NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

29 avril 2014 – N° 336

Royaume-Uni : voit-on les signes d'une vraie reprise ?

Au cours des derniers trimestres, la reprise s'est confirmée au Royaume-Uni, le PIB progressant de 1,7% en 2013.

Mais le rebond des chiffres de la croissance ne se traduit pas par une véritable amélioration de l'économie. Les éléments d'une reprise cyclique et durable - c'est-à-dire une reprise soutenue par l'investissement des entreprises et par ses effets induits - sont encore loin d'être en place.

Dans un contexte de faiblesse des salaires, la politique monétaire ultra accommodante et les programmes dédiés au marché immobilier ont constitué les principaux soutiens à la croissance via les effets de richesse positifs. Mais ces effets vont progressivement se dissiper, la reprise de l'endettement annulant une partie de la hausse des actifs.

Les perspectives à court-moyen terme sont étroitement liées à la dissipation des déséquilibres qui caractérisent aujourd'hui la croissance britannique. Dans un premier temps, les déficits d'investissement et productivité, condition préliminaire à une reprise des salaires et à une progression « autonome » de la consommation, doivent être corrigés.

Dans un second temps, le déficit courant, qui est aujourd'hui considérable en raison de l'ampleur du déficit public et fragilisé par la détérioration de la capacité de financement des ménages (baisse du taux d'épargne) pourra être alors significativement réduit.

Nous sommes plutôt confiants dans l'évolution de l'économie britannique mais restons prudents sur la vitesse des ajustements à venir. Si ces déséquilibres étaient amenés à perdurer, la croissance pourrait rester encore longtemps sous perfusion monétaire.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Nathalie Dezeure

Disponible sur App Store

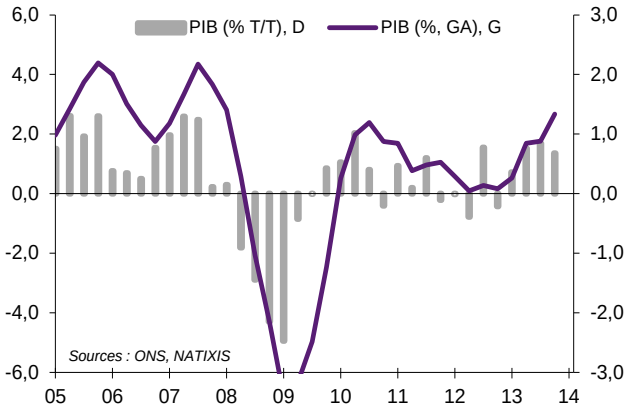
Résultats récents : quantité n'est pas qualité

La croissance enregistrée en 2013 a été nettement supérieure aux attentes, surperformant les prévisions de croissance annoncées début 2013. A 1,7% en moyenne sur l'année elle est en effet nettement au-dessus des projections du consensus (+0,9% annoncé en mars 2013) ou encore de celle de la BoE (+0,9% en février 2013) et de l'OBR (+0,6% en mars 2013).

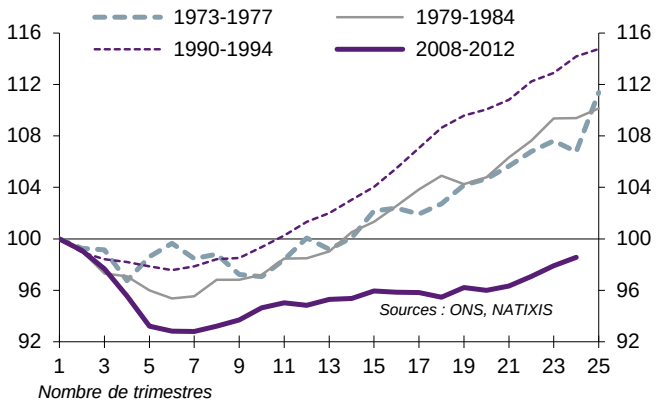
Les résultats affichés tout au long de l'année écoulée ont confirmé le retour de la croissance, avec quatre hausses trimestrielles consécutives et un glissement annuel du PIB qui est passé de 0,2% fin 2012 à 2,7% fin 2013 (**graphique 1**).

Cette évolution a permis au PIB de récupérer une partie du terrain perdu depuis la crise. Il reste cependant encore inférieur de 1,4% à son niveau du T1 2008. Par ailleurs, la reprise apparaît toujours particulièrement poussive par rapport aux autres épisodes de récession qui ont émaillé les quarante dernières années (**graphique 2**).

Graphique 1
Evolution du PIB



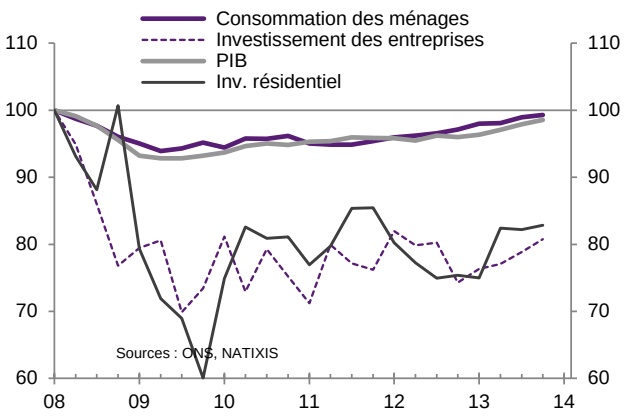
Graphique 2
Evolution du PIB au cours des dernières récession (100=niveau pré-crise)



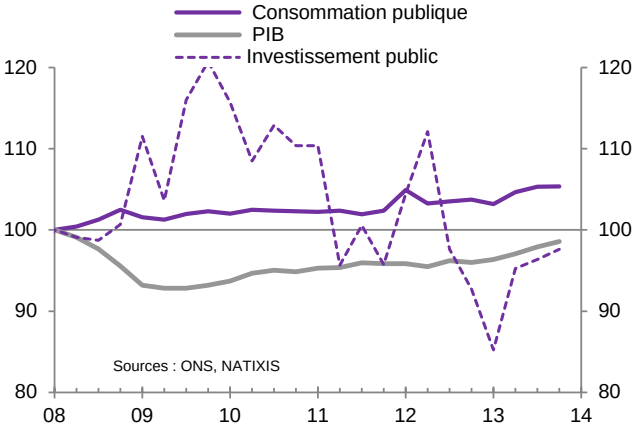
Cette lente sortie de crise s'explique par la nature (composition en termes de dépenses) et les caractéristiques (déficit de productivité, faiblesse de salaires) de la reprise actuelle.

