

SPECIAL REPORT

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

29 avril 2016

Véronique Janod - +33 1 58 55 34 28 veronique.janod@natixis.com
 Claire Le Gall - +33 1 58 55 34 49 - claire.legall@natixis.com

France : Hé oh la croissance !

En dépit d'un contexte mondial peu porteur en raison de l'affaiblissement de la croissance mondiale, la reprise française amorcée en 2015 se poursuit accélérant légèrement au T1 à +0,5% T/T par rapport au T4 (+0,3%) mais demeurant inférieure au rythme affiché l'an dernier (+0,7% T/T au T1 2015).

Bien que les signes de reprise de l'investissement des entreprises se confirment, la croissance du T1 est principalement le fait de la forte reprise de la consommation privée (+1,2% T/T).

En conséquence nous relevons légèrement notre prévision de croissance pour 2016 à 1,3% en moyenne, tout en conservant à +1,1% celle de 2017.

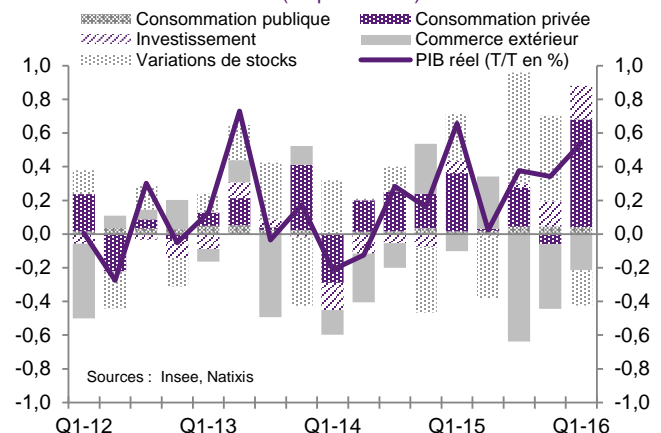
D'après les premières estimations des comptes nationaux trimestriels publiées ce matin, la croissance économique française modérée s'est maintenue au premier trimestre: elle atteindrait +0,54% T/T au T1 2016, un rythme légèrement supérieur aux attentes du consensus (+0,4%) plus encore des nôtres (+0,3%), mais qui demeure inférieure au rythme affiché l'an dernier (+0,7% T/T au T1 2015).

Bien que les signes de reprise de l'investissement des entreprises se confirment, la croissance du T1 est principalement le fait de la forte reprise de la consommation privée, qui arrive à point pour prendre le relais d'une demande extérieure essoufflée.

Ceci nous conduit à relever notre prévision de croissance à +1,3% en moyenne pour 2016 (contre 1,2% antérieurement) sans modifier celle de +1,1% attendue en 2017.

biens des ménages observées en janvier et février (+1% et +0,5% M/M respectivement)¹, en raison de dépenses particulièrement dynamiques en biens d'équipement pour les logements et en énergie avec le retour de températures plus conformes aux normales saisonnières hivernales. Néanmoins, elle est plus forte qu'attendue (+0,7% espéré).

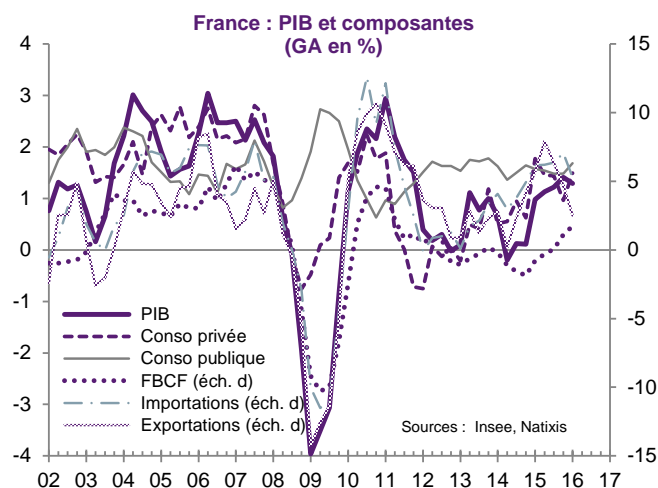
France : Contributions à la variation trimestrielle du PIB (en point de %)



Après la baisse enregistrée au T4 2015 (-0,1% T/T), le rebond de la consommation des ménages au T1 a été favorisé par le faible coût de l'énergie (à 31 euros le baril en moyenne au T1 contre 40 euros au T4 2015) se traduisant par une inflation négative (-0,5% T/T au T1 2016 après -0,2% au T4 2015). Cette faible inflation a été favorable au pouvoir d'achat des ménages. Ce dernier profite également de la tendance² à la baisse du chômage à +10,1% au T1 selon Eurostat, dont les estimations, publiées ce matin, indiquent une reprise de la baisse en mars comme le laissait supposer la forte baisse du nombre de demandeurs d'emploi sans

