

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

15 juillet 2010 – N° 365

La situation grecque à la lumière de la crise argentine de 2001

De nombreux observateurs et analystes ont comparé la crise grecque de 2010 à la crise argentine de 2001, afin d'en évaluer l'issue la plus probable. Comme on le sait, la crise argentine avait conduit au défaut du pays.

Ainsi, il a récemment été argumenté que l'ampleur des déficits et des déséquilibres de la Grèce (notamment les déficits budgétaire et extérieur et les ratios d'endettement public) étant beaucoup plus forte que dans le cas de l'Argentine du début des années 2000, la perspective de l'insolvabilité y est bien plus marquée (N. Roubini, « It is time to face reality over Greece's debt », Financial times, 29/06/2010).

Nous revenons ici sur les similitudes et les différences de ces deux crises souveraines, afin de mettre en évidence les spécificités de la crise grecque. Il en résulte que la perspective d'un défaut sur la dette grecque dépend surtout de la spirale récessive dans laquelle l'économie grecque est enlisée aujourd'hui. En même temps, les différences existantes entre les deux crises pourraient permettre d'éviter la perspective d'un défaut de la Grèce. La spécificité de la crise grecque et les probables conséquences d'un défaut sur le système financier européen constituent de fait une incitation puissante pour tenter de l'éviter via une solution coopérative mieux organisée que dans le cas argentin.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteurs :

Jésus CASTILLO

Carlos QUENAN

Eric RABARISON

Jusqu'où peut-on comparer les situations argentine et grecque ?

A la fin des années 90, l'Argentine a dû faire face à une grave crise qui a conduit le pays à faire appel au FMI, puis à faire défaut avant de procéder à une importante dévaluation de sa monnaie.

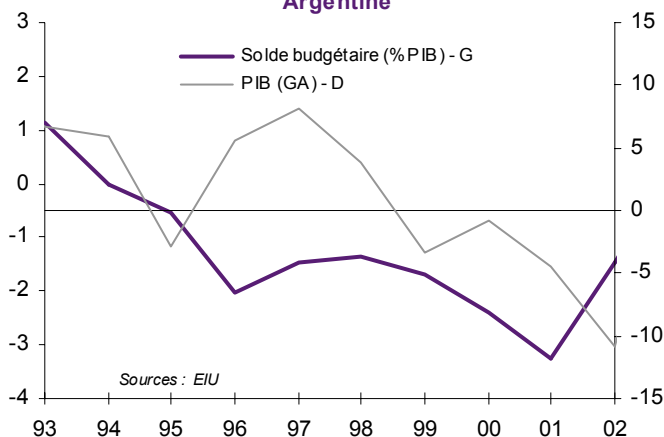
Nous essayons ici de mettre en lumière les similitudes et les différences entre la situation de l'Argentine entre 1998 et 2002, et la Grèce aujourd'hui.

Trois similitudes majeures

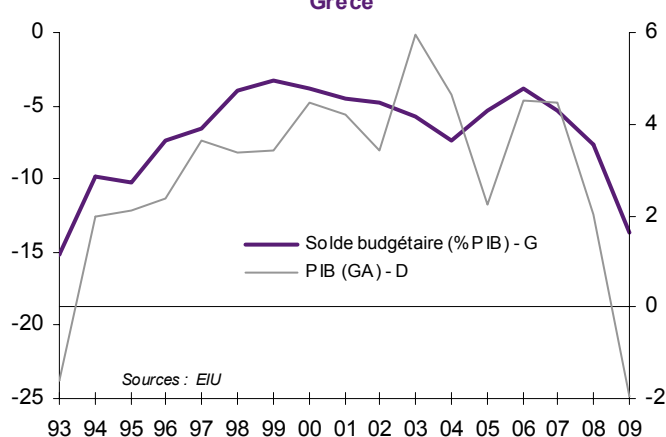
#1 Déficits budgétaire et extérieur persistants

Tout comme l'Argentine dans les années 90, la Grèce a cumulé des déficits publics importants au cours des années 2000 qui aboutissent à une augmentation de son endettement public et extérieur (**graphiques 1a, b, c, d, e**). Même si les déséquilibres sont plus prononcés dans le cas grec (surtout au niveau du déficit budgétaire, qui était en Argentine d'un peu plus de 3% du PIB au moment du défaut et qui est de près de 14% du PIB en Grèce en 2010), dans les deux situations on a abouti à la fin des financements de marchés et au besoin de mettre en place des plans de redressement : le « blindage » dans le cas argentin, en novembre 2009, et le plan de sauvetage de mai 2010 dans le cas de la Grèce.