En effet, la croissance a été très largement soutenue par la consommation des ménages et la consommation publique (**graphique 3**), tandis que l'investissement des entreprises et l'investissement logement sont restés particulièrement faibles (**graphique 4**). A fin 2013, si la consommation a quasiment retrouvé son niveau de début 2008 (-0,7%), l'investissement des entreprises y reste inférieur de 19,2% et l'investissement logement de 17,2%. Au final, seule la consommation publique a progressé (+5,3%).

Graphique 3
PIB et dépenses privées (100 = T1 08)



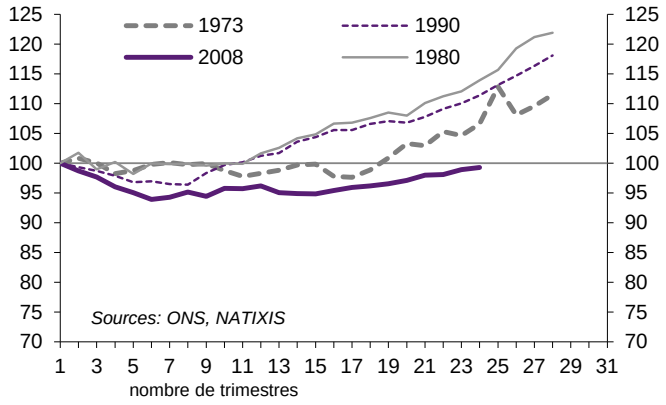
Graphique 4
PIB et dépenses publiques 100 = T1 08



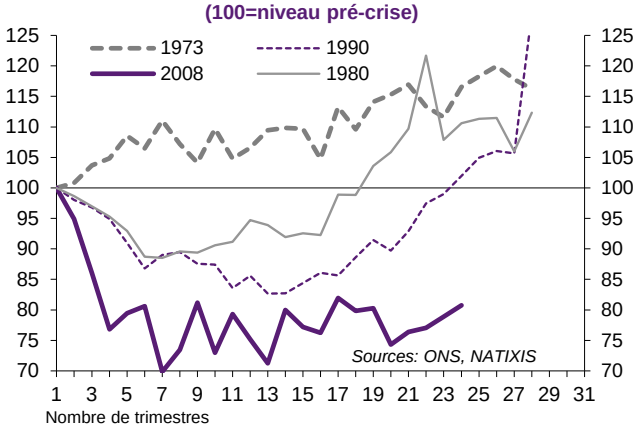
Une comparaison de la trajectoire des dépenses du secteur privé au cours des dernières récessions met en évidence une évolution relativement similaire de la consommation des ménages, bien que la reprise actuelle s'inscrive sur un rythme nettement plus modeste (**graphique 5**).

En revanche, l'évolution de l'investissement des entreprises est clairement atypique, avec à la fois une chute extrêmement brutale et une reprise particulièrement tardive (**graphique 6**).

Graphique 5
Evolution de la consommation des ménages au cours des dernières récessions (100=niveau pré-crise)



Graphique 6
Evolution de l'investissement des entreprises au cours des dernières récessions (100=niveau pré-crise)



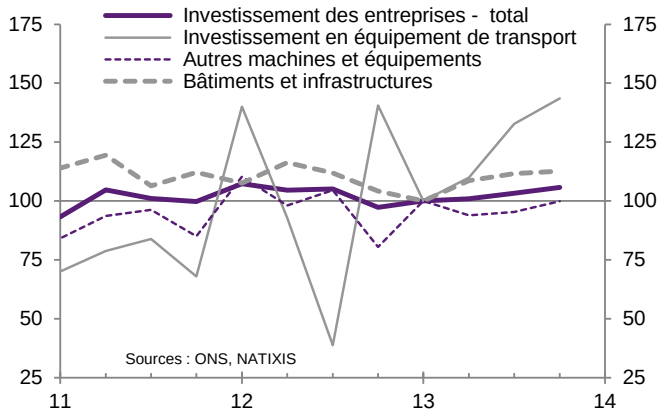
Au vu de ce constat, le rebond de la croissance observé, s'il est quantitatif, est loin d'être qualitatif. Les éléments d'une reprise cyclique et durable - c'est-à-dire une reprise soutenue par l'investissement des entreprises et par ses effets induits - sont aujourd'hui encore loin d'être en place.

Investissement : le récent rebond est « opportuniste », mais les éléments d'une prochaine reprise semblent réunis

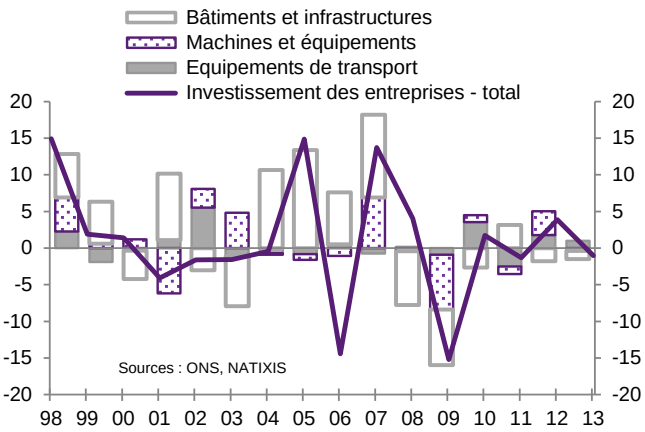
Certes, au cours des derniers trimestres, l'investissement des entreprises s'est redressé, progressant de 5,8% entre les T1 et T4 2013. Mais cette hausse a été principalement soutenue par les équipements de transports (+43,5%) et par les bâtiments et structures (y compris infrastructures) (+12,7%). Le plan de soutien aux travaux d'infrastructure (UK Guarantee) n'est pas étranger à cette évolution. De leur côté, les investissements en équipement sont restés quasiment stables (**graphique 7**).