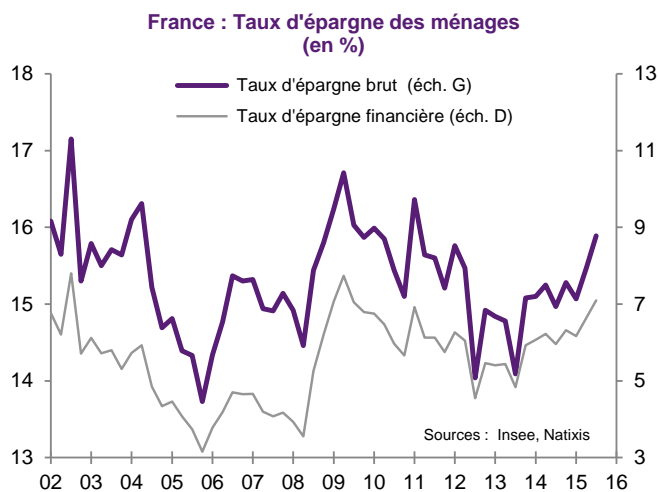
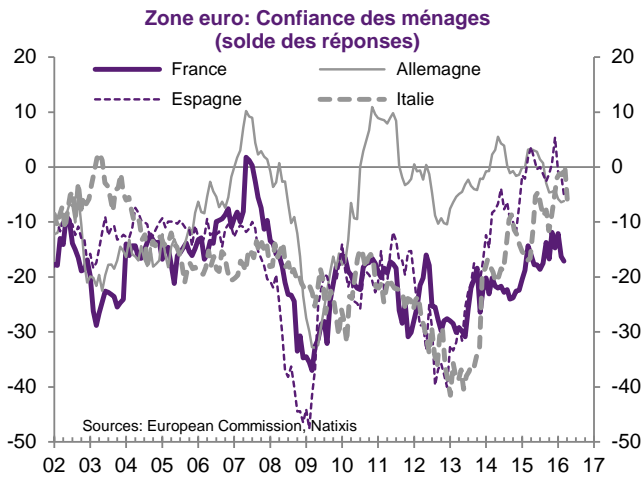
¹ D'après les chiffres publiés le 29 avril, les dépenses de consommation en bien des ménages ont continué à croître de +0,2% M/M en mars.

² D'après les dernières estimations d'Eurostat publiées ce 29 avril 2016, le taux de chômage de la France aurait légèrement diminué sur l'ensemble du T1, en dépit de ses oscillations : remontant de 10,1% en janvier à 10,2% en février, il serait redescendu à 10% en mars.



A l'instar du premier trimestre 2015, la **consommation des ménages**, moteur traditionnel de la croissance, **s'est révélée particulièrement forte** au T1 2016 (+1,2% T/T) tant au regard du T4 2015 (-0,1% T/T) que du T1 2015 (+0,6% T/T). Une progression de la consommation était attendue compte tenu des fortes hausses des dépenses de consommation en

activité (-60 000 de catégorie A) enregistrée par Pôle emploi en mars. Néanmoins, la confiance des ménages, particulièrement faible depuis fin 2013 au regard de celles des ménages des autres grands pays de la zone euro, s'est détériorée tout au long du premier trimestre. Passant de 97 à 94 elle s'est davantage éloignée de sa moyenne de long terme (100 sur la période 1987-2015), en raison notamment d'une remontée des craintes de chômage depuis février. Au regard de ces indicateurs avancés, la prudence des ménages pourrait perdurer, se traduisant par le maintien d'un fort niveau d'épargne qui s'établissait à +15,9% du revenu disponible brut au T4 2015.



D'après les premières estimations, la **reprise de l'investissement amorcée en 2015 (+0,9% T/T au T1 2016 après +0,7% au T4) s'est poursuivie** au premier trimestre à un rythme légèrement supérieur à nos attentes (+0,6% T/T au T1). Cette accélération est à mettre au compte des Entreprises Non Financières (ENF), l'investissement résidentiel des ménages demeurant cette fois encore négatif. En dépit des turbulences observées sur les marchés financiers en début d'année et du ralentissement du commerce mondial, **la croissance des investissements des ENF accélère** atteignant **+1,6% T/T au T1 2016** après +1% T/T au T4 2015 (en raison des révisions à la baisse de 2015), un rythme supérieur à nos attentes (+1,1% prévu au T1 2016). L'investissement semble profiter d'une conjonction de facteurs favorables : la faiblesse du coût de l'énergie, les bonnes conditions de financement induites par la faiblesse des taux d'intérêt favorisée par la politique monétaire accommodante de la BCE, et la relative faiblesse du taux de change de l'euro qui s'est maintenu au T1. Au-delà de ces facteurs externes, la montée en puissance des réformes

structurelles (CICE et le Pacte de Responsabilité et de Solidarité (PRS)) continuent de renforcer la compétitivité des entreprises en allégeant impôts et charges, et par conséquent le coût des entreprises.