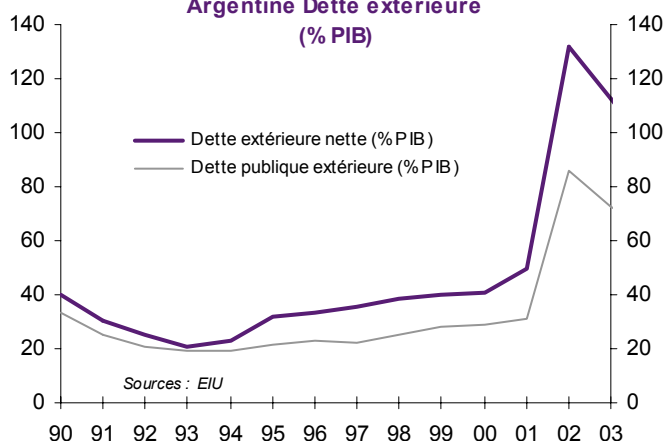
Graphique 1a
Argentine



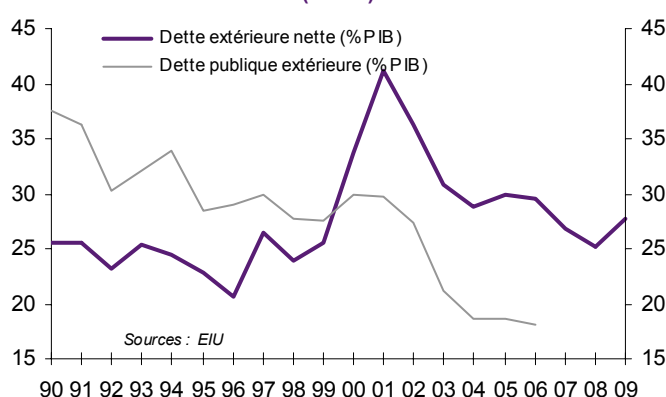
Graphique 1b
Grèce



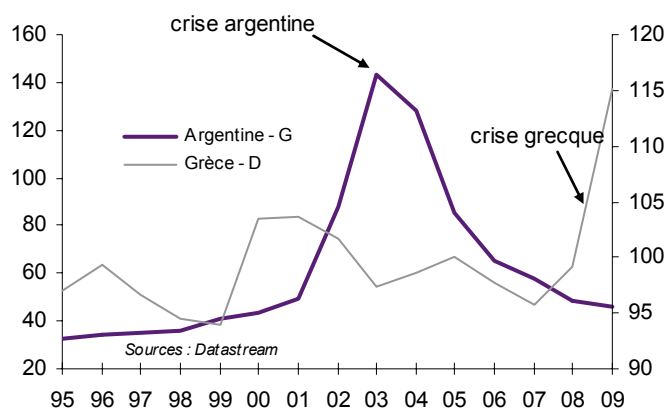
Graphique 1c
Argentine Dette extérieure (% PIB)



Graphique 1d
Grèce Dette extérieure (% PIB)



Graphique 1e
Dettes publiques (% PIB)



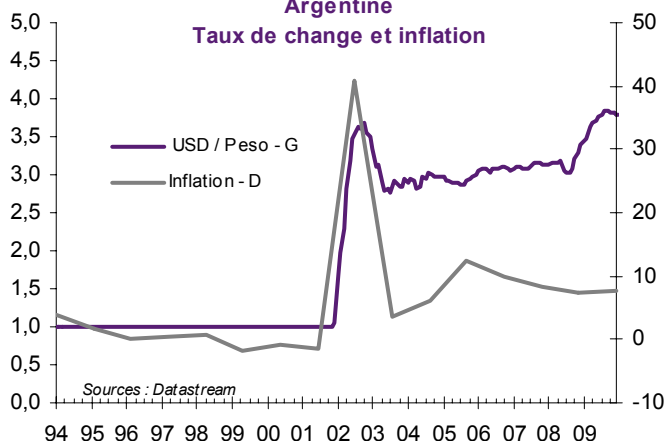
#2 Perte de compétitivité et contraintes découlant d'un régime de change fixe