Sur l'ensemble de l'année, le bilan est encore moins favorable, avec une baisse de l'investissement des entreprises, malgré la contribution positive du poste « transport », par nature volatil (**graphique 8**). En conséquence, le poids de l'investissement dans le PIB s'est replié en 2013 pour atteindre 8,1% (**graphique 9**).

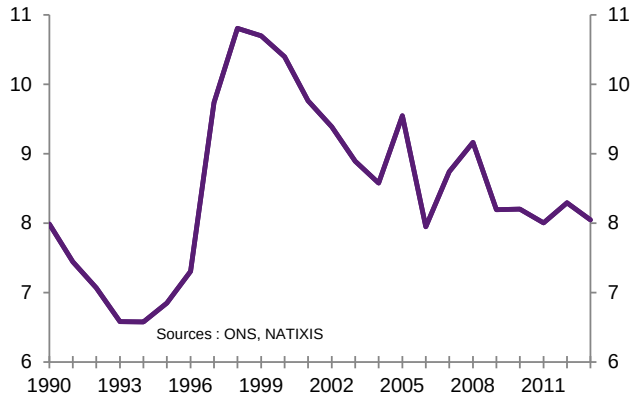
Graphique 7
Investissement des entreprises par actifs (T1 13 = 100)



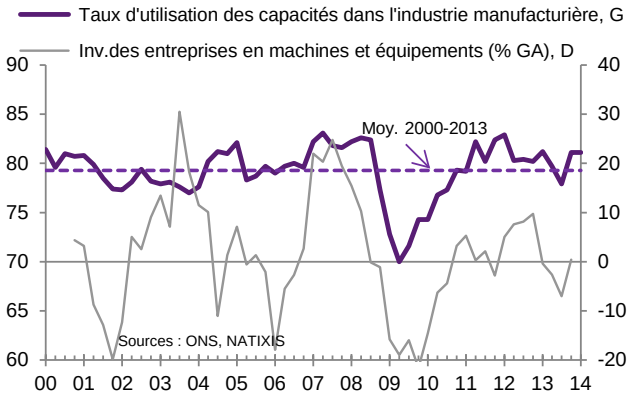
Graphique 8
Investissement des entreprises par actifs (% GA)



Graphique 9
Investissement productif (en % du PIB)

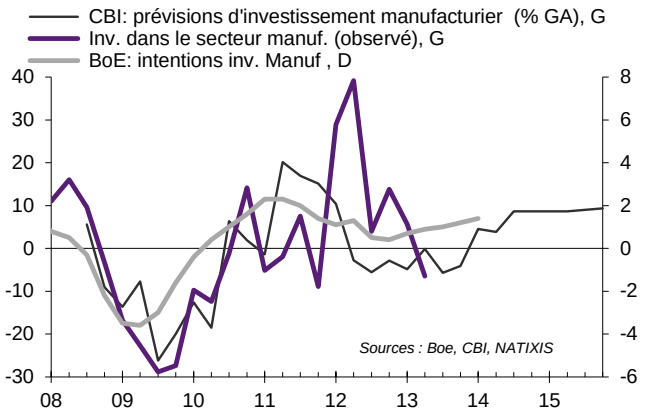


Graphique 10
Taux d'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier et investissement en équipements

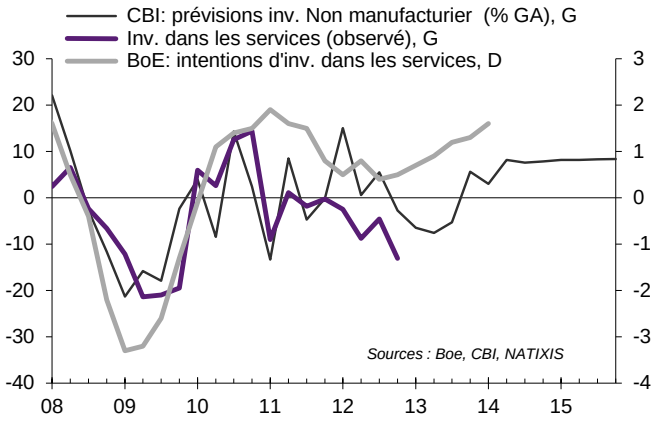


Pourtant, plusieurs éléments suggèrent que les perspectives sont plus favorables et, vraisemblablement, plus équilibrées.
D'une part, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier s'est redressé au cours des derniers trimestres, repassant au-dessus de sa moyenne de long terme (**graphique 10**). Cela devrait inciter les entreprises du secteur à investir d'autant que les perspectives de demande apparaissent globalement moins incertaines qu'au cours de la période 2012-2013.
Les données d'enquêtes suggèrent une progression relativement soutenue de l'investissement des entreprises sur 2014-2015, aussi bien dans le secteur manufacturier que dans les services (**graphiques 11 et 12**).

Graphique 11
Investissement dans le secteur manufacturier



Graphique 12
Investissement dans le secteur non-manufacturier



Dans ce contexte, les prévisions dressent un tableau positif avec des projections de croissance de l'investissement des entreprises.
Ainsi, la BoE, particulièrement optimiste, annonce une forte croissance de l'investissement des entreprises, respectivement +11,5% en 2014 et +12,75% en 2015. De son côté, l'OBR est un peu plus modéré, avec +8% en 2014 et +9,2% en 2015. Enfin, pour notre part, nous envisageons une reprise plus progressive (+6,9% en 2014 et +6,3% en 2015).

Ce scénario central qui n'est pas exempt de risques. Un choc affectant les perspectives de demande pourrait ramener l'investissement sur une trajectoire nettement moins dynamique.

Or jusqu'à présent, la reprise a été soutenue par la demande intérieure, essentiellement les dépenses des ménages, et la contribution du commerce extérieur à la croissance devrait être négative, au mieux neutre, en 2014-2015 en raison d'une dynamique interne soutenue et de croissance modérée du commerce mondial. [1]

En conséquence, un affaiblissement significatif des dépenses des ménages pourrait remettre en question l'avènement du cercle vertueux de croissance sur lequel reposent les perspectives à court-moyen terme.

