

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

28 septembre 2012 – N° 645

PLF 2013 : l'abus d'austérité nuit gravement à l'activité (donc au budget)

Le projet de loi de finances (PLF) pour 2013 présenté aujourd'hui est sans surprise. Afin de ramener le déficit public à 3% du PIB, la consolidation budgétaire prévue l'an prochain s'élèvera à 1,5 point de PIB et passera principalement par la hausse des prélèvements obligatoires. Aux 6 Mds EUR de prélèvements supplémentaires déjà prévus par la deuxième loi de finances rectificative (LFR) pour 2012 s'ajouteront 10 Mds EUR de prélèvements nouveaux sur les ménages, 10 Mds EUR de prélèvements sur les entreprises et 10 Mds EUR d'économies en dépenses.

Nous revenons ici sur les principales dispositions du PLF 2013 en matière de prélèvements obligatoires et de dépenses publiques, ainsi que sur les grandes lignes de son scénario macroéconomique sous-jacent. Vu la forte dégradation du climat conjoncturel observée ces derniers mois, et compte tenu des effets probables d'une telle cure d'austérité sur l'activité, la résorption du déficit budgétaire à 3,0% du PIB prévue l'an prochain nous paraît loin d'être acquise.

En l'état actuel des choses (i.e. hors nouvelles mesures correctrices prises en cours d'exercice), nous tablons sur une croissance annuelle négative en 2013 (-0,4%) et une amélioration du solde public limitée à 1,1 point de PIB (à -3,4%).

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteurs :

Jean-Christophe CAFFET

Cyril REGNAT

Jean-François ROBIN

Retour aux 3% en 2013, l'équilibre en 2017.

Le projet de loi de finances pour 2013 présenté aujourd'hui en Conseil des Ministres n'a pas réservé de surprise particulière. L'objectif de déficit public pour l'an prochain reste le même que celui inscrit dans le programme de stabilité français et confirmé par la nouvelle majorité en LFR 2012 (3% du PIB). La trajectoire pluriannuelle de finances publiques est aussi quasi-inchangée par rapport à la LFR 2012, l'objectif de retour à l'équilibre budgétaire étant confirmé pour la fin de la législature (2017), l'équilibre structurel pour 2016. Le ratio de dette publique atteindrait ainsi son maximum l'an prochain (91,3% du PIB) avant de décroître de plus de 8 points de PIB à l'horizon de prévision (82,9% en 2017) (**tableaux 1a/b**)¹.

Tableau 1a
France : trajectoire pluriannuelle de finances publiques (% PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dépense publique	56,0	56,3	56,3	55,6	54,9	54,2	53,6
Prélèvements obligatoires	43,9	44,9	46,3	46,5	46,7	46,6	46,3
Solde public	-5,2	-4,5	-3,0	-2,2	-1,3	-0,6	-0,3
Etat	-4,4	-3,7	-2,5	-2,0	-1,5	-1,2	-1,0
ODAC	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1
<i>Administrations publiques centrales</i>	-4,5	-3,9	-2,7	-2,1	-1,5	-1,2	-1,1
Administrations publiques locales	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
Administrations de sécurité sociale	-0,6	-0,5	-0,2	0,0	0,3	0,6	0,8
Dette publique	86,0	89,9	91,3	90,5	88,5	85,8	82,9
<i>Dette hors soutien financier à la zone euro</i>	85,3	87,4	88,4	87,3	85,4	82,9	80,1
Croissance du PIB (volume, %)	1,7	0,3	0,8	2,0	2,0	2,0	2,0
<i>Croissance potentielle (volume, %)</i>	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6

Sources : PLF 2013, Natixis

Solde cycliques et structurels (% PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Solde public	-5,2	-4,5	-3,0	-2,2	-1,3	-0,6	-0,3
Solde structurel	-4,8	-3,6	-1,6	-1,1	-0,5	0,0	0,0
Solde cyclique	-0,4	-0,9	-1,4	-1,1	-0,8	-0,6	-0,3
Solde public : variation annuelle	1,9	0,7	1,5	0,8	0,9	0,7	0,3
dont solde cyclique	0,4	-0,5	-0,5	0,2	0,3	0,2	0,2
dont solde structurel	1,5	1,2	2,0	0,6	0,6	0,5	0,1