Pour en finir avec l'hyperinflation qu'elle a connue à la fin des années 80, l'Argentine a mis en place un *currency board* en 1991 et a ancré son taux de change sur le dollar américain (**graphique 2a**) au moyen d'une parité fixe (1 peso = 1 dollar). De même, en entrant dans la zone euro en 2001, la Grèce devient membre d'une union monétaire et ne peut plus manier, de manière unilatérale, sa politique monétaire et de change (**graphique 2b**).

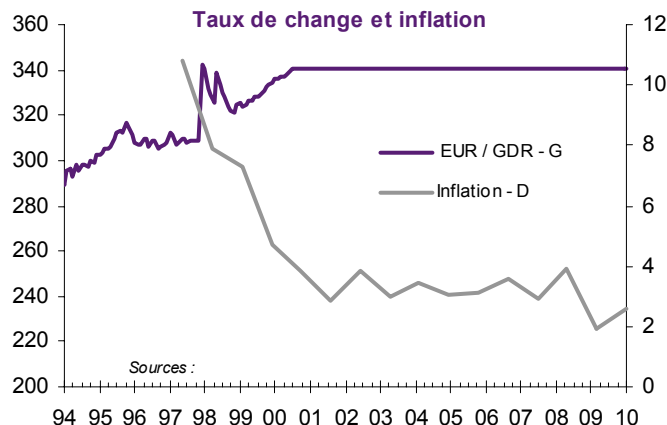
Dans les deux cas, on constate une perte de compétitivité. Dans le cas de l'Argentine, la maîtrise initiale de l'inflation est contrariée à partir de 1997 par la dévaluation des monnaies des autres émergents suite aux crises asiatique et russe. La crise du real et la dévaluation qui en résulte au Brésil, principal partenaire commercial de l'Argentine à ce moment-là, induit une forte appréciation du taux de change effectif réel du peso argentin avant sa brutale dépréciation associée à l'abandon du *currency board* et de la parité fixe (**graphique 3**). Dans le cas de la Grèce l'appréciation de l'euro au cours des années 2000 se double d'un écart persistant entre l'inflation grecque et celle de la zone euro (**graphique 4**).

Qui plus est, dans les deux cas, le manque de compétitivité ne peut pas être résolu par une dévaluation. Cela contraint les pays à tenter de rétablir la compétitivité par les variables nominales (par exemple une réduction de salaires nominaux ou des retraites).

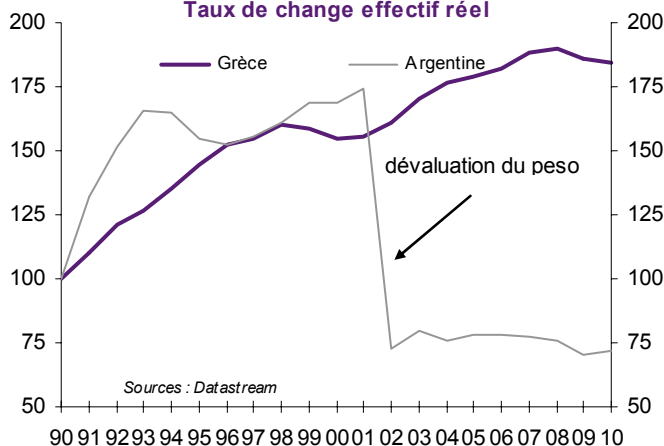
Graphique 2a
Argentine
Taux de change et inflation



