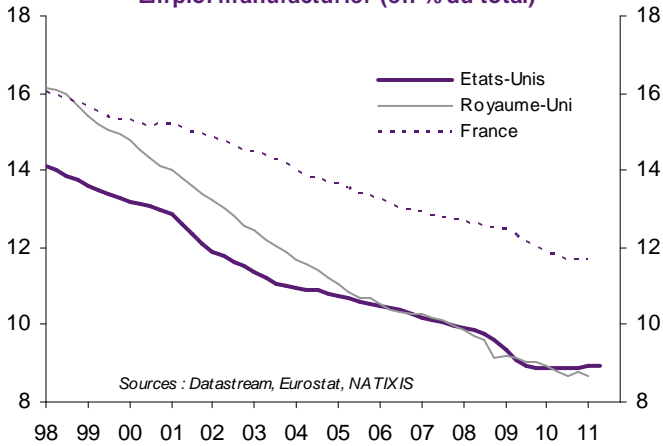
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Volonté de réindustrialisation, de conservation d'une industrie de grande taille

Beaucoup de pays veulent se réindustrialiser à partir d'une situation où, pendant une longue période de temps, **la taille de l'industrie a constamment diminué** (graphiques 1a/1b : nous prenons les exemples des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de la France).

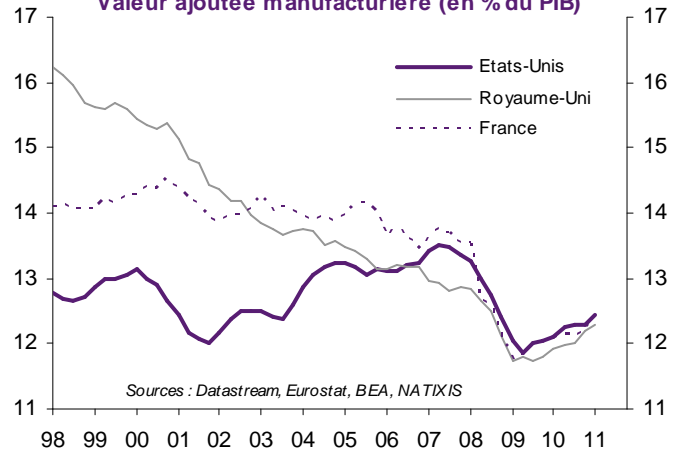
Graphique 1a

Emploi manufacturier (en % du total)



Graphique 1b

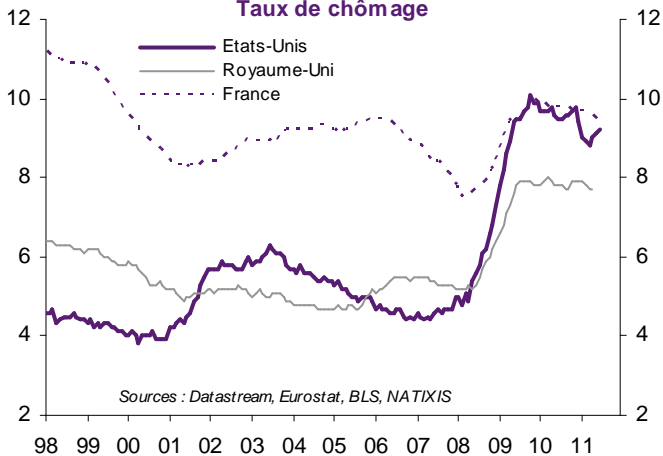
Valeur ajoutée manufacturière (en % du PIB)



Ces pays comprennent maintenant les **dangers de la désindustrialisation** : chômage structurel en hausse (graphique 2a, puisque les services ont des gains de productivité plus faibles), recul du niveau de qualification des emplois, déficit extérieur structurel (graphique 2b). **D'autres pays auront besoin de se réindustrialiser** (en particulier dans le sud de la Zone Euro, graphiques 3a/3b), **d'autres veulent conserver une industrie de grande taille**, comme l'Allemagne (graphiques 3a/3b).

