

Flash Economie

25 août 2017 - 961

Zone euro, France, Espagne, Italie : le plus urgent est de réduire le taux de chômage structurel, mais peut-on le faire sans faire apparaître des travailleurs pauvres ?

Dans l'ensemble de la zone euro, en France, en Espagne, en Italie (mais pas en Allemagne) le taux de chômage structurel est élevé, et, si la croissance continue au rythme attendu en 2017 et 2018, le taux de chômage pourrait assez rapidement être revenu au niveau du taux de chômage structurel. Ceci veut dire que, assez rapidement aussi, la croissance reviendrait au niveau très faible de la croissance potentielle.

L'urgence pour la politique économique de ces pays est donc de faire baisser le taux de chômage structurel, mais il y a ici une difficulté économique et sociale.

La baisse du taux de chômage structurel ne peut être obtenue que par le retour à l'emploi des chômeurs peu qualifiés, le chômage étant essentiellement un chômage des peu qualifiés. La question très importante est de savoir si ce retour à l'emploi peut se faire autrement qu'avec une forte flexibilité du marché du travail et la création d'emplois peu protégés et à salaire faible (comme aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne), c'est-à-dire en transformant les chômeurs peu qualifiés en travailleurs pauvres. Cette voie pour réduire le taux de chômage structurel et prolonger la croissance n'est pas très attrayante, mais en existe-t-il une autre ?

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

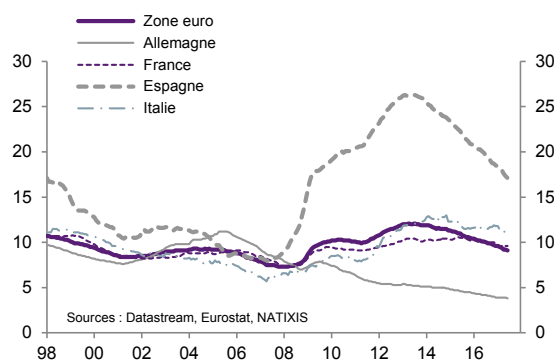
www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Probablement, un retour rapide à la croissance potentielle faible

Le **graphique 1** montre que le **taux de chômage structurel** (le taux de chômage incompressible qui dépend des caractéristiques structurelles éducation, fiscalité, productivité..., de l'économie et que la stimulation de la demande ne peut pas réduire) **est élevé dans la zone euro prise globalement, en France, en Espagne, en Italie**, mais pas en Allemagne.

Graphique 1
Taux de chômage (en %)



On attend une croissance assez forte en 2017 et 2018 dans la zone euro, en France, en Espagne, en Italie (tableau 1).

Tableau 1 : Prévisions de croissance du PIB en volume (en % par an)

Zone euro	FMI	OCDE	Croissance observée	Consensus Forecast	Natixis
2014			1,3		
2015			1,9		
2016			1,7		
2017	1,9	1,8		2,0	2,0
2018	1,7	1,8		1,8	1,3

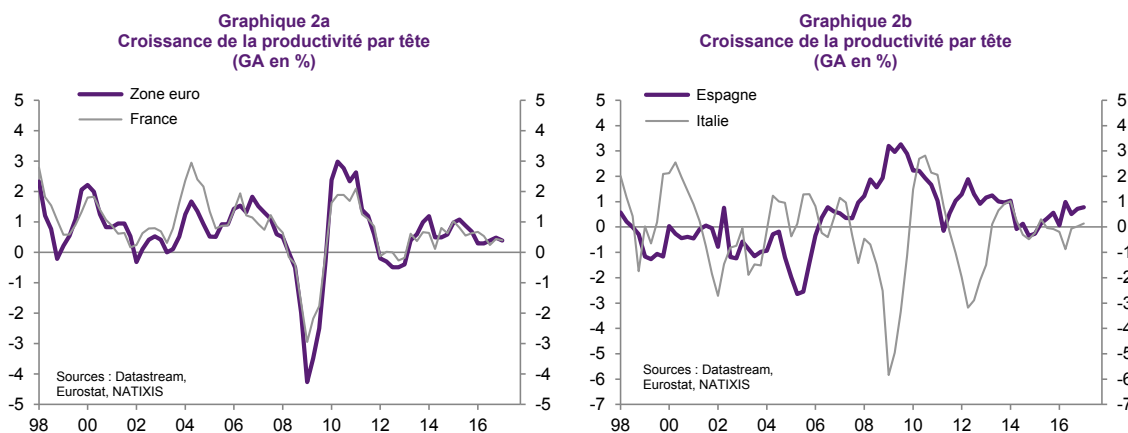
France	FMI	OCDE	Croissance observée	Consensus Forecast	Natixis
2014			1,0		
2015			1,0		
2016			1,1		
2017	1,5	1,3		1,6	1,8
2018	1,7	1,5		1,6	1,7