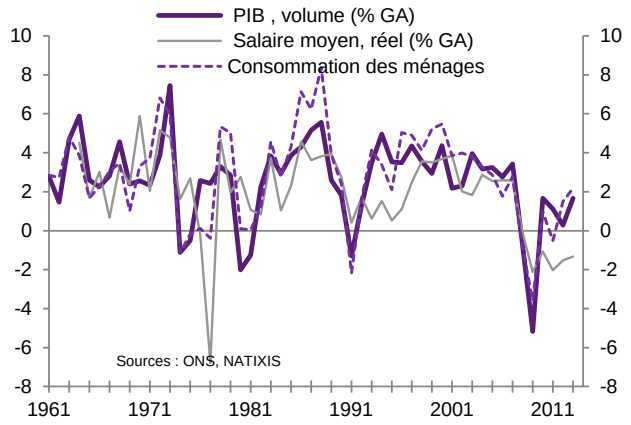
Consommation : une situation inédite qui ne peut perdurer

L'évolution inédite de la consommation des ménages au cours de la période récente (en particulier 2012 et 2013), caractérisée par une progression significative en dépit d'une baisse du salaire moyen réel (**graphique 13**), met en évidence le soutien apporté par d'autres éléments.

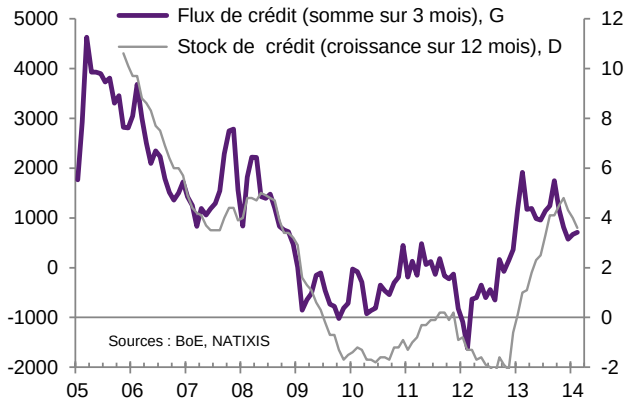
Ainsi, en 2013, la croissance de la consommation des ménages (+2,2% sur l'année) a été permise par la reprise du crédit à la consommation (effets du programme Funding for Lending) (**graphique 14**) et par la désépargne (**graphique 15**). Ainsi, 50% de la hausse de la consommation (en valeur) a été financée par la baisse du taux d'épargne, ce qui n'avait jamais été observé auparavant.

Cette évolution est liée à l'apparition d'importants effets de richesses positifs (**graphique 16**), essentiellement induits par la hausse de la richesse financière nette. La richesse nette des ménages a ainsi augmenté de près de 40 points de RDB, dont les deux tiers via la hausse de l'actif financier net.

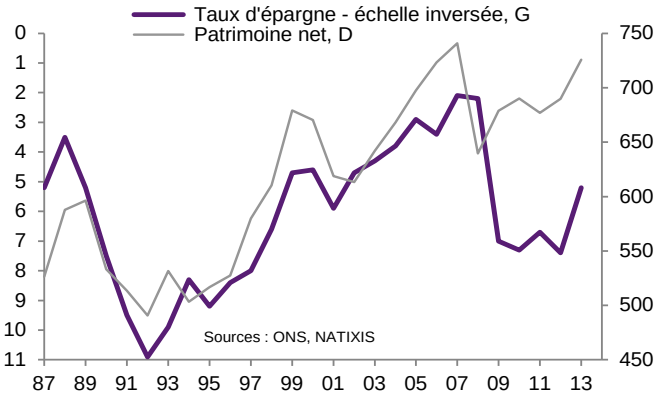
Graphique 13
Croissance , consommation et salaire réel



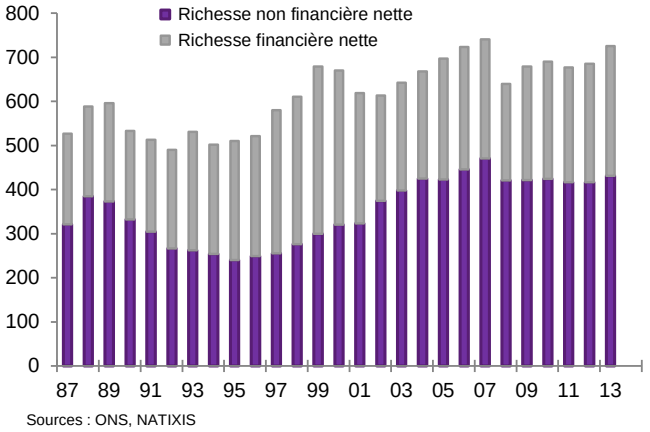
Graphique 14
Crédit à la consommation



Graphique 15
Taux d'épargne et patrimoine net des ménages (en % du RDB)



Graphique 16
Patrimoine net (% RDB)



[1] Flash 2014-236 : Comment expliquer la faiblesse des exportations britanniques ?

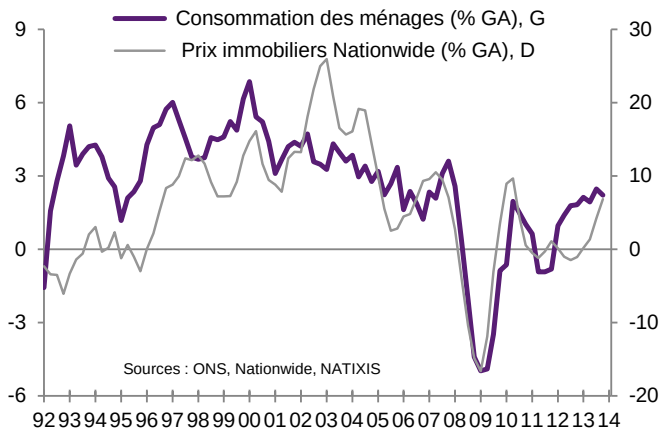
Qu'en sera-t-il au cours des prochains trimestres ?
La réponse à cette question dépend, d'une part, de l'évolution du patrimoine net et, d'autre part, de celle de la propension à épargner.

S'agissant du patrimoine net, il faut considérer le patrimoine non financier et le patrimoine financier ainsi que leurs imbrications. En particulier, la hausse de l'endettement (hypothécaire) soutient la hausse du patrimoine non financier via la progression des prix immobiliers mais peut avoir pour contrepartie une baisse du patrimoine financier net (lorsque la hausse des engagements est plus forte que celles des actifs).