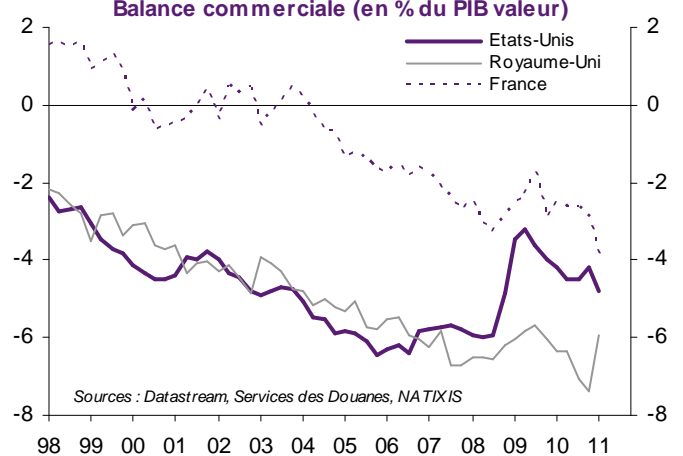
Graphique 2a

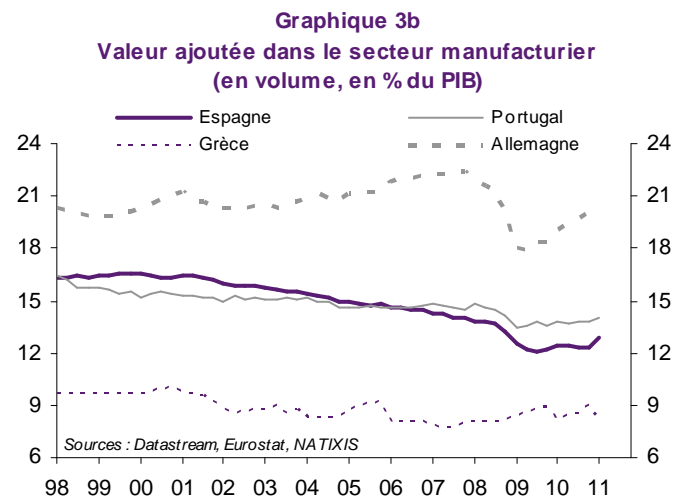
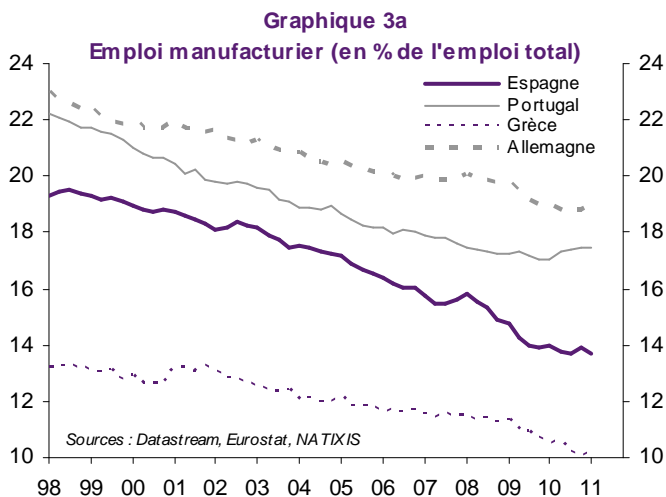
Taux de chômage



Graphique 2b

Balance commerciale (en % du PIB valeur)