Espagne	FMI	OCDE	Croissance observée	Consensus Forecast	Natixis
2014			1,4		
2015			3,2		
2016			3,2		
2017	3,1	2,8		3,1	3,1
2018	2,4	2,4		2,6	2,3

Italie	FMI	OCDE	Croissance observée	Consensus Forecast	Natixis
2014			0,2		
2015			0,7		
2016			1,0		
2017	1,3	1,0		1,2	1,1
2018	1,0	0,8		1,0	0,6

Sources : FMI, OCDE, Consensus Forecast, Natixis

De plus, dans ces pays, **les gains de productivité sont faibles (graphiques 2a/b)**. Ceci veut dire que **la croissance attendue en 2017 et 2018 va conduire à une croissance assez forte de l'emploi**.



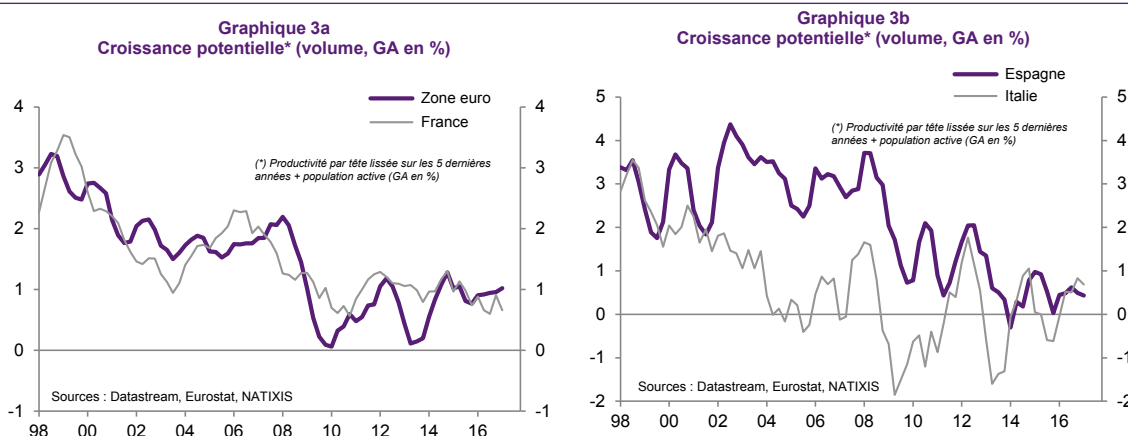
Si on estime le taux de chômage structurel à :

- 8% pour la zone euro ;
- 8% en France ;
- 10% en Espagne ;
- 9% en Italie,

alors on peut attendre le retour du chômage au niveau du chômage structurel pour :

- fin 2018 dans la zone euro ;
- fin 2018 en France ;
- fin 2020 en Espagne ;
- fin 2019 en Italie.

Le problème est que, une fois le taux de chômage revenu au niveau du taux de chômage structurel, la croissance revient au niveau de la croissance potentielle, et que la croissance potentielle est faible (graphiques 3a/b), en raison de la faiblesse des gains de productivité (graphiques 2a/b plus haut).