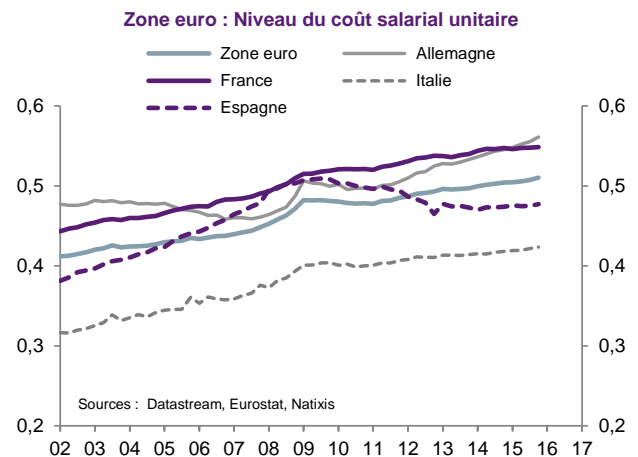
Réformes françaises en faveur des entreprises: Allègements de charges et baisses d'impôts

En milliards d'euros	2014	2015	2016	2017	
Allègements d'impôt induits par le CICE (crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi)	-10	-17,5	-18,5	-19,5	
Mesures du Pacte de responsabilité et de solidarité		-6,5	-13,5	-20,5	
- Allègement de cotisations sociales patronales sur les bas salaires		-5,5	-9	-10,5	
- Suppression progressive de la contribution sociale de solidarité des Sociétés (C3S)		-1	-2	-5,5	
- Fin de la contribution exceptionnelle et baisse du taux de l'Impôt sur les Sociétés (IS)		-2,5	-4,5		
Plans d'investissement et TPE/PME		-0,5	-1	-1	
Total		-10	-24	-33	-41

Sources: Government, NATIXIS

Conformément aux engagements pris dans le cadre du PRS, la contribution exceptionnelle de l'impôt sur les sociétés (IS) a été supprimée au 1^{er} janvier ramenant le taux normal de l'IS de 33,3% à 32%, tandis que la seconde étape de suppression progressive de la Contribution Sociale de Solidarité des Sociétés (C3S)³ s'élevant à 0,16% du chiffre d'affaires est entrée en vigueur. En outre la mesure temporaire de suramortissement de 40% des équipements industriels, réparti linéairement sur la durée d'utilisation du bien, a été prolongée d'un an jusqu'en avril 2017. Enfin, ces mesures ont été renforcées depuis janvier par le dispositif temporaire de prime à l'embauche d'un montant maximal⁴ de 2 000 euros pour les PME de moins de 250 salariés conformément au [plan d'urgence de 2 milliards d'euros](#)⁵.

Progressivement la dynamique des coûts salariaux unitaires dans l'ensemble des entreprises françaises s'améliore relativement à celles de ses partenaires au sein de la zone euro et plus particulièrement dans l'industrie manufacturière.

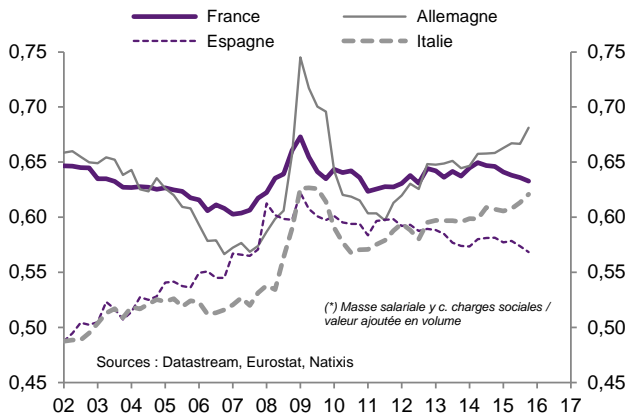


³ Cette suppression progressive passe par le relèvement par étape du seuil d'abattement en deçà duquel les entreprises sont intégralement exonérées de la C3S. Le seuil de 3,25 millions d'euros en vigueur depuis début 2015 a été porté à 19 millions d'euros au 1^{er} janvier 2016.