Sources : PLF 2013, Natixis

Les prélèvements obligatoires à leur plus haut historique dès l'an prochain

Comme nous l'écrivions lors de la présentation du PLFR 2012², l'assainissement budgétaire français passera toujours principalement (à hauteur des deux tiers) par la maîtrise des dépenses publiques, dont le poids dans le PIB est appelé à baisser de près de trois points d'ici 2017. Cette résorption du déficit public se fera néanmoins en deux temps : tout d'abord via la hausse des prélèvements obligatoires, essentiellement concentrée sur 2013 (+1,4 point, à 46,3% du PIB, soit le plus fort niveau de prélèvement jamais observé, **graphique 1**), puis via la baisse des dépenses publiques, à partir de 2014 (cf. tableau 1a). Des économies en dépenses, à hauteur de 10 Mds EUR, sont néanmoins prévues dès l'an prochain, passant principalement par le respect des normes d'évolution adoptées par la précédente majorité³ (cf. infra).

La hausse de la pression fiscale sera supportée de manière équivalente par les ménages et les entreprises : chaque agent supportera 10 Mds EUR de prélèvements nouveaux, le gouvernement ayant néanmoins choisi d'épargner les plus modestes ou les plus vulnérables d'entre eux (ménages à faibles revenus, PME..., **tableau 2**).

¹ Par la suite, les acronymes APU, APUC, APUL et ASSO désigneront respectivement les administrations publiques totales, centrales, locales et de sécurité sociale.

² Voir Special Report n°2012-82 : [France : l'austérité passe à gauche](#).

³ Voir les Flash n°2010-503 : [France : consolidation budgétaire, Acte 1](#) ; et 2011-730 : [France : consolidation budgétaire, Acte 2](#).

Graphique 1
France: prélèvements obligatoires

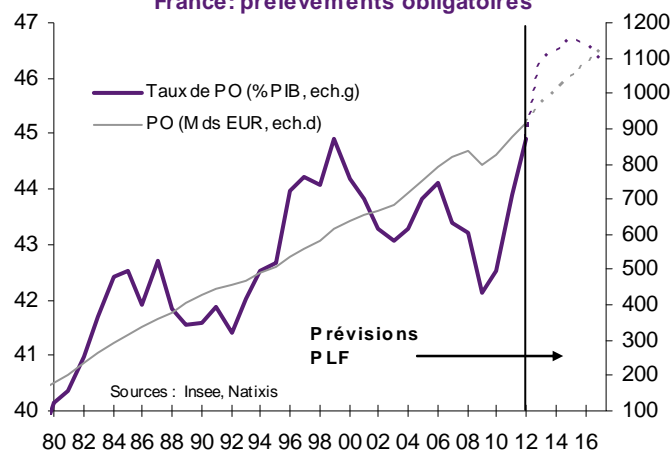
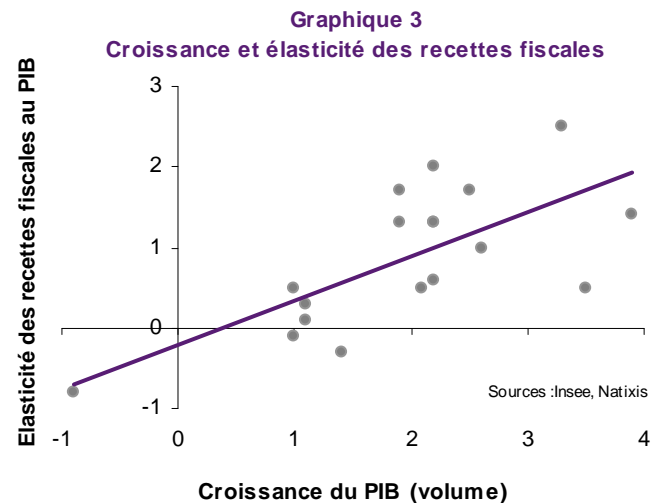
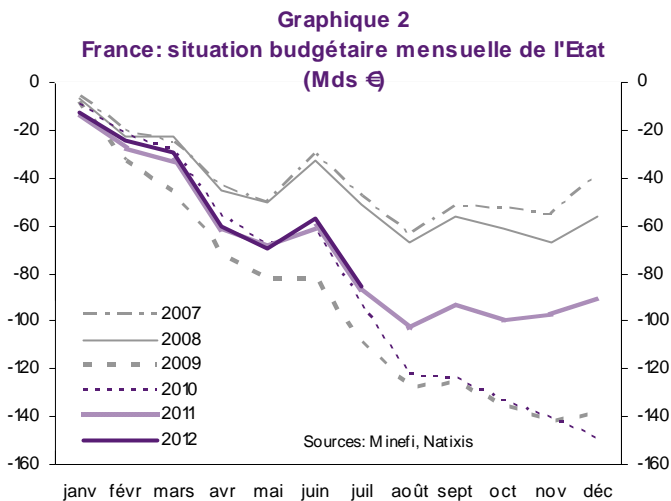