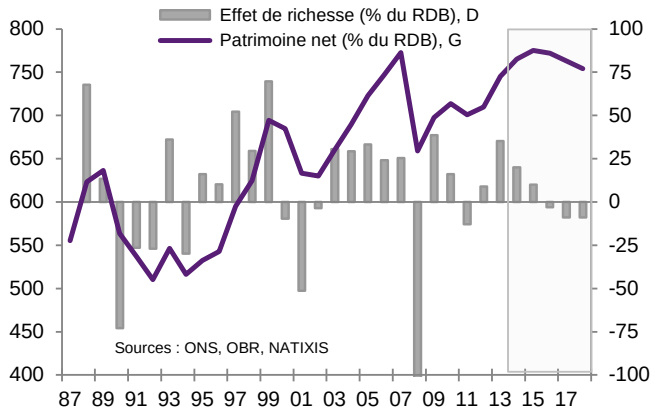
En 2013, les effets de la hausse des prix immobiliers (via la hausse de la richesse immobilière) sur la consommation des ménages ont vraisemblablement été limités (**graphique 17**). Ils devraient cependant s'intensifier cette année et l'an prochain, alors que la progression des prix immobiliers se confirmera (+7,5% cette année, +3% l'an prochain).

Pour autant, une hausse du patrimoine non financier net ne garantit pas une hausse similaire de la richesse nette, en particulier sous l'hypothèse d'une reprise du crédit. Ainsi, selon l'OBR et sous la double hypothèse d'une progression soutenue des prix immobiliers (+8,5% en 2014 et +7,8% en 2015) et d'une accélération de l'endettement des ménages (+4,9% en 2014 et +7,3% en 2015) la richesse nette devrait augmenter respectivement de 20 points de RDB puis de 10 points. A partir de 2016, les effets de richesse devraient devenir négatifs (**graphique 18**).
Dans ce contexte, les incitations à la désépargne devraient être moins fortes. Ce n'est donc pas un hasard si le budget 2014 fait la part belle aux mesures facilitant à la fois la constitution d'une épargne (hausse de l'actif financier) et sa « restitution ».

Graphique 17
Consommation et prix immobilier

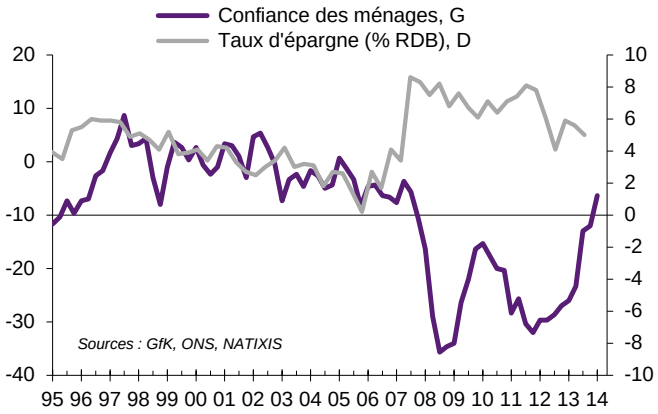


Graphique 18
Patrimoine net et effets de richesse
(2014-18 projections de l'OBR)

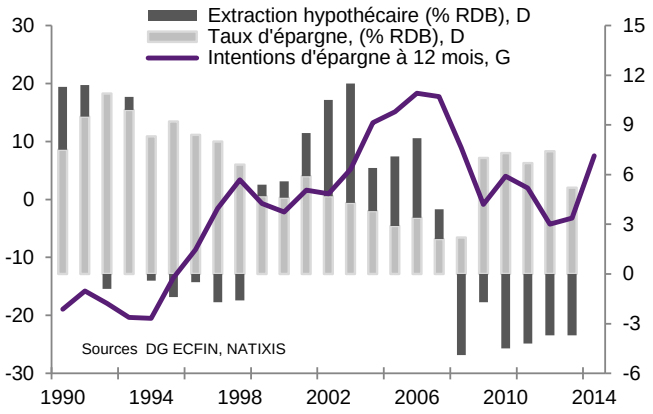


Quoiqu'il en soit, on peut s'attendre, à plus ou moins longue échéance à la fin des effets de richesse positifs. En outre, on peut aussi se demander si les ménages britanniques ne vont pas être plus réticents à baisser leur taux d'épargne que par le passé.
Si la confiance s'est significativement améliorée au cours des derniers mois, elle reste inférieure aux niveaux atteints sur la période 1995-2007 (**graphique 19**) et les enquêtes annoncent une hausse de l'épargne. Surtout, la baisse du taux d'épargne observée sur période 2001-2007, de 5,9% du RDB à 2,1% été encouragée par l'extraction hypothécaire qui représentait en moyenne sur cette période 4,4% du RDN. Or aujourd'hui ce mécanisme (écart entre les montants empruntés sous garantie hypothécaire et les dépenses d'investissement logement) est loin d'être aussi favorable (**graphique 20**).

Graphique 19
Ménages: confiance et épargne



Graphique 20
Intentions d'épargne et épargne



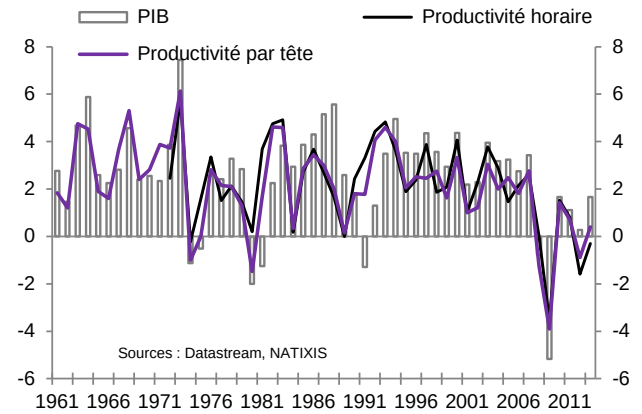
Finalement, les marges de baisse du taux d'épargne nous semblent aujourd'hui limitées, notamment par la hausse de l'épargne de précaution dans le cadre de maintien du taux de chômage au-dessus de sa moyenne de long terme. Par conséquent, les perspectives de consommation sont liées à l'évolution des salaires réels.

Dans un contexte d'inflation durablement contenue (1,7% en février) et relativement stable, l'évolution du salaire réel sera donnée par celle du salaire nominal. Or la faiblesse de la productivité constitue aujourd'hui un frein à la progression des salaires.