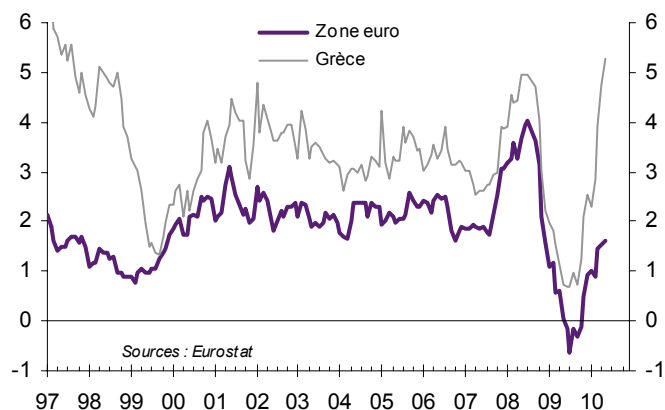
Graphique 2b
Grèce
Taux de change et inflation



Graphique 3
Taux de change effectif réel



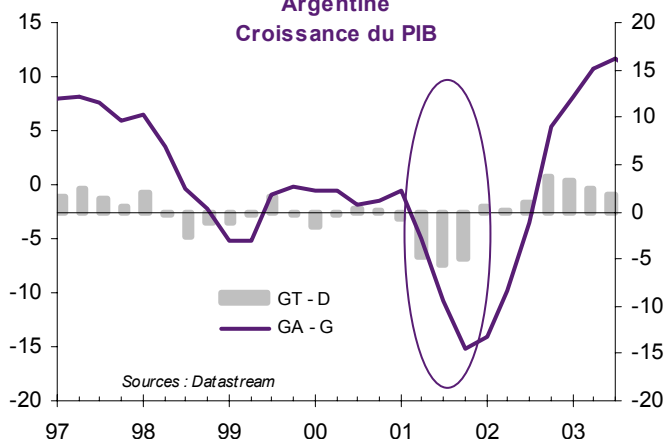
Graphique 4
Inflation



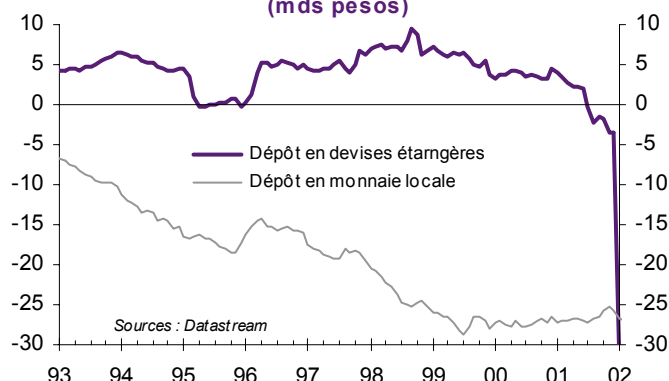
#3 Installation de l'économie dans la récession

A partir du deuxième semestre 1998 l'économie argentine entre dans une récession qui s'approfondit en 2001 et se prolonge jusqu'au T2 2002 (**graphique 5**). Les déficits s'aggravent et le pays ne parvient plus à se financer sur les marchés de capitaux. Les taux d'intérêt s'envolent. Le plan d'austérité qui est alors mis en place en accord avec le FMI ne suffit pas à redresser la situation financière du pays. Au contraire, le « blindage » de novembre 2000 impliquant des déboursements trimestriels de l'aide en fonction du respect des critères de conditionnalité, la réduction des salaires nominaux des fonctionnaires et l'effondrement de la croissance débouchent sur des anticipations de plus en plus négatives des agents économiques. L'engagement d'une spirale déflationniste aggrave la dérive de la situation budgétaire, induit la fuite des dépôts (**graphiques 6a, b**), la diminution des réserves de changes et, dans un cadre de mécontentement généralisé de la population, se traduit par la crise multidimensionnelle (économique et politique) de décembre 2001 qui trouve son paroxysme dans le défaut unilatéral sur la dette publique et l'éclatement du *currency board*.