Tableau 2
PLF 2013 : principales dispositions fiscales (Mds EUR)

Descriptif	Impact budgétaire (2013, Mds EUR)
MENAGES	
Création d'une tranche supplémentaire à 45% au barème progressif de l'impôt sur le revenu	0,32
Revalorisation de la décote, des seuils d'exonération et des abattements en matière de fiscalité directe locale au bénéfice des ménages modestes	-0,35
Abaissement du plafond de l'avantage procuré par le quotient familial	0,49
Imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu des dividendes et des produits de placement à revenu fixe	2,00
Imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu des gains de cession de valeurs mobilières et de droits sociaux des particuliers	1,00
Imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu des gains de levée d'options sur actions et attributions d'actions gratuites	0,05
Abaissement du plafond global de certains avantages fiscaux à l'impôt sur le revenu (de 18K EUR à 10K EUR)	nd
Contribution exceptionnelle de solidarité sur les très hauts revenus d'activité	0,21
Réforme de l'impôt de solidarité sur la fortune	1,00
ENTREPRISES	
Aménagement de la déductibilité des charges financières	4,00
Plus-values sur cession de titres de participation - Calcul de la quote-part de frais et charges sur les plus-values brutes	2,00
Elargissement du crédit d'impôt recherche à certaines dépenses innovation en faveur des PME et renforcement de la sécurité juridique du dispositif	nd
Aménagement du mécanisme de report en avant des déficits des sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés	1,00
Modification du régime des acomptes d'impôt sur les sociétés applicable aux grandes entreprises	1,00
Taxation des sommes placées en réserve de capitalisation des entreprises d'assurance	0,80
LOGEMENT	
Aménagement du régime d'imposition des plus-values mobilières	0,18
Renforcement de la taxe sur les logements vacants	0,15
Systématisation de la majoration de la valeur locative cadastrale des terrains constructibles situés en zone tendue	nd
Renforcement de la taxe sur les friches commerciales	nd
Mise en place d'un dispositif de soutien fiscal en faveur de l'investissement locatif	-0,04
FISCALITE ENVIRONNEMENTALE	
Renforcement de la taxe générale sur les activités polluantes (TGAP) de l'air	0,04
Prorogation et durcissement du malus automobile	0,18

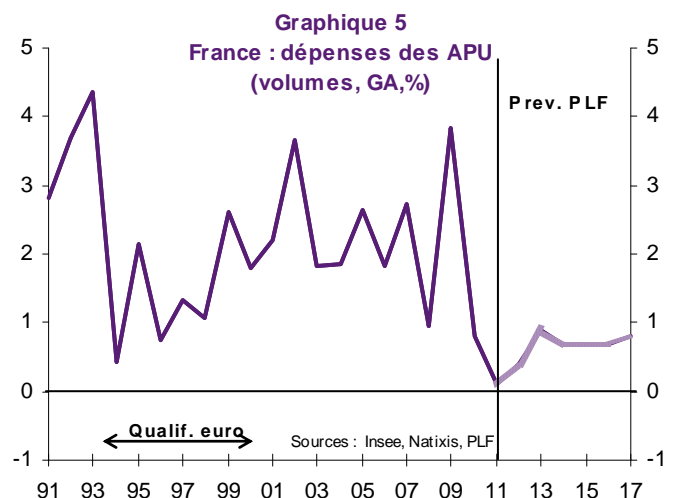
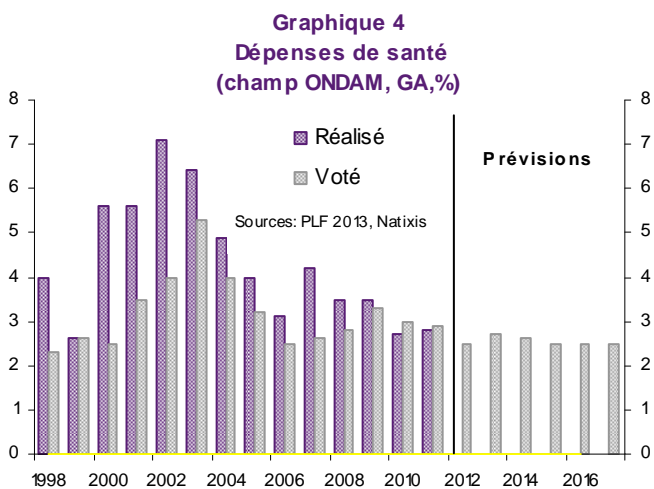
Sources : PLF 2013, Natixis