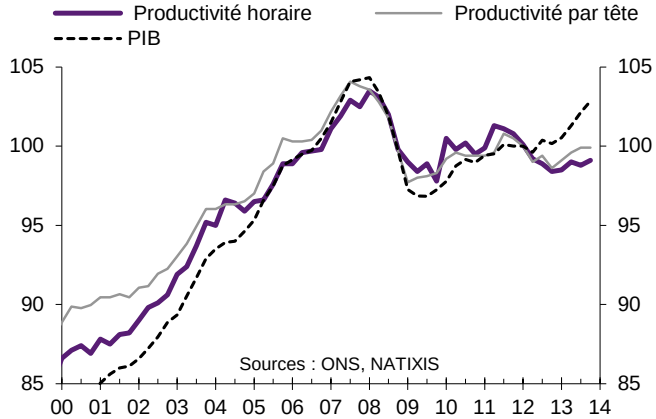
Le double enjeu de la productivité

S'il est un élément qui montre que la reprise britannique n'est pas « qualitative », c'est l'évolution de la productivité depuis 2012.
Là encore, la situation est inédite : une progression du PIB accompagnée d'une baisse de la productivité (horaire, par tête) n'a jamais été observée (**graphique 21**). Cet écart s'est encore creusé tout au long de l'année 2013 malgré un rebond enregistré au T4 (**graphique 22**).

Graphique 21
PIB et productivité (% GA)



Graphique 22
Productivité (100=T4 08)



La faiblesse de la productivité peut s'expliquer par de nombreux facteurs dont :

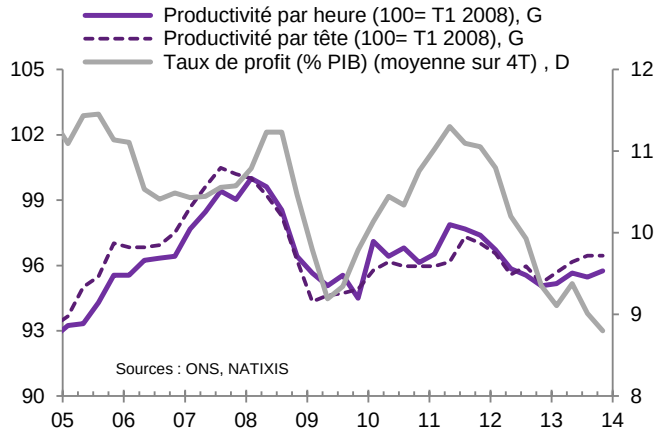
- i/ la volonté des entreprises de maintenir les effectifs, en particulier qualifiés, afin d'être en mesure de répondre à une reprise de la demande lorsqu'elle se produira ;
- ii/ le retard d'investissement accumulé au cours des dernières années et qui se traduit par une production plus intensive en travail qu'en capital (selon les chiffres de l'ONS la contribution du capital à la croissance a sensiblement baissé passant d'une moyenne de 1,2 point sur 2000-2008 à 0,4 point sur 2009-2012) ;
- iii/ l'évolution de la structure de l'emploi, avec en particulier la hausse de la part indépendant ou encore, d'un point de vue sectoriel, la baisse de la part du secteur manufacturier, plus productif, dans l'emploi total (de 9,3%en 2007 à 8% en 2013) au profit d'emplois moins productifs (santé activités sociales en hausse de 11,4% à 12,9%)
- iv/ dans un contexte de crise financière, l'interruption et/ou la moindre allocation du capital vers les entreprises/secteurs les plus productifs.

Si le premier facteur est favorable à un rapide regain de productivité en cas d'augmentation de la demande, les autres sont plus persistants et suggèrent que la reprise de la productivité sera progressive.

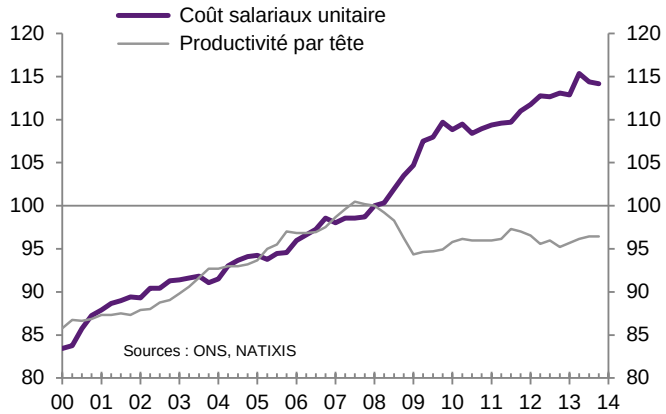
Or l'évolution de la productivité constitue un point central car elle détermine celle des salaires et du taux de profit, c'est-à-dire l'évolution et la distribution des revenus (**graphique 23**) et affecte également l'évolution de l'inflation.
En l'absence de regain de productivité, une accélération de la production liée à un surcroît de demande peut s'accompagner d'une hausse des prix. L'ampleur des capacités disponibles sur le marché du travail suggère néanmoins que les risques d'une accélération significative de l'inflation sont limités. La progression des salaires pourrait même être durablement contenue.

La faiblesse de la productivité se traduit par une hausse des coûts salariaux unitaires (**graphique 24**). Dans un contexte de ralentissement de l'inflation, le coût réel de la main d'œuvre s'est redressé (le glissement annuel restant toujours négatif) alors que la productivité continuait de se replier (**graphique 25**). Par conséquent, l'écart de croissance entre la productivité et les CSU s'est creusé, entraînant une chute des profits des entreprises non financières (**graphique 26**).