⁴ Destinée aux PME de moins de 250 salariés, la prime est versée, à raison de 500 euros par trimestre sur toute embauche intervenant à compter du 18 janvier 2016 en CDI ou en CDD de plus de 6 mois de salariés payés entre 1 et 1,3 fois le salaire minimum (SMIC).

⁵ Special Report « France : un plan d'urgence pour l'emploi de 2 milliards d'euros », 20 janvier 2016.

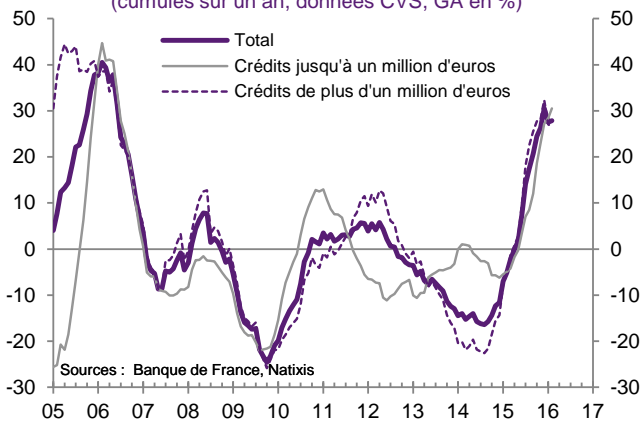
Zone euro : Niveau du coût salarial unitaire dans l'industrie manufacturière*



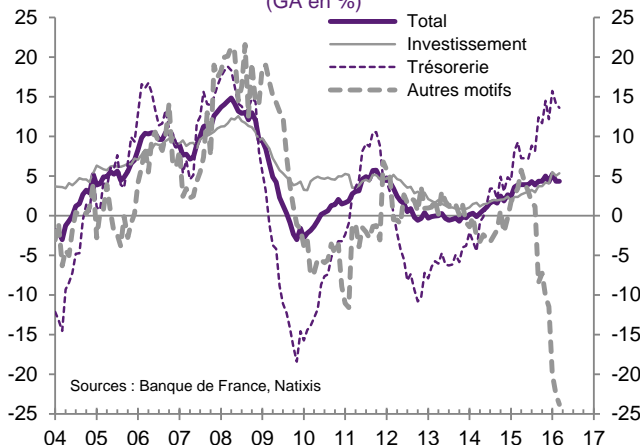
Parallèlement les marges des entreprises se sont redressées atteignant +31,4% au T4 2015 après +30,9% au T1 2015, en dépit de la progression des salaires (+1,3% en moyenne en 2015 après +1,5% en 2014) et de la faiblesse des gains de productivité (+0,9% en moyenne en 2015).

Ces différentes mesures se sont accompagnées depuis l'été 2015 par une forte croissance des nouveaux crédits aux SNF associée à une augmentation des encours de crédits d'investissement. Cette augmentation des crédits s'est traduit en partie par une remontée progressive de l'investissement. En effet, malgré les révisions à la baisse de la valeur des investissements des ENF au T3 (+0,4% T/T contre +0,5% initialement) et T4 2015 (+1% T/T contre +1,2% initialement), la reprise des investissements des entreprises se confirme et accélère alors même que les prévisions de croissance mondiale ne sont pas favorables.

France : Flux de crédits nouveaux aux SNF (hors découverts) (cumulés sur un an, données CVS, GA en %)



France : Ensemble des encours des crédits aux SNF (GA en %)