La hausse du niveau des prélèvements obligatoires prévue dans le PLF nous semble assez « optimiste » dans la mesure où celle-ci s'élèverait à plus de 50 Mds EUR dans le cadre du scénario de croissance – lui-même très optimiste compte tenu du climat conjoncturel actuel et des effets induits de l'austérité sur l'activité⁴ (voir plus loin) – du gouvernement. L'évolution mensuelle du budget de l'Etat sur la période récente (des recettes fiscales notamment) inciterait plutôt à la prudence en la matière (**graphique 2**). Rappelons à cet égard que l'élasticité des recettes fiscales au PIB est, en moyenne sur longue période, égale à la moitié de la croissance du PIB en volume (**graphique 3**).



10 Mds EUR d'économies en dépenses

L'effort en dépenses sera principalement concentré sur l'Etat et consiste, pour l'essentiel, en la reconduction des règles et principes adoptés par la précédente majorité : gel en valeur des dépenses de l'Etat hors service de la dette et pensions, stabilisation des concours aux collectivités locales, maîtrise des dépenses d'assurance maladie (ONDAM fixé à 2,7% en 2013, 2,6% en 2014, 2,5% entre 2015 et 2017, **graphique 4**)... Les dépenses publiques ne devront pas augmenter de plus de 0,9% en volume en 2013 afin de respecter l'objectif défini en part de PIB (cf. tableau 2), +0,7% par an au maximum à partir de 2014, sous l'hypothèse d'une croissance du PIB de 2,0% en moyenne entre 2014 et 2017 (**graphique 5**).



⁴ Les expériences italienne, espagnole, portugaise etc... semblent montrer que les multiplicateurs budgétaires sont vraisemblablement très élevés dans l'environnement actuel (supérieurs à 1, voir par exemple, sur ce sujet : Special Report n°2012-99 : [Le secret changeant des consolidations budgétaires réussies](#) et Special Report 2012-84 : [Quelle est la taille du multiplicateur budgétaire ? Les enseignements de la littérature. Un multiplicateur budgétaire très élevé pour les pays de la zone Euro ?](#)), ce que suggèrent par ailleurs la théorie et les derniers travaux empiriques menés sur le sujet.

Précisons d'ores et déjà que cet objectif, certes ambitieux⁵, pourrait toutefois ne pas suffire. Nous l'avons déjà signalé à de nombreuses reprises⁶, avec une hypothèse de croissance à long terme plus vraisemblable (i.e. plus proche du potentiel, estimé autour de 1,5%), le taux de croissance annuel des dépenses publiques en volume devrait être ramené à 0,4% pour atteindre l'objectif de 53,6% du PIB en 2017, 0% si la croissance était de 1% par an seulement⁷.

Rompant avec la pratique du gouvernement précédent, les effectifs de la fonction publique seront stabilisés sur l'ensemble de la législature, les créations de postes dans les missions jugées prioritaires (éducation, emploi, justice, sécurité) étant compensées par des destructions dans les autres ministères (soit un taux d'effort moyen de -2% pour l'ensemble des secteurs non prioritaires entre 2013 et 2017). En 2013, les 11K créations de postes dans les secteurs prioritaires (10K dans l'enseignement) seront ainsi plus que compensées par les destructions de postes dans les autres secteurs (-12,3K, pour une variation nette des effectifs de l'Etat de -1,3K, **graphique 6**). Les 10 Mds EUR d'économies en dépenses sont résumées dans le **tableau 3**.