Si le taux de chômage structurel reste aussi élevé, dans la zone euro, en France, en Espagne, en Italie, il faut donc s'attendre à ce que, assez vite, la croissance chute pour revenir au niveau de la croissance potentielle, soit :

- 1,0% par an dans la zone euro ;
- 0,8% par an en France ;
- 0,5% par an en Espagne ;
- 0,7% par an en Italie.

L'objectif essentiel de la politique économique dans la zone euro, en France, en Espagne, en Italie, doit donc être de faire baisser le taux de chômage structurel. S'il n'y a pas de baisse du taux de chômage structurel, en effet, la croissance, on vient de le voir, va assez vite chuter pour revenir au niveau faible de la croissance potentielle.

La baisse du taux de chômage structurel nécessite le retour à l'emploi des chômeurs peu qualifiés

Le chômage, on le sait, est essentiellement un chômage des peu qualifiés (tableau 2).

Tableau 2 : Taux de chômage par niveau d'éducation de la population âgée de 25 à 64 ans (en %)

	Zone euro			France		
	Niveau Inférieur au second cycle de l'enseignement secondaire	Deuxième cycle de l'enseignement secondaire	Tertiaire	Niveau Inférieur au second cycle de l'enseignement secondaire	Deuxième cycle de l'enseignement secondaire	Tertiaire
1998	-	-	-	14,8	9,6	6,5
1999	-	-	-	15,1	9,2	6,1
2000	11,1	7,9	5,1	13,8	8,0	5,1
2001	9,5	7,4	4,5	11,5	6,6	4,6
2002	9,9	7,6	4,8	11,3	6,5	5,0
2003	10,3	8,0	5,1	10,2	6,7	5,2
2004	10,6	8,3	5,4	10,6	6,9	5,9
2005	10,5	8,0	5,1	10,5	6,3	5,1
2006	10,0	7,2	4,6	10,4	6,2	4,8
2007	9,3	6,3	4,1	9,6	5,6	4,7
2008	10,2	6,1	3,9	9,1	5,3	3,8
2009	13,4	7,6	5,0	10,9	6,6	4,8
2010	14,8	8,0	5,4	12,1	6,8	4,7
2011	15,4	7,9	5,6	12,1	7,0	4,7
2012	17,9	8,7	6,3	12,9	7,8	4,8
2013	19,4	9,2	6,9	13,9	8,5	5,3
2014	19,2	8,9	6,8	14,8	9,0	5,8
2015	18,0	8,5	6,4	15,6	9,1	5,7
2016	16,9	7,9	5,8	15,9	9,0	5,1
2017 Q1	17,2	7,8	5,6	16,6	9,1	5,1

	Espagne			Italie		
	Niveau Inférieur au second cycle de l'enseignement secondaire	Deuxième cycle de l'enseignement secondaire	Tertiaire	Niveau Inférieur au second cycle de l'enseignement secondaire	Deuxième cycle de l'enseignement secondaire	Tertiaire
1998	17,5	15,2	12,7	10,4	8,3	6,9
1999	14,6	13,0	10,7	10,2	8,1	6,9
2000	13,8	11,1	9,1	9,8	7,4	5,9
2001	10,3	8,1	6,6	9,2	6,6	5,3
2002	11,0	9,3	7,5	9,0	6,4	5,3
2003	11,3	9,8	7,3	8,9	5,8	5,5
2004	11,3	9,2	7,3	7,9	5,2	4,7
2005	9,3	7,3	6,0	7,8	5,2	5,7
2006	9,0	6,7	5,4	6,9	4,6	4,8
2007	9,0	6,9	4,8	6,3	4,1	4,2
2008	13,2	9,2	5,8	7,4	4,6	4,2
2009	21,8	15,0	8,9	8,4	5,6	5,1
2010	24,5	17,2	10,4	9,0	6,0	5,5
2011	26,2	19,0	11,5	9,3	5,9	5,1
2012	31,1	21,5	13,9	12,2	7,7	6,3
2013	32,7	23,2	14,9	14,4	8,9	6,9
2014	31,4	21,6	13,8	15,2	9,1	7,6
2015	28,9	19,2	12,4	14,2	8,9	6,8
2016	26,1	17,0	10,9	14,3	8,9	6,5
2017 Q1	25,4	16,4	10,3	15,7	9,1	6,7