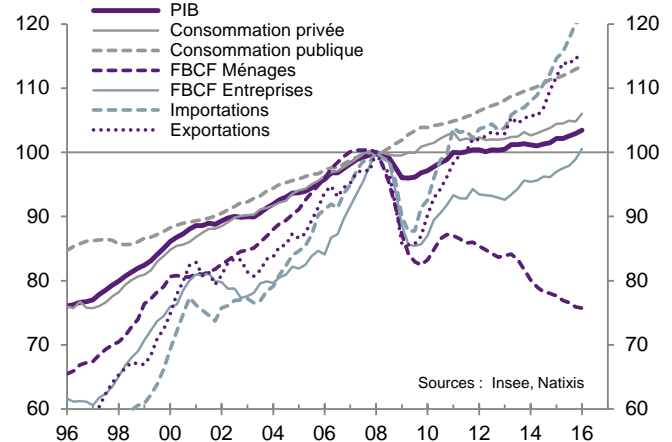


Si l'accélération des investissements des entreprises a surpris à la hausse, le niveau des investissements des ménages, principalement en logements, est une nouvelle fois source de déception. Certes le **recul des investissements des ménages** est au T1 moindre qu'en fin d'année dernière (-0,2% T/T au T1 contre -0,9% au T4), mais il perdure. Pourtant l'entrée en vigueur du nouveau PTZ depuis janvier laissait espérer un rebond de l'investissement résidentiel, dans un contexte ailleurs inchangé (faiblesse des taux d'intérêt et maintien de l'incitation à l'investissement locatif, le dispositif Pinel ayant été prolongé d'un an). Le recul de l'investissement en construction ralentit mais demeure : -0,1% T/T au T1 après -0,2% au T4 2015, tandis que l'activité du secteur de la construction repart à la baisse (-0,1% T/T au T1) sans consolider le léger redémarrage de fin 2015 (+0,2% T/T au T4).

L'augmentation des investissements publics (+0,1% T/T au T1 après +1,8% au T4 après révisions) ralentit en lien avec la volonté affichée de poursuivre la consolidation budgétaire.

Après une année de stagnation en 2015 (+0% en moyenne contre -1,2% en 2014), **l'investissement global pourrait se redresser en 2016**, voire surprendre à la hausse si l'investissement en logements repartait parallèlement à une bonne tenue de celui des entreprises.

France : PIB et ses principales composantes (base T1 2008 = 100)

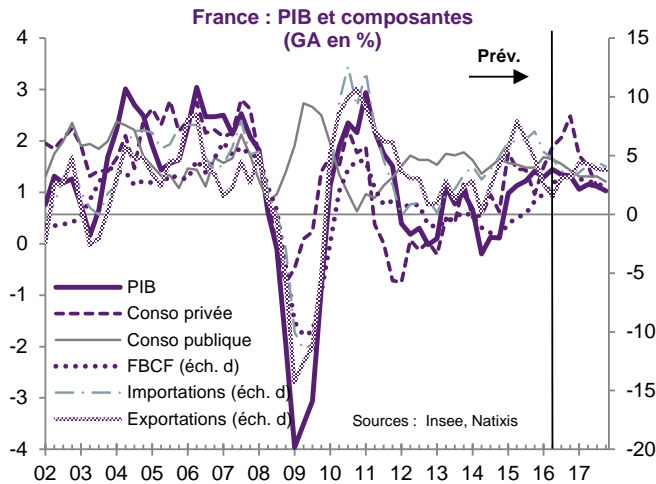


Au premier trimestre, le **solde extérieur** s'est à nouveau **dégradé**, pesant à hauteur de -0,2 point de pourcentage sur la croissance du PIB contre -0,4 point au T4. En dépit d'un niveau relativement faible de l'euro les exportations se sont repliées (-0,2% T/T au T1 après +1,0% T/T au T4) tandis que les importations ont seulement ralenti (+0,5% T/T au T1 après +2,1% au T4). Ceci est à mettre en lien avec le ralentissement du commerce mondial, les coûts salariaux unitaires en baisse ayant vraisemblablement agi comme amortisseur.

Après deux trimestres consécutifs de très fortes contributions au PIB des stocks, la **variation des stocks**, notamment celle en produits pétroliers et en biens d'équipement, contribue au T1 2016 négativement à la croissance à hauteur de -0,2 point. Il convient toutefois de noter que la contribution négative de la variation des stocks au PIB résulte d'une baisse relativement faible de la variation des stocks, grandeur macroéconomique extrapolée et sujette à révision, qui demeure par conséquent élevée.

Au regard des premières estimations du T1, la **croissance française devrait accélérer très modérément** cette année, passant de +1,2% en 2015 à **+1,3% en 2016**.

Dans un contexte marqué par le ralentissement de la croissance mondiale, l'amélioration des exportations nettes s'avère difficile au regard du dynamisme des importations induites par la demande intérieure et est conditionnée à l'évolution du taux de change.



En dépit d'une légère remontée de l'inflation attendue en 2016 (+0,3% en moyenne après +0% en 2015) venant rogner le pouvoir d'achat des ménages, leur **consommation** devrait tout de même accélérer de +1,4% en 2015 à +2% en 2016 en raison de la moindre imposition des ménages au revenu modeste, mais plus encore de la baisse attendue du chômage (estimée à -0,4 point d'ici à décembre). Celui-ci situé au niveau élevé de 10% fin mars selon Eurostat, redonnerait du pouvoir d'achat aux ménages en cas d'amélioration du marché du travail. Cette amélioration est attendue au regard de la montée en puissance des réformes engagées (CICE et pacte de responsabilité) qui ont été récemment renforcées par les nouvelles mesures en faveur de l'emploi contenues dans le **plan d'urgence de 2 milliards d'euros** de janvier dernier, notamment la prime temporaire d'embauche dégressive de 2 000 euros annuel maximum destinée aux PME. En effet, d'après les dernières statistiques publiées par l'Acoss, le nombre de Déclarations Préalables à l'Embauche (DPAE)⁶ aurait déjà augmenté au cours du T1 2016 de +4,8% T/T tandis que le ministère du travail évoque le chiffre de 225 000 demandes de prime d'embauche PME depuis janvier 2016⁷.