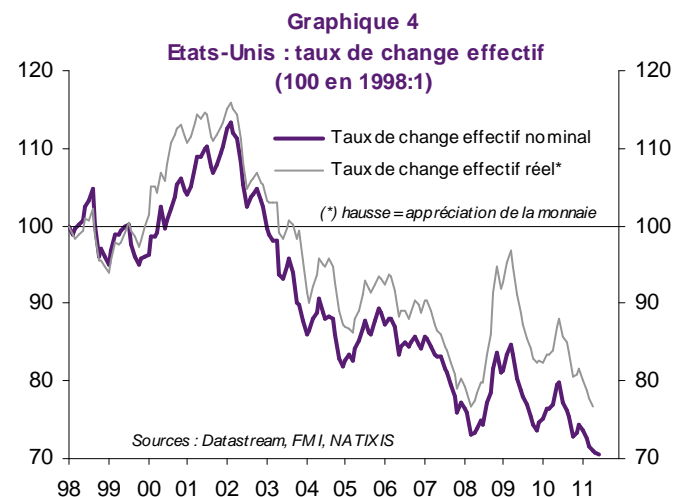
Nous nous intéressons ici à la comparaison entre les deux méthodes possibles pour réindustrialiser :

1. la mise en place d'un environnement macro- et micro-économique supposé être favorable à la réindustrialisation ;
2. l'interventionnisme étatique direct, la « politique industrielle ».

Stratégie de l'environnement économique

Cette stratégie est celle privilégiée par les républicains américains, le gouvernement conservateur britannique, l'Allemagne. A des degrés différents selon les cas, cette stratégie inclut :

- la dépréciation du change, afin d'aider l'industrie à retrouver des parts de marché. Ceci est très clair aujourd'hui aux Etats-Unis (graphique 4), et pourra le devenir au Royaume-Uni ;



- réduction des dépenses publiques, en particulier pour permettre la réduction de la pression fiscale dans un sens favorable aux entreprises. C'est clairement ce que voudraient faire les républicains américains ; c'est ce que commencent à faire les conservateurs britanniques (encadré 1), c'est ce qu'on fait les allemands depuis le début des années 2000 (graphiques 5a/5b). La restructuration des impôts va évidemment dans le même sens : réduction des charges sociales des entreprises, réduction des impôts sur les profits des entreprises, compensées par la hausse des impôts indirects (de la taxation de la consommation) ;

Encadré 1

Royaume-Uni : principales mesures de politique économique annoncées par le gouvernement

Le plan présenté par le chancelier de l'échiquier Georges Osborne le 22 juin et les mesures déjà adoptées en mai prévoient au total 128 milliards£ d'économies (9% du PIB) entre 2010 et 2015, principalement via une réduction des dépenses. Il présentera au parlement le 20 octobre prochain, le détail des effets attendus des mesures du programme de consolidation budgétaire et la répartition des ressources entre les différents départements (Spending Review).

Baisse des dépenses

13 mai

Baisse immédiate de 5% du salaire des membres du gouvernement complétée par un gel pendant toute la durée du nouveau parlement (3 millions£ d'économie sur la législature).

16 mai

Baisse de deux tiers des bonus qui seront distribués aux hauts fonctionnaires et hauts responsables du NHS
15 millions£ d'économies sur l'exercice en cours (2010-2011).

24 mai

Ensemble de mesures visant à réduire de 6,2 milliards£ les dépenses du gouvernement sur l'exercice en cours. Principalement :

- baisse des dépenses de fonctionnement (consultants, transports) (1,15 milliard£);
- report et ajournement de certains contrats et projets ; renégociation des contrats avec les principaux fournisseurs du gouvernement afin de diminuer les coûts (1,7 milliards£),
- baisse de 1,165 milliard£ des subventions accordées aux autorités locales.

Budget juin 2010 (22 juin)

- gel pendant deux ans des salaires dans la fonction publique (excepté pour les fonctionnaires gagnant moins de 21 000£) ;
- accélération du relèvement de l'âge de la retraite à 68 ans ;
- baisse des allocations familiales versées : gel pendant trois ans, radiation des familles dont les revenus dépassent 40 000£ ;
- suppression du programme *Health and Pregnancy Grant* destiné aux femmes enceintes ;
- indexation des allocations versées à l'inflation ;
- versement de l'allocation pour les personnes handicapées sous appréciation médicale à partir de 2013 ;
- plafonnement des allocations logement à 400£ par semaine ;
- réduction des crédits d'impôts pour les ménages gagnant plus de 40 000£ ;
- gel à 7,9 milliards£ par an du *Civil List* (argent public versé à la Reine).