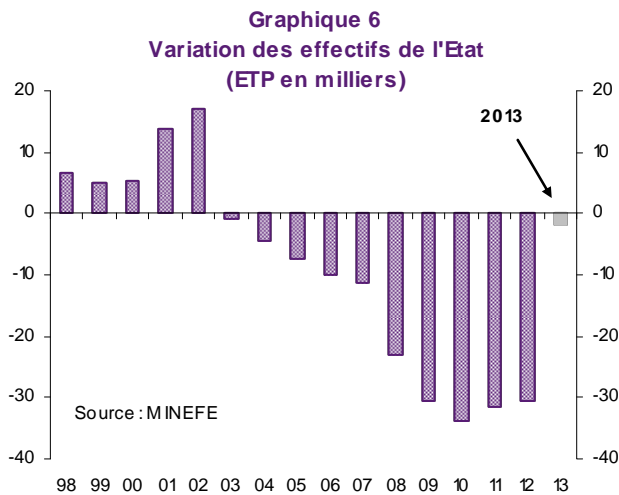


Tableau 3
France : répartition des économies en dépense

Descriptif	Montants (Mds EUR)
Fonctionnement des ministères (baisse de 5% des dépenses de fonctionnement par rapport à l'évolution tendancielle)	-2,8
Interventions (discrétionnaires notamment)	-2,0
Défense nationale	-2,2
Investissements (report ou arrêt de projets non prioritaires...)	-1,2
Divers (stabilisation des concours aux collectivités locales, mise à contribution des opérateurs de l'Etat...)	-1,8

Sources : PLF 2013, Natixis

Le risque de dépassement de la norme d'évolution des dépenses de l'ensemble des APU nous semble essentiellement logé dans les dépenses des ASSO. Si l'effort que mènera l'Etat devrait lui permettre d'atteindre peu ou prou l'objectif fixé, le risque côté APUL nous semble également plutôt maîtrisé : le ralentissement prévisible des recettes fiscales (de la fiscalité de flux principalement : droits de mutation⁸, contribution sur la valeur ajoutée des entreprises⁹...), dans un contexte de gel des concours de l'Etat, devrait mécaniquement impacter leurs dépenses à la baisse – ce qui semble d'ailleurs être le cas depuis maintenant trois ans (**graphiques 7 et 8**). Rappelons en effet que les collectivités locales doivent respecter une règle dite « d'or » et afficher un budget structurellement équilibré, ne pouvant avoir recours à l'endettement que pour financer leurs investissements. Des projets d'investissements semblent-ils revus à la baisse, malgré le cycle électoral (élections municipales de 2014) en raison, probablement et pour partie, en raison des difficultés d'accès au financement bancaire (95% du passif financier des collectivités locales) liées à la recomposition de l'offre de financement (faillite de Dexia).

⁵ La Cour des Comptes estime à 1,7% le taux de croissance spontanée en volume des dépenses publiques. L'Inspection Générale des Finances (IGF) l'estime de son côté à 1,5% sur la période 2012-2016. Deux estimations déjà bien inférieures aux évolutions historiques observées.

⁶ Voir, par exemple, le Flash n°2012-510 : France : un point sur les dépenses publiques.

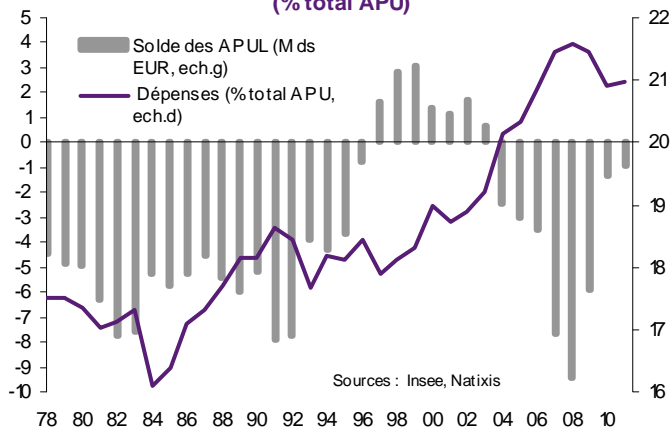
⁷ Hypothèse la plus plausible selon nous, dans un contexte de consolidation budgétaire et de stabilisation de l'endettement (voire de désendettement) des agents privés.

⁸ L'ajustement du marché immobilier semblant une nouvelle fois passer davantage par les volumes (transactions) que par les prix.

⁹ LA CVAE et la CFE (cotisation foncière des entreprises) ont remplacé la TP (taxe professionnelle) en 2010.

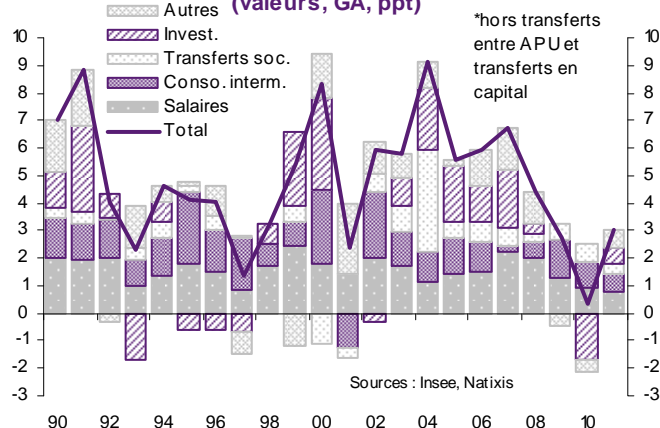
Graphique 7

France: solde (Mds EUR) et dépenses des APUL (% total APU)