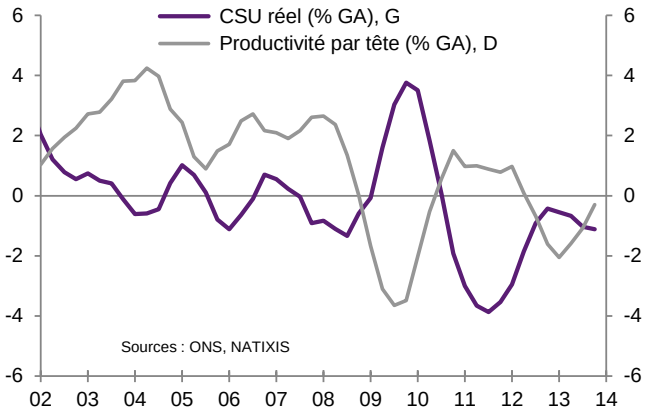
Graphique 23
Productivité et taux de profit



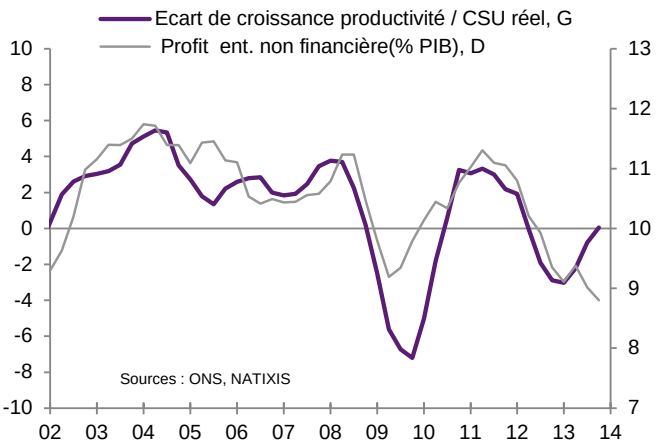
Graphique 24
Productivité et coûts salariaux unitaires
(100= T1 2008)



Graphique 25
Coût salarial réel et productivité (moy. sur 4T)



Graphique 26
Productivité /coût salarial réel et profit (moy. 4T)



Le faible niveau du taux de profit implique qu'une hausse des salaires ne pourra pas être envisagée tant que la productivité ne se sera pas redressée. Alors que ce rebond sera progressif, l'accélération des salaires le sera tout autant. La progression des dépenses des ménages devrait donc être limitée alors que, comme on l'a vu, les marges de désépargne dont ils disposent sont désormais plus réduites (le taux d'épargne est passé de 7,3% du RDB en 2010 à 5,2% en 2013).

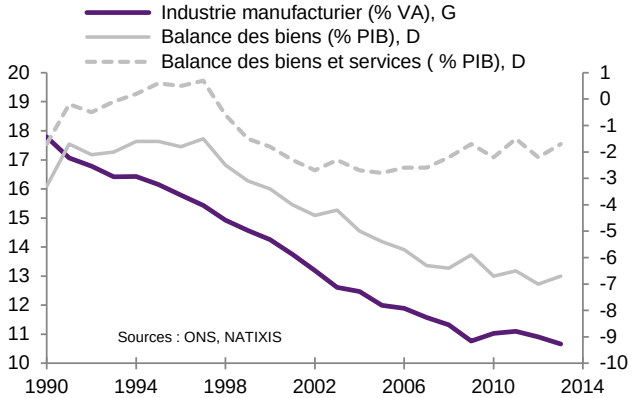
Des déficits internes et externes à résorber

Dans la phase de reprise actuelle, où la croissance est exclusivement soutenue par la demande interne, dans un premier temps par la consommation (publique et privée), plus récemment par la reprise de l'investissement (logements, entreprises) qui devrait se renforcer au cours des prochains trimestres. Dans ce contexte, le déficit de la balance commerciale devrait rester important.

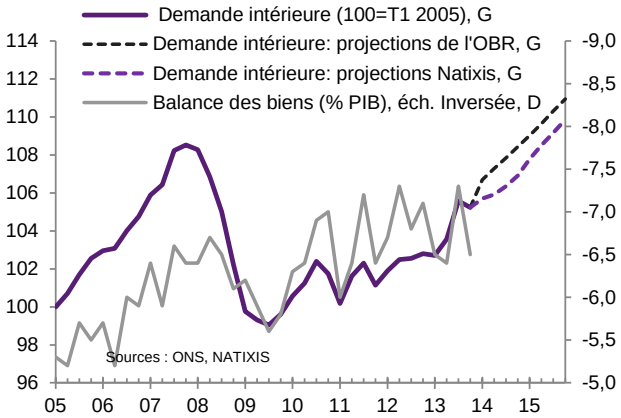
Plus particulièrement, l'évolution de la balance des biens est préoccupante. L'année 2013 s'est soldée par un déficit de 6,7% du PIB, soit un niveau proche du record enregistré en 2012 (7%). La tendance à l'élargissement du déficit des biens est largement structurelle, étroitement liée à la désindustrialisation (**graphique 27**). Par conséquent, partant d'un niveau déjà élevé, il est appelé à rester important voire à s'élargir compte tenu de l'évolution de la demande intérieure (progression et composition) (**graphique 28**).

Certes, depuis le début des années 2000, la balance des services a permis de limiter la détérioration de la balance commerciale (**graphique 27**). Toutefois, l'affaiblissement des avantages comparatifs révélés dans certains types de services (principalement les services financiers et les transports) pourrait limiter l'excédent des services et par conséquent se traduire par une augmentation du déficit de la balance commerciale.

Graphique 27
Poids du secteur manufacturier et balance des biens/ biens et services

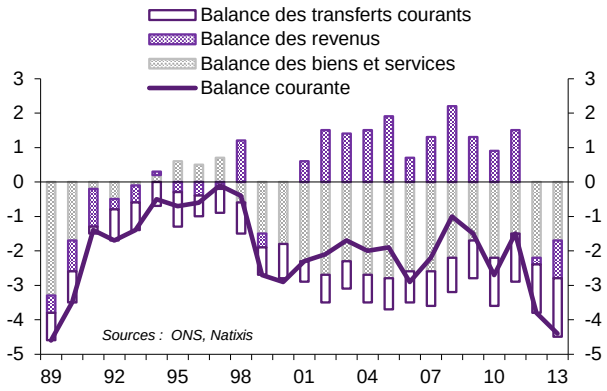


Graphique 28
Demande intérieure et balance des biens

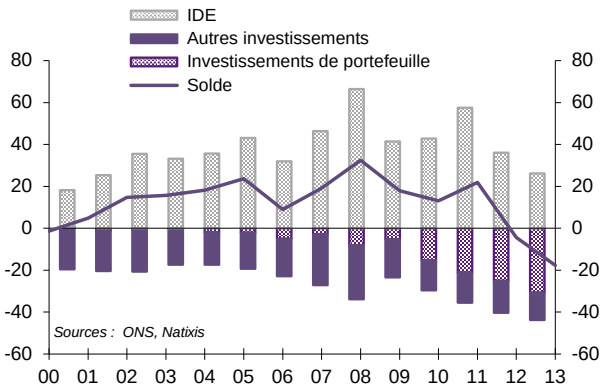


Par ailleurs, la balance courante, dont le déficit a atteint 4,4% en 2013 (un record depuis 1989), est également fragilisée par un autre facteur (**graphique 29**). Ainsi, le solde de la balance des revenus s'est fortement creusé au cours des toutes dernières années. Cette évolution s'explique par la chute des revenus d'investissement en raison de placements à l'étranger moins rémunérateurs, la tendance étant plus marquée pour les IDE et autres investissements (**graphique 30**).