Graphique 5
Argentine
Croissance du PIB

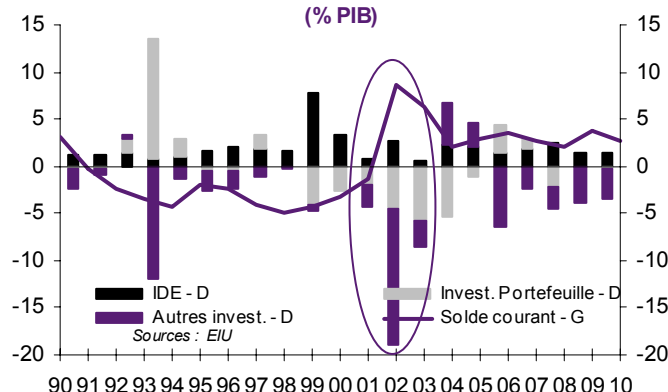


Graphique 6a
Argentine
Variation sur un an des dépôts
(mds pesos)



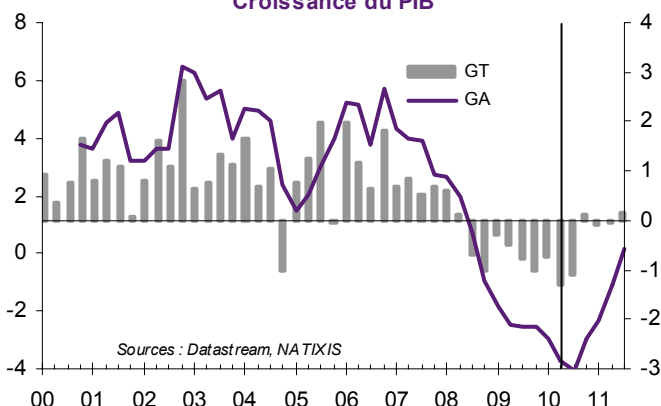
Graphique 6b
Argentine

Solde courant et flux nets de capitaux
(% PIB)



Graphique 7
Grèce

Croissance du PIB



Dans le cas de la Grèce, on constate également l'installation de l'économie dans la récession à partir du premier trimestre 2009 (**graphique 7**). Comme en Argentine, un certain nombre de mesures impliquant une diminution nominale des rémunérations (**tableau 1**) suite à l'intervention du FMI et de l'UE se traduisent par la mise en place d'un plan d'austérité radical (également contesté par la population). Celui-ci devrait effectivement se traduire par une profonde récession. Toutefois, l'ampleur de l'aide du FMI et de l'Union européenne accordée à la Grèce (**tableau 2**), avec l'achat d'obligations souveraines par la Banque Centrale Européenne, permet d'éviter la crise de liquidité. Le refinancement de la Grèce est ainsi assuré.

Mais, le danger d'une crise de solvabilité ne peut pas être exclu, si on tombe dans un cercle vicieux d'anticipations négatives comme en Argentine. Les sorties de capitaux et la baisse des dépôts sont révélateurs de ce type de crise de défiance (**graphiques 8, 9**). Néanmoins, dans le cas de la Grèce on constate que les sorties de capitaux se sont rapidement stabilisées.

Tableau 1 - Grèce : décomposition du plan d'austérité (% PIB)