Sources : Eurostat, Natixis

Pour faire baisser le taux de chômage structurel, il faut donc être capable de ramener à l'emploi les chômeurs peu qualifiés.

Dans les pays où le taux de chômage structurel est faible (Etats-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, **graphique 4**), le taux de chômage des peu qualifiés est plus faible que dans la zone euro (**tableau 3**).

Graphique 4
Taux de chômage (en %)

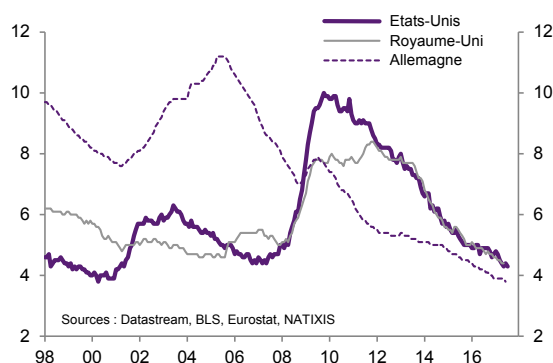


Tableau 3 : Taux de chômage par niveau d'éducation (en %) de la population âgée de 25 à 64 ans

Année	Etats-Unis			Royaume-Uni		
	Niveau Inférieur au second cycle de l'enseignement secondaire	Deuxième cycle de l'enseignement secondaire	Tertiaire	Niveau Inférieur au second cycle de l'enseignement secondaire	Deuxième cycle de l'enseignement secondaire	Tertiaire
1998	8,5	4,5	2,1	7,5	4,4	2,6
1999	7,7	3,7	2,1	7,4	4,4	2,8
2000	7,9	3,6	1,8	6,7	4,0	2,2
2001	8,1	3,8	2,1	5,8	3,2	2,0
2002	10,2	5,7	3,0	6,1	3,4	2,4
2003	9,9	6,1	3,4	5,2	3,2	2,3
2004	10,5	5,6	3,3	5,2	3,5	2,2
2005	9,0	5,1	2,6	5,0	3,2	2,1
2006	8,3	4,6	2,5	6,0	3,8	2,2
2007	8,5	4,5	2,1	6,0	3,7	2,1
2008	10,1	5,3	2,4	6,6	4,1	2,3
2009	15,8	9,8	4,9	9,4	5,9	3,2
2010	16,8	11,2	5,3	10,3	6,2	3,4
2011	16,2	10,2	4,9	10,5	6,1	3,7
2012	14,3	9,1	4,6	10,3	6,0	3,7
2013	12,7	8,2	4,1	10,6	5,8	3,2
2014	10,6	7,2	3,7	8,4	4,9	2,7
2015	9,2	6,0	2,7	7,3	4,2	2,5
2016	-	-	-	6,2	3,8	2,6
2017 Q1	-	-	-	5,4	3,7	2,7

Année	Allemagne		
	Niveau Inférieur au second cycle de l'enseignement secondaire	Deuxième cycle de l'enseignement secondaire	Tertiaire
1998	16,5	10,3	5,5
1999	15,5	8,8	5,0
2000	13,8	8,0	4,3
2001	12,9	8,2	4,2
2002	15,0	8,7	4,3
2003	17,7	10,0	5,0
2004	20,0	11,0	5,4
2005	20,1	11,0	5,5
2006	19,8	9,9	4,8
2007	18,0	8,3	3,8
2008	16,5	7,2	3,3
2009	16,7	7,5	3,4
2010	15,7	6,9	3,0
2011	13,8	5,7	2,4
2012	12,7	5,3	2,3
2013	12,3	5,1	2,4
2014	12,0	4,6	2,5
2015	11,4	4,3	2,3
2016	10,0	3,7	2,2
2017 Q1	9,9	3,7	2,0

Sources : Regards sur l'éducation OCDE, Eurostat, Natixis

Mais comment ceci est-il obtenu dans ces pays ?