Graphique 8

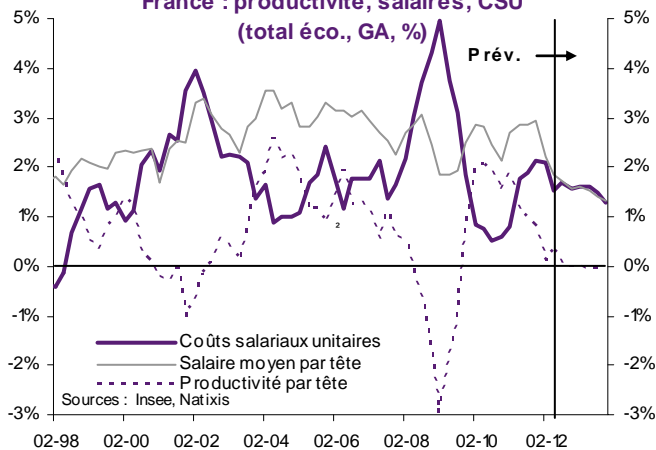
France : contributions aux dépenses des APUL* (valeurs, GA, ppt)



Côté ASSO en revanche, le respect de l'ONDAM ne suffira certainement pas à satisfaire l'objectif de résorption du déficit à 0,2% du PIB en 2013. Etant donnée la hausse du chômage que nous prévoyons dans le cadre de notre scénario de croissance et de partage de la valeur ajoutée, la composante cyclique des dépenses publiques (principalement composée de dépenses sociales) nous semble en effet de nouveau appelée à augmenter de manière significative¹⁰ au cours des dix-huit prochains mois (graphiques 9/10/11/12).

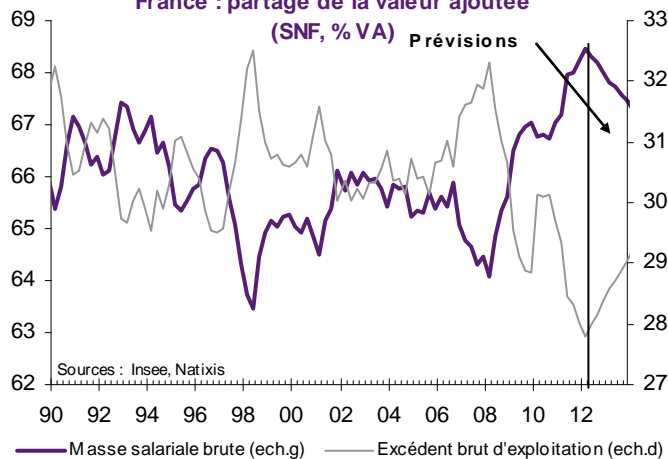
Graphique 9

France : productivité, salaires, CSU (total éco., GA, %)