Selon le succès des réformes entreprises⁸, la baisse du chômage pourrait être plus rapide qu'actuellement anticipée dans nos prévisions auquel cas la croissance de la consommation privée pourrait être revue à la hausse, entraînant avec elle la croissance du PIB. A l'inverse le taux de chômage pourrait au contraire se réduire plus lentement que la dynamique sous-jacente à notre prévision. En effet, la récente évocation de l'ajout d'une taxation⁹ portant sur les

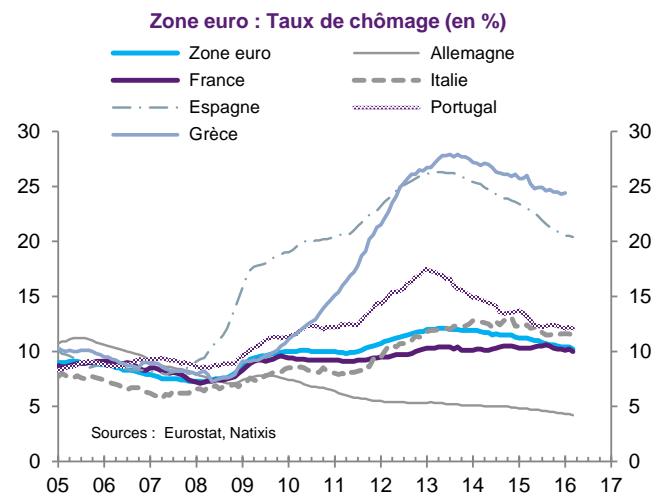
6 Cette hausse consiste aussi bien en une augmentation des déclarations pour les CDD de plus d'un mois (+5,6%) qu'une augmentation des déclarations pour les CDI (+3,8%).

7 Toutefois, au regard du caractère dégressif de la prime d'embauche, une décélération des demandes semble vraisemblable au fur et à mesure de l'estompement de l'effet incitatif.

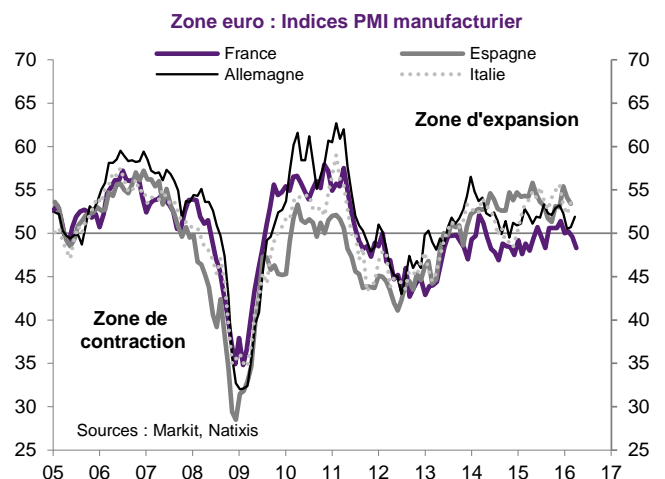
8 Actuellement peu d'effets sont attendus du programme de 500 000 formations qui tarde à être opérationnel contenu du besoin d'extension des capacités de formation, nécessitant un engagement régional sous la forme de convention tout juste en cours de signature.

9 Depuis 2013, les CDD sont déjà soumis à une taxe supplémentaire symbolique sur les cotisations sociales patronales de 0,5 à 3 points selon la durée du contrat, ajoutée aux 4 points de pourcentage dédié au financement des allocations chômage.

CDD dans le cadre de la réforme du travail El Khomri pourrait à court terme ralentir les créations d'emploi¹⁰ en raison de l'importance des CDD à hauteur de 87% dans les embauches en 2015. Ceci d'autant plus que les modifications du projet de loi du travail¹¹ en cours de finalisation pourraient atténuer la perception des entreprises quant à l'évolution du droit du travail en leur faveur et réduire par voie de conséquence l'impact attendu de la loi sur le marché du travail.