- **par la forte flexibilité du marché du travail** (faible protection de l'emploi à durée indéterminée aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, **tableau 4** ; formes très flexibles d'emploi **graphiques 5a/b/c**) ;

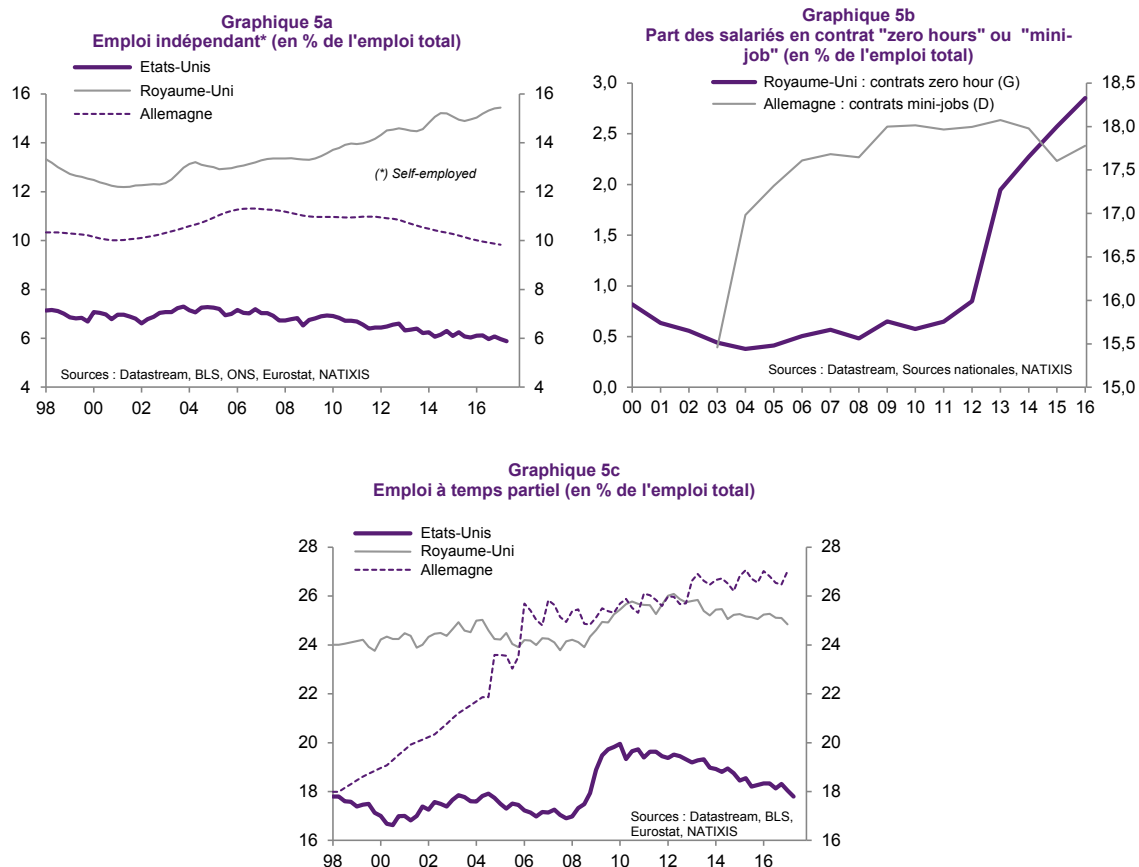


Tableau 4 : Indice de protection de l'emploi : degré