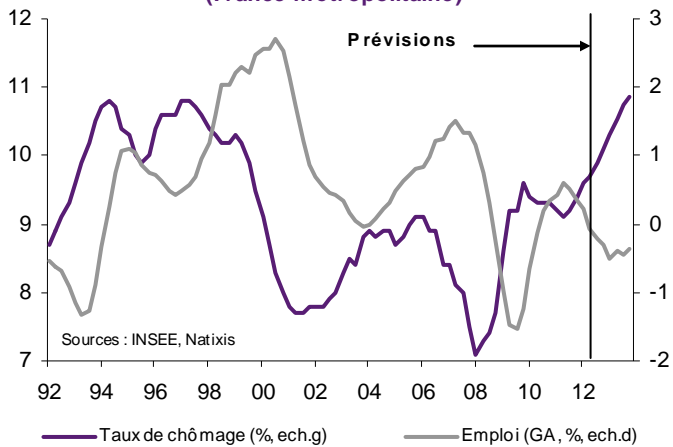
Graphique 10

France : partage de la valeur ajoutée (SNF, % VA) Prévisions

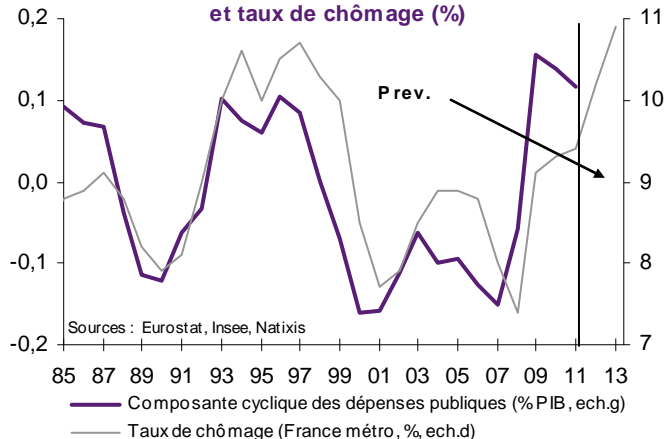


¹⁰ La Cour des Comptes estime qu'une augmentation de 10K chômeurs indemnisés provoque un accroissement des dépenses d'assurance chômage de 0,2 Md EUR en année pleine.

Graphique 11
France : emploi (total) et taux de chômage
(France métropolitaine)

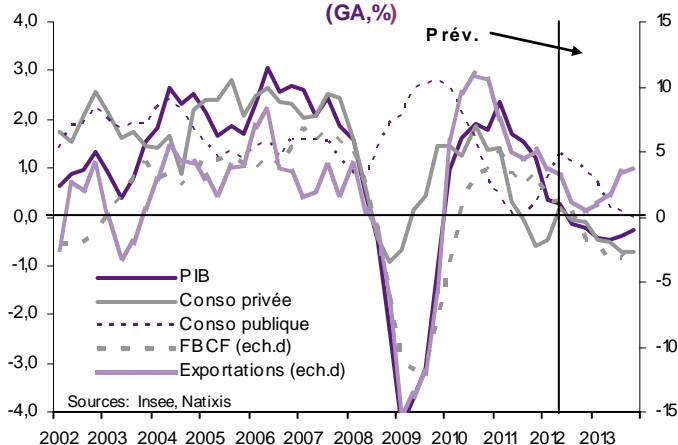


Graphique 12
France: dépenses publiques cycliques (% PIB)
et taux de chômage (%)

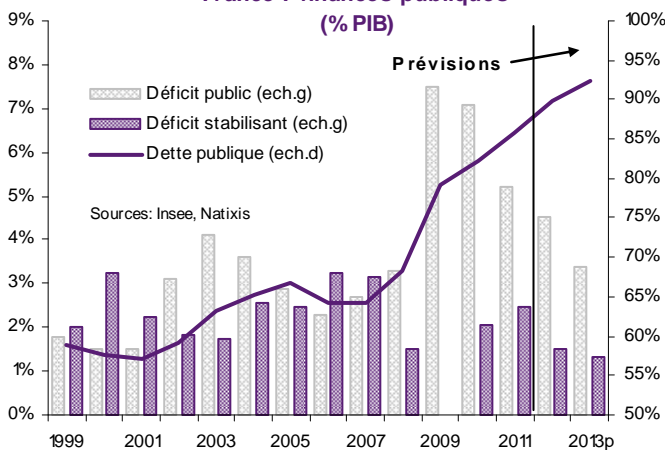


Au final, et compte tenu des nouvelles mesures annoncées, notre prévision de croissance pour 2013 baisse à -0,4%, soit 1,2 point de moins que la prévision gouvernementale (**graphique 13**). Dans ces conditions, le déficit public n'atteindrait pas le seuil des 3% du PIB (3,4% du PIB selon nous), principalement du fait du solde des ASSO, dont la résorption du déficit dans le PLF paraît peu compatible avec un scénario de hausse marquée du chômage et de partage des revenus défavorable aux salariés (très fort ralentissement de la masse salariale). Par écart au déficit stabilisant, et en intégrant le soutien financier à la zone euro (+0,4 pt de PIB dans le PLF) le ratio de dette publique progresserait de 2,5 points, à 92,4% du PIB (**graphique 14**).

Graphique 13
France: PIB et composantes
(GA,%)



Graphique 14
France : finances publiques
(% PIB)



Programme de financement

Les émissions de l'AFT s'élèveront donc à 170Mds l'année prochaine, nettes des rachats. En faisant l'hypothèse d'un montant de buybacks constant, de l'ordre de 20Mds (après 23Mds en 2011 et près de 20Mds cette année selon nous), ce sont donc près de 190Mds d'OAT et BTAN qui seront offerts aux marchés. Cette baisse de 9Mds du programme net aurait pu être bien plus importante sans l'augmentation de 10Mds de tombées en 2013 qui passeront à 107,9Mds (un montant qui est susceptible d'être abaissé si l'AFT poursuit ses rachats en fin d'année). Les tombées seront classiquement concentrées sur les mois d'avril, juillet, octobre et décembre 2012 avec 61,4mds d'OAT et 46,5mds de BTAN. L'offre nette de l'AFT via son programme M/LT baissera donc de 22% sur un an et sera donc de 62Mds (en excluant les rachats), le niveau le plus faible depuis 2009.