Hausse des prélèvements

Budget juin 2010 (22 juin)

- mise en place d'un impôt sur les banques et sociétés de crédit immobilier à partir du premier janvier 2011 (taux de 0,07% appliqué sur le bilan des banques avec un taux initial de 0,04% en 2011) ;
- hausse du taux standard de TVA à 20% le 4 janvier 2011 (contre 17,5% actuellement), les produits alimentaires, les vêtements pour enfants, les journaux et livres en restent exempts ;
- augmentation de l'impôt sur les gains en capital à 28% (contre 18% actuellement) pour les contribuables soumis au taux d'impôt le plus élevé ; abattement fixe à 10 000£.
- abandon de l'exemption fiscale pour l'industrie des jeux vidéo.
- Mais réduction des cotisations sociales sur les 10 premiers employés pour les entreprises s'installant en dehors du South-East.

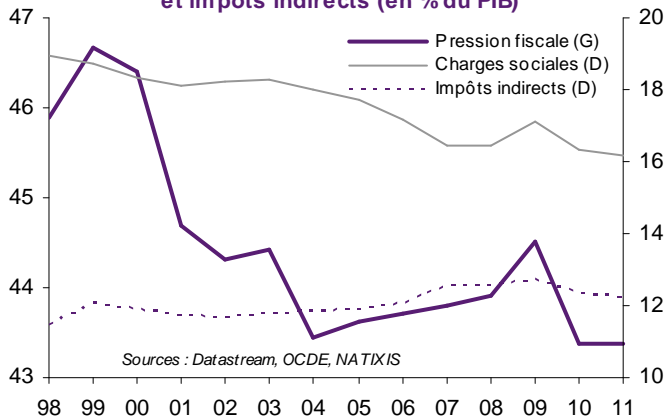
Mesures de soutien aux entreprises

Budget juin 2010 (22 juin)

- baisse de l'impôt sur les entreprises de 1% chaque année à partir de 2011-2012 (de 28% à 24%). Baisse de 20% dès le prochain exercice pour les entreprises à faible profit ;
- augmentation du fonds de garantie Enterprise Finance Guarantee ;
- création d'un nouveau fond de financement, Growth Capital Fund ;
- compensation de la hausse de 1% des cotisations sociales des employeurs (National Insurance Contributions), mise en place par le gouvernement sortant et effective en avril 2011, en augmentant le seuil de cotisation à 21£ par semaine.

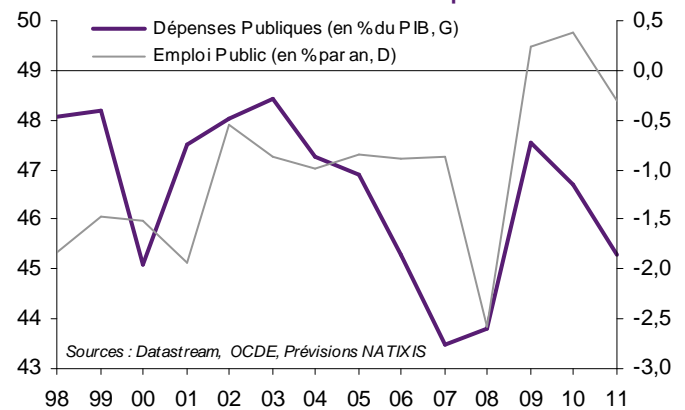
Graphique 5a

Allemagne : pression fiscale, charges sociales et impôts indirects (en % du PIB)



Graphique 5b

Allemagne : dépenses et emploi dans l'Administration Publique



- **flexibilisation du marché du travail** (licenciements plus faciles, système d'indemnisation du chômage incitant au retour à l'emploi) ;
- **réduction des emplois publics** avec la théorie sous-jacente que **transformer des emplois publics en emplois privés est efficace**, accroît la productivité. Ceci est clair aujourd'hui dans la pensée des républicains américains (**encadré 2**), des conservateurs britanniques (**encadré 1**), en Allemagne (**graphique 6**).