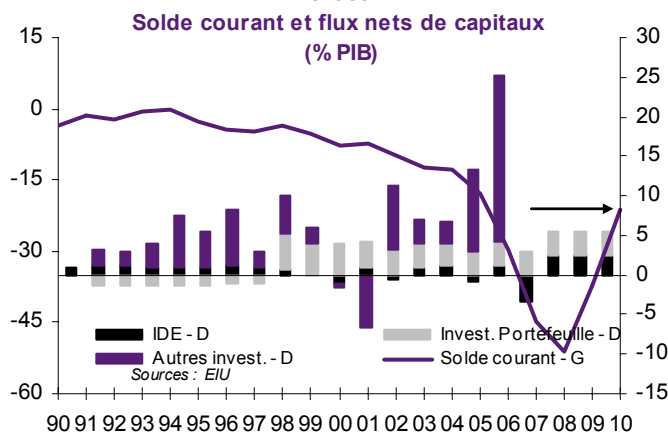
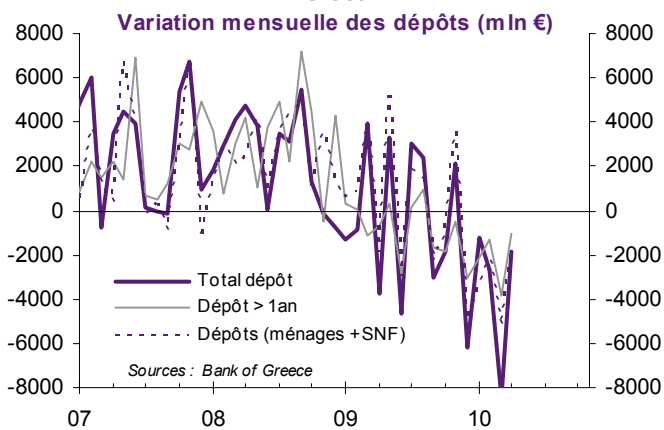
	2010	2011	2012	2013	Cum.
Total	2,5	4,1	2,4	2	11,1
Recettes	0,5	3	0,8	-0,3	4
Taxe spéciales	0,2	0,3	0,1		0,6
TVA	0,3	0,9	0,2		1,5
Impôts / revenu		0,2	0		0,2
IS		0,4			0,4
Taxe foncière		0,8	0,1	0	0,9
Autre		0,4	0,3	-0,3	0,4
Dépenses	2	1,1	1,7	0,5	5,3
Salaires	0,5	0,2	0,3	0,2	1,2
Retraites	0,8	0,3	0,1	0,1	1,3
Transfert sociaux	0,2	0	0,2		0,4
Dépenses courantes	0,3	0,4	0,2	0,2	1,1
Subventions			0,7		0,7
Investissement	0,2	0,2	0,2		0,7
Réformes structurelles				1,8	1,8

Sources: Gouvernement grec, FMI.

Tableau 2 : Besoin de financement de la Grèce (mds €)

	2010			2011				2012				2013	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Besoin de financement	18,0	11,4	5,4	14,4	13,7	11,0	5,5	7,9	6,4	5,6	3,8	3,1	3,1
Décaissement de l'aide	20,0	9,0	9,0	15,0	12,0	8,0	5,0	10,0	6,0	6,0	2,0	6,0	2,0
- dont FMI	5,5	2,5	2,5	4,1	3,3	2,2	1,4	2,7	1,6	1,6	0,5	1,6	0,5
- dont UE	14,5	6,5	6,5	10,9	8,7	5,8	3,6	7,3	4,4	4,4	1,5	4,4	1,5

Sources : FMI, Commission européenne

Graphique 8
GrèceGraphique 9
Grèce

Deux différences notables

D'une part, dans le cas de la Grèce, malgré les hésitations de l'Allemagne, il y a un garant/prêteur en dernier ressort comme en témoigne l'ampleur des concours apportés par le FMI et l'Union européenne. Dans le cas de l'Argentine, les relations ont été conflictuelles entre ce pays et les institutions financières internationales tout au long de la période 1998-2001 à tel point que l'acte final de la crise est précipité, début décembre 2001, par la décision du FMI de suspendre ses déboursments.

D'autre part, la crise grecque pourrait être, dans le cadre de l'actuelle crise internationale, la première d'un cycle de crises européennes du fait de la dégradation persistante des déficits et des ratios d'endettement public de plusieurs pays du vieux continent (Espagne, Portugal, mais aussi Royaume-Uni...). En revanche, la crise argentine de 2001 a été la dernière du cycle de crises des pays émergents de la fin des années 90, début des années 2000 et son potentiel de contagion était d'autant plus faible que l'économie mondiale redevenait dynamique.

Un enjeu décisif : qui détient la dette publique ?

Dans le cas de l'Argentine en 2001, il s'agissait d'une dette obligataire détenue par une grande variété d'investisseurs (fonds d'investissement et de pension, banques, petits porteurs, ...) et d'origine géographique très diversifiée.

En Grèce, la dette publique est principalement détenue par les banques domestiques et celles des grands pays de la zone euro (Allemagne, France) et le Royaume-Uni. La question de la détention de la dette publique est donc déterminante. Le défaut de la dette grecque en raison de sa concentration (par type de porteur et par pays) aurait alors des conséquences néfastes pour le système financier européen dans son ensemble.