L'investissement devrait poursuivre son redressement tout au long de l'année pour atteindre +2,7% en moyenne en 2016, essentiellement tiré par les investissements des entreprises et un moindre recul de l'investissement résidentiel des ménages. La poursuite des réformes structurelles (CICE et pacte de responsabilité) devrait continuer à soutenir la rentabilité des entreprises, renforçant l'investissement productif, même si la confiance des entreprises demeure faible particulièrement au regard de celles affichées ailleurs en zone euro.



10 Actuellement les CDD ne représentent que 8,1% de l'ensemble des contrats de travail, cependant, la part des CDD dans l'ensemble des créations d'emploi, c'est-à-dire des Déclarations Préalables à l'Embauche (DPAE), était de 87% en 2015 (70% de l'ensemble des DPAE étaient des CDD de moins d'un mois) selon les chiffres de l'Acoss. Par ailleurs, la part des CDI était seulement de 13% en 2015, contre 24% en 2000.

11 Présentée au Conseil des Ministres le 24 mars, la réforme du marché du travail, ou loi El Khomri, en cours d'amendement, devrait être examinée début mai par l'Assemblée Nationale en vue d'une adoption à l'été. Initialement, la loi El Khomri avait pour objectif d'accroître conjointement la protection des salariés et la flexibilité des entreprises en matière de gestion de leur main d'œuvre notamment en favorisant le dialogue social au niveau des entreprises et en améliorant leur visibilité en cas de difficultés économiques.

Au total, la **croissance du PIB devrait atteindre +1,3% en 2016 avant de revenir à +1,1% en 2017**, en raison de la remontée attendue d'environ 1 point de pourcentage de l'inflation.

AVERTISSEMENT

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture.

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et 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. 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 ne doit accepter 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 est une communication à caractère promotionnel au sens du règlement général de l'AMF. Ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication. Les placements mentionnés dans ce document peuvent ne pas être adaptés à tous les investisseurs.** 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. 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. 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. 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. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyse 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 et toutes pièces jointes reflètent, sauf indication contraire, celles de son auteur et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis. Natixis ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ce document 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 risque. Natixis a mis en place des procédures appropriées de séparation des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de recherche et ses autres activités. Ces "barrières à l'information" peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. Natixis a mis en place des règles déontologiques visant à interdire aux analystes d'effectuer des transactions personnelles (hors OPCVM, comptes gérés...). Natixis a mis en place une politique interne relative à la rémunération de l'analyste de nature à préserver son indépendance et à gérer les éventuels conflits d'intérêts. Il est à noter que, dans le cadre de ses activités, Natixis peut être amenée à avoir des positions sur les instruments financiers et l'émetteur sur lesquels des recommandations ou opinions peuvent être données dans le document et pièces jointes communiqués. En effet, Natixis peut être rémunérée pour la prise ferme, le placement, la mission de conseil, toute autre prestation de service d'investissement ou activité bancaire ou toute autre prestation concernant les instruments financiers de la société ou des sociétés citée(s) dans ce document. Dans ce cas, les mentions relatives aux conflits d'intérêts que Natixis et que toutes les entités qui lui sont liées peuvent connaître, vis-à-vis de l'émetteur ou des émetteurs mentionné(s) dans ce document sont consultables sur le site de la Recherche. Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) 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'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce 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'ACPR et réglementée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne. Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée 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 est agréée par l'ACPR et réglementée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban. 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. 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 agréée 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. Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans cette analyse reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans cette analyse n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de cette analyse.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CETTE ANALYSE, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRÉSENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CETTE ANALYSE REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CETTE ANALYSE N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIÈRE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA RÉMUNÉRATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CETTE ANALYSE. Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020. Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis.

DISCLAIMER

Reference prices are based on closing prices.