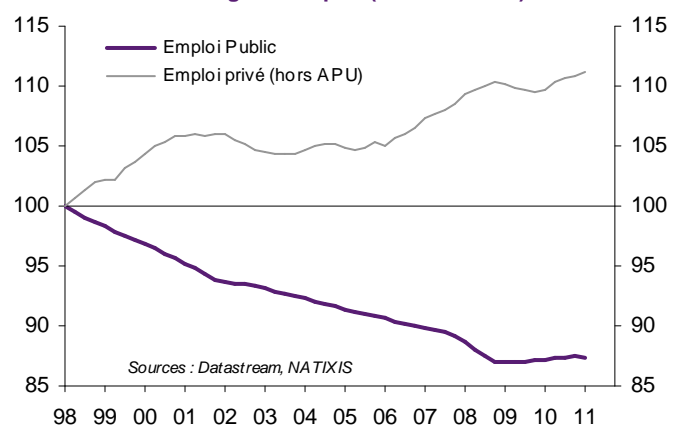
Encadré 2

Programme économique des républicains américains

Pour le moment, hors mis le projet de réforme budgétaire de Paul Ryan, les Républicains n'ont pas présenté d'autres programmes économiques. Toutefois, au travers des discours des membres du parti, on observe que les grandes lignes des idées Républicaines concernant l'économie restent assez proches de ce projet :

- Baisse des dépenses publiques avec pour objectif la réduction de la taille de l'Etat (favoriser la sphère privée de l'économie).
- Abrogation de la réforme de la santé du président Obama
- Extension permanente des baisses d'impôts de l'administration Bush
- Baisse des taux d'imposition sur les individus et les entreprises et clôture des « loopholes »

Graphique 6
Allemagne : emploi (100 en 1998:1)



Stratégie de l'interventionnisme étatique

L'autre stratégie (menée par les démocrates américains, la France) est la stratégie de l'interventionnisme étatique : l'Etat investit dans des infrastructures publiques importantes, afin de développer les entreprises de ce secteur (encadré 3) ; l'Etat soutient des secteurs jugés comme stratégiques (aviation, militaire, télécom, électronique, encadrés 3 et 4), l'Etat soutien les entreprises innovantes (encadré 5).

Encadré 3

Dépenses en infrastructures dans les énergies nouvelles, dans l'électricité décidées par l'Administration Obama

Le dernier projet gouvernemental concernant les énergies nouvelles et l'électricité a été mis en place avec le stimulus fiscal de 2009 (ARRA). Le président Obama avait annoncé son intention de doubler la production des énergies renouvelables sur les années 2010-12. Une part importante de ce projet est dédié à promouvoir l'efficacité énergétique (notamment via l'amélioration des infrastructures) et les énergies renouvelables (tableau).

Financement des projets d'énergie et d'environnement	\$Mds
Efficacité énergétique et énergies renouvelables	16,8
Garanties fédérales pour les crédits dédiés aux systèmes des énergies renouvelables et de la transmission d'électricité	6
Subventions d'états pour les projets d'infrastructure d'eau	5,8
Autres projets énergétiques y compris le programme de rénovations des grilles électriques ("smart grid", \$4,4Md)	22,4
Autres projets d'environnement y compris le développement des parcs nationaux	4,7
Allocations pour la recherche scientifique liées aux énergies (Fondation Nationale des Sciences, Bureau de la Recherche du Département de l'Energie, NASA)*	5
Autres	1
Total	61,7

*Allocations à la Fondation Nationale des Sciences (\$3Md), au Bureau de la Recherche du Département de l'Energie pour les projets sur les biocarburants, la physique nucléaire et des énergies de la fusion (\$1,6Md), à la NASA pour la recherche sur le climat (0,4Md\$)

Encadré 4

France : dépenses du Grand Emprunt

La mobilisation de 35 milliards d'euros dans le cadre du grand emprunt lancé en 2010 vise à financer des nouveaux programmes d'investissement dans des « secteurs d'avenir ».