Dans le cas grec, il y a donc plus d'incitations à mettre en place un plan de sauvetage consistant à empêcher la contagion effective des autres économies européennes.

Conclusion

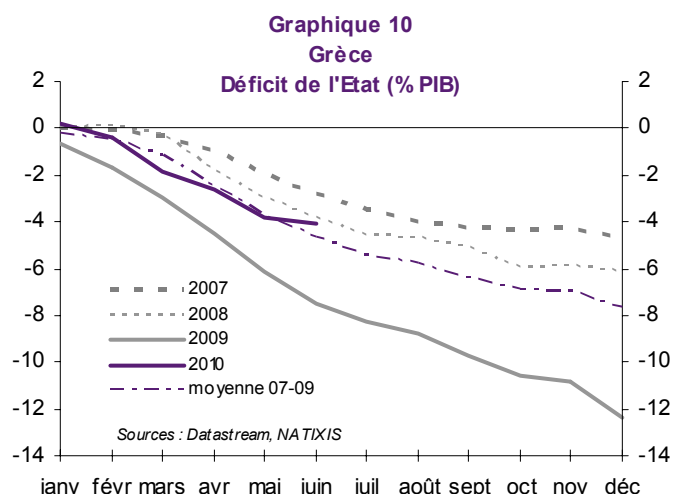
Une comparaison systématique des crises de l'Argentine en 2001 et de la Grèce en 2010 suggère de nombreuses similitudes. Même si dans le cas de la Grèce les déséquilibres sont plus prononcés, on trouve dans les deux pays un creusement important des déficits et de l'endettement publics avec une remontée des taux d'intérêts, du coût du service de la dette et la fermeture de l'accès aux marchés de capitaux. Plus important encore, dans les deux cas, la fixité du change pousse vers des ajustements sur les variables nominales, ce qui crée les conditions d'une récession longue et profonde.

Dès lors, la principale menace qui plane sur la situation grecque est la perspective d'une crise de solvabilité si l'on tombe dans le cercle vicieux d'anticipations négatives comme en Argentine.

Toutefois, à la différence du cas argentin, dans celui de la Grèce on constate l'existence d'une volonté politique, au plan international, d'éviter le défaut. Après de maintes hésitations, l'Union européenne s'est engagée dans le soutien à la Grèce et le FMI a été beaucoup plus réactif par rapport à ce pays qu'en Argentine au début des années 2000. Il semble clair que dans le cas de la Grèce il existe de fortes incitations pour mettre en place un plan de sauvetage qui empêche le défaut et l'aggravation des effets de contagion à l'égard des autres économies européennes affectées par une dégradation de leurs ratios d'endettement public, mais aussi pour protéger le système bancaire européen détenteur de la dette grecque.

Encore faut-il que le plan de sauvetage soit efficace et que la contrainte de retour aux équilibres que l'on impose à la Grèce soit réaliste pour éviter que ce pays ne s'enlise dans une spirale déflationniste. Au final trois scénarios semblent se dessiner :

- Tout d'abord, on ne peut pas exclure le fait que les efforts de consolidation entrepris par la Grèce, malgré les risques déflationnistes, portent leurs fruits. Les chiffres du déficit de l'Etat au cours du premier semestre 2010 montrent une nette amélioration de la situation (graphique 10). D'ailleurs le retour sur les marchés de capitaux de la Grèce le 13 juillet, après plus de trois mois d'absence s'est passé dans de bonnes conditions (émission de 1,625 mds € à 6 mois à 4,65% avec un *bid to cover* de 3,64).



Cependant, si ce scénario optimiste ne se concrétise pas on pourrait imaginer les deux alternatives suivantes :

- soit on laisse davantage de temps à la Grèce pour réduire ses déséquilibres, ce qui suppose de continuer à financer le pays jusqu'à ce qu'il soit en mesure de retourner normalement sur les marchés de capitaux ;
- soit une restructuration à froid de la dette est envisagée, mais se pose alors la question du montant des pertes que les créanciers de la Grèce peuvent accepter sans provoquer une nouvelle crise de défiance vis-à-vis du système financier.

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 acceptée 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 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 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