The information contained in this publication and any attachment thereto is exclusively intended for a client base consisting of professionals and qualified investors. This document and any attachment thereto are strictly confidential and cannot be divulged to a third party without the prior written consent of Natixis. If you are not the intended recipient of this document and/or the attachments, please delete them and immediately notify the sender. 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 required to inform themselves of and comply with all such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers or any other person accepts any liability to any person in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction. **This document is considered as marketing documentation within the meaning of the AMF General Regulation. It has not been developed in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research and its author(s) is/are not subject to any prohibition on dealing in the relevant financial instrument ahead of the dissemination of the marketing communication. The investments mentioned in this documentation may not be suitable for all types of investors.** This document and all attachments are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalized investment recommendation. They are intended for general distribution and the products or services described herein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. This document and any attachment thereto shall not be construed as an offer nor a solicitation for any purchase, sale or subscription. Under no circumstances should this document be considered as an official confirmation of a transaction to any person or entity and no undertaking is given that the transaction will be entered into under the terms and conditions set out herein or under any other terms and conditions. This document and any attachment thereto are based on public information and shall not be used nor considered as an undertaking from Natixis. All undertakings require the formal approval of Natixis according to its prevailing internal procedures. This document and any attachment thereto are based on public information and shall not be used nor considered as an undertaking from Natixis. All undertakings require the formal approval of Natixis according to its prevailing internal procedures. Under no circumstances should this document be considered as an official confirmation of a transaction to any person or entity and no undertaking is given that the transaction will be entered into under the terms and conditions set out herein or under any other terms and conditions. The information contained in this document may include results of analyses from a quantitative model, which represent potential future events that may or may not be realized, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. Information may be changed or may be 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 advisers as to or in relation to the characteristics of this information. The statements, assumptions and forecasts contained in this documentation and any attachment thereto reflect the judgment of its author, unless otherwise specified, and do not reflect the judgment of any other person or of Natixis. Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information disclosed in this presentation and Natixis does not provide any advice, including in case of 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 adviser, or any other specialist, in order to verify in particular that the transaction described in this material complies with your objectives and constraints and to obtain an independent valuation of the transaction, its risk factors and rewards. Natixis has set up due procedures for the separation of activities, notably in order to prevent conflicts of interest between research activities and its other activities. Details of these "information barriers" are available upon request from the head of compliance. Natixis implemented rules of professional conduct in order to prohibit analysts from executing personal transactions (excluding UCITS, managed accounts, etc.). Natixis also implemented an in-house policy on the remuneration of analysts in order to guarantee their independence and manage potential conflicts of interest. It should be noted that, in the context of its activities, Natixis may have positions in financial instruments and in the issuer concerned by the recommendations or opinions provided in this document or any attachment thereto. Natixis can be remunerated for underwriting services, investment services, advice services and any other investment service provision or banking activity and any other service related to financial instruments of the company or the companies mentioned in this document. In this case, references made to conflicts of interests that Natixis and its affiliates may experience, with respect to the issuer(s) mentioned in this document are available on the website of the Research. Natixis is authorized in France by the *Autorité de Contrôle Prudentiel et de Régulation (ACPR)* as a Bank - Investment Services Provider and subject to its supervision. Natixis is regulated by the *Autorité des Marchés Financiers* in respect of its investment services activities. Natixis is authorized by the ACPR in France and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority in the United Kingdom. Details on the extent of regulation by the FCA and the Prudential Regulation Authority are available from Natixis' branch in London upon request. Natixis is authorized by the ACPR and regulated by the BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) for the conduct of its business under the right of establishment in Germany. Natixis is authorized by the ACPR and regulated by Bank of Spain and the CNMV (*Comisión Nacional de Mercado de Valores*) for the conduct of its business under the right of establishment in Spain. Natixis is authorized by the ACPR and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*) for the conduct of its business under the right of establishment in Italy. Natixis is authorised by the ACPR and regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA) for the conduct of its business in and from the Dubai International Financial Centre (DIFC). The document is being made available to the recipient with the understanding that it meets the DFSA definition of a Professional Client; the recipient is otherwise required to inform Natixis if this is not the case and return the document. The recipient also acknowledges and understands that neither the document nor its contents have been approved, licensed by or registered with any regulatory body or governmental agency in the GCC or Lebanon. All of the views expressed in this research report accurately reflect the research analyst's personal views regarding any and all of the subject securities or issuers. No part of analyst compensation was, is or will be, directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report. **(I/WE), ANALYST(S), WHO WROTE THIS REPORT HEREBY CERTIFY THAT THE VIEWS EXPRESSED IN THIS REPORT ACCURATELY REFLECT OUR(MY) PERSONAL VIEWS ABOUT THE SUBJECT COMPANY OR COMPANIES AND ITS/ THEIR SECURITIES, AND THAT NO PART OF OUR COMPENSATION WAS, IS OR WILL BE, DIRECTLY OR INDIRECTLY, RELATED TO THE SPECIFIC RECOMMENDATIONS OR VIEWS EXPRESSED IN THIS REPORT.** The personal views of analysts may differ from one another. Natixis, its subsidiaries and affiliates may have issued or may issue reports that are inconsistent with, and/or reach different conclusions from, the information presented herein. 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 Exchange 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. In order to receive any additional information about or to effect a transaction in any security or financial instrument mentioned herein, please contact your usual registered representative at Natixis Securities Americas LLC, by email or by mail at 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.