Cinq « axes prioritaires » sont identifiés :

- Enseignement supérieur et formation (11 milliards d'euros) : cinq à dix initiatives d'excellence seront financées et 1 milliard d'euros affectés pour bâtir le campus scientifique et technologique européen sur le plateau de Saclay ; 20 000 places supplémentaires seront également mises à disposition dans les internats d'excellence pour promouvoir l'égalité des chances ;
- Recherche (7,9 milliards d'euros) : l'objectif est de créer des instituts de recherche technologique, de développer les équipements de recherche, et encourager la valorisation des brevets industriels. 3,5 milliards d'euros iront au renforcement du dispositif français de valorisation de la recherche, 2,4 milliards d'euros aux secteurs de la santé et des biotechnologies ;
- Filières industrielles et PME (6,5 milliards d'euros) : les cibles prioritaires sont le renforcement des fonds d'amorçage, le dispositif d'aide à la réindustrialisation, l'entrepreneuriat social et solidaire, le renforcement de l'action d'Oséo et des pôles de compétitivité ainsi que le financement de projets dans les secteurs porteurs (automobile, aéronautique, espace, ferroviaire) ;
- Développement durable (5,1 milliards d'euros) : soutenir les phases de recherche ou de pré-industrialisation dans les écotechnologies et les énergies décarbonées (énergies renouvelables, nucléaire) ;
- Economie numérique (4,5 milliards d'euros) : 2 milliards d'euros seront alloués à l'accélération du déploiement national du très haut débit et 2,5 milliards d'euros au développement des nouveaux services, usages et contenus numériques.

Encadré 5 France : secteurs soutenus par le FSI

Le total des actifs du FSI se monte fin 2010 à 21,8 milliards d'euros. Présent à hauteur de 13,67% dans le capital de France Telecom, grâce à la participation apportée par la CDC lors de la création du fonds, de 10,9% de ST Microelectronics et de 8,5% de Gemalto, le FSI est principalement présent dans le secteur des Technologies de l'Information et de la Communication. La participation au capital de France Telecom représente à elle seule plus de 7Md€ d'actifs. Actionnaire de 19,28% d'Eiffage (représentant plus de 700M€ d'actifs), le FSI également fortement engagé dans le secteur de la construction. Le fonds est enfin présent dans le secteur des énergies et de l'environnement, avec une participation de 38% au capital de la Saur, et de 5,28% de Vallourec. Il est également présent, à une moindre échelle, dans le secteur automobile, par le biais de sa participation 5,9% dans le capital de Valeo.

L'idée théorique est que l'Etat doit soutenir la demande dans les secteurs où il veut qu'apparaisse une offre compétitive, que spontanément le marché ne développe pas les entreprises d'avenir.

Synthèse : le «vrai débat droite-gauche»

Pratiquement tous les pays de l'OCDE veulent se réindustrialiser ou veulent conserver une industrie de grande taille. **Il nous semble que le «vrai débat droite-gauche» va porter sur la nature des politiques de réindustrialisation :**

- **à droite**, des politiques économiques visant à mettre en place un environnement favorable (ou supposé tel) à la réindustrialisation : fiscalité, règles du marché du travail, poids de l'Etat et de l'emploi public, taux de change ;
- **à gauche**, des politiques interventionnistes étatiques : financement d'infrastructures, de projets industriels, soutien des entreprises innovantes...

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 conseillers, 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 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'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 événements 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 conseillers 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