Graphique 29
Balance courante (% PIB)



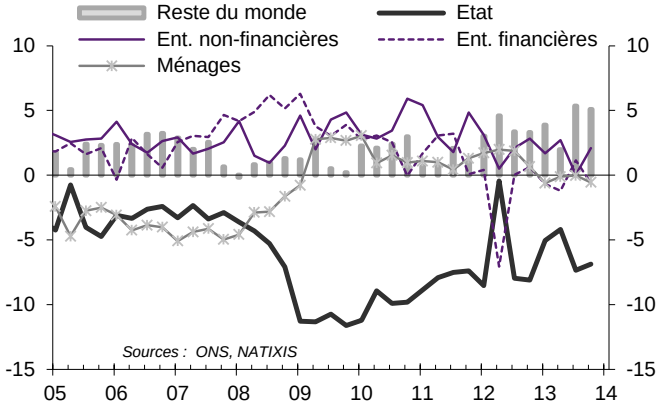
Graphique 30
Revenus d'investissement (soldes, Mds£)



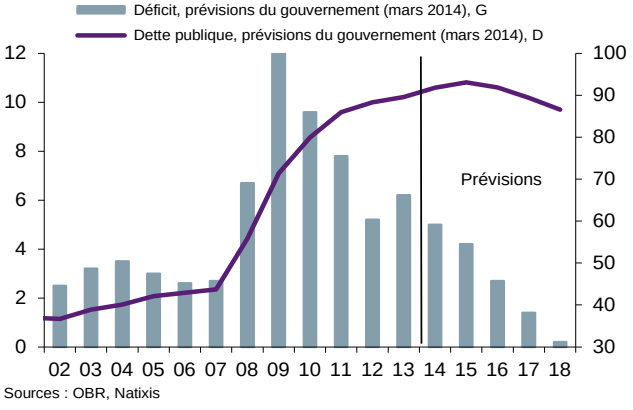
Les revenus perçus ont en effet fortement chuté au cours des dernières années tandis que les revenus versés (sorties) se sont stabilisés. S'agissant plus précisément des revenus d'IDE, la dégradation du solde s'explique principalement par les sorties de « bénéfices réinvestis » (part des profits réalisés par les entreprises affiliées à un groupe non prélevés par leur maison mère). Cette évolution témoigne donc principalement de l'intensification des flux financiers intra firmes entre filiales et maison-mère et reflète sans doute les difficultés rencontrées par les filiales d'entreprises étrangères pour trouver des sources de financement au Royaume-Uni et/ou la volonté des multinationales à privilégier un financement intragroupe.
Si elle venait à perdurer, cette évolution pourrait fragiliser la balance courante alors même que la capacité de financement de l'économie britannique s'est significativement dégradée au cours des dernières années (**graphique 31**).

Une nouvelle baisse du taux d'épargne des ménages contribuera à accentuer cette tendance, sauf si elle est compensée par une augmentation des capacités de financement des entreprises et/ou une baisse des besoins de financement de l'Etat. Or côté entreprises la reprise prévue de l'investissement implique une baisse de leurs capacités de financement. Côté finances publiques, la consolidation budgétaire sera progressive, comme indiqué dans le Budget 2014 (**graphique 32**). Finalement, si le ratio déficit courant devrait se réduire progressivement au cours des prochaines années, cela sera uniquement dû à l'effet croissance. En valeur, il restera proche de 50Md£.

Graphique 31
Solde du compte de capital par secteur (% PIB)
(+) prêteur net / (-) emprunteur net



Graphique 32
Trajectoire des finances publiques (% PIB)



Si dans un premier temps les décideurs et les investisseurs ont pu se contenter d'une reprise « quantitative », ils devraient à l'avenir être plus concernés par la nature de la reprise ainsi que par la réduction des déficits.
En matière de consolidation des finances publiques, le gouvernement bénéficie d'un crédit de confiance élevé, notamment justifié par les caractéristiques structurelles de la dette publique (maturité, structure de détention) et renforcée par le retour de la croissance.
S'agissant du déficit courant, la trajectoire baissière généralement anticipée, pourrait être remise en question par plusieurs éléments dont l'absence de rééquilibrage de la demande et l'affaiblissement de la position exportatrice du Royaume-Uni dans le secteur des services. De même, certaines évolutions récentes de la balance des revenus, si elles venaient à perdurer, pourraient faire obstacle à la baisse du déficit courant.
Selon notre scénario, les conditions d'une véritable reprise devraient progressivement se mettre en place, peut-être un peu moins rapidement que supposé par le consensus, la BoE et L'OBR. Cette progressivité justifie notre scénario de politique monétaire avec le maintien du taux de base à 0,5% jusque fin 2015.

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 et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.
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, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC. Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage, par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA 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 Autorité de Contrôle Prudentiel and subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation 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.
Natixis, a foreign bank and broker-dealer, makes this research report available solely for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6 under the U.S. Securities Act of 1934. This document shall not be distributed to any other persons in the United States. All major U.S. institutional investors receiving this document shall not distribute the original nor a copy thereof to any other person in the United States. Natixis Securities Americas LLC a U.S. registered broker-dealer and member of FINRA is a subsidiary of Natixis. Natixis Securities Americas LLC did not participate in the preparation of this research report and as such assumes no responsibility for its content. This research report has been prepared and reviewed by research analysts employed by Natixis, who are not associated persons of Natixis Securities Americas LLC and are not registered or qualified as research analysts with FINRA , 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**