Tableau 4a
Besoins de financement

	2012 révisé	2013
Amortissement dette à long terme	55,5	61,4
Amortissement dette à moyen terme	42,4	46,5
Amortissement de dettes reprises par l'Etat	1,3	1,6
Déficit budgétaire (PLF)	83,6	61,6
Total besoins de financem €	182,8	171,1

Source: AFT

Tableau 4b
Ressources de financement

	2012	2013
Emissions à moyen et long terme (OAT et BTAN) nettes des rachats	178,0	170,0
Annulation de titres de l'Etat par la CDP	0,0	4,0
Variation nette des BTF	-10,0	-0,7
Variation des dépôts des correspondants	2,4	-3,6
Variation du compte du Trésor et divers	2,4	-2,5
Autres ressources de trésorerie	10,0	3,9
Total ressources de financement	182,8	171,1

Source: AFT

Après avoir baissé son stock de BTF de 27Mds en 2010, l'AFT vise une réduction de l'encours de bons du Trésor de 10Mds cette année à près de 170Mds. En 2013, le Trésor français compte mettre un terme à cet ajustement baissier avec une réduction du stock de BTF de -0,7Md. Il se contentera donc de roller la dette arrivant à maturité sur le marché des BTF ce qui devrait se retranscrire tout de même par une offre proche de €25Mds chaque mois.

Il est naturellement prématuré de se prononcer sur les papiers qui seront adjugés, la répartition entre BTAN et OAT ou le poids des indexés. Le Trésor communiquera sur les détails de son programme d'émission 2013 courant décembre.

Malgré un appétit des investisseurs plus marqué sur les titres de la zone 2-5 ans (bid to cover moyen de 2,61 vs. 2,44 pour la zone 5-10 ans et 2 sur la zone 10 ans et +), on peut imaginer que la répartition du programme sera assez similaire à celle de cette année soit 42% de BTAN, 48% d'OAT et près de 10% d'indexés. La durée de la dette devrait quant à elle se stabiliser sur les niveaux actuels (7 ans et 31 jours à fin juillet 2012) si le Trésor continue d'être un peu moins actif sur les maturités longues (les émissions > 10 ans n'ont représenté que 15% du programme d'émissions en 2011 et 2012). Compte tenu des perspectives économiques défavorables de la zone Euro et de la persistance d'un contexte de marché favorable aux dettes du « cœur », il est probable que le Trésor français se finance encore à moindre coût l'année prochaine (le coût de financement moyen 2012 approche 1,95% hors obligations indexées).

Tableau 5

Emissions du Trésor français (Mds €)

	2010	2011	2012*	% Total	2013*
BTAN	88	87	83	42%	79
BTAN2	38	43	45	23%	43
BTAN5	50	44	37	19%	36
OAT	102	101	98	49%	94
OAT10	57	75	75	38%	72
OAT15	28	22	16	8%	15
OAT30	9	4	6	3%	6
OAT50	8	0	1	0%	1
Indexées	20	16	18	9%	17
BTAN€	0	6	2	1%	2
OATi5, OATi10, OATei 10	12	5	8	4%	8
OATei15, OATi30, OATei30	9	5	7	4%	7
Total	210	205	198	100%	190
Total net des buybacks	188	184	178	-	170

* projections Natixis

En termes de maturité

	2010	2011	2012*	2013*
2-5y	88	93	85	81
7-10y	68	80	83	80
> 10y	54	32	30	29
Total	210	205	198	190
2-5y	42%	46%	43%	43%
7-10y	32%	39%	42%	42%
> 10y	26%	15%	15%	15%

Malgré les doutes portant sur la capacité des APU à respecter leur objectif de déficit de 3% l'année prochaine, il est peu probable qu'un dérapage significatif des comptes de l'Etat vienne augmenter la taille de ce programme d'émissions (le budget de la Sécurité Sociale nous semble bien plus à risque, cf. supra). Et dans l'éventualité où le budget de l'Etat central se verrait modifié, le programme de BTF constituerait comme d'habitude la variable d'ajustement la plus vraisemblable.

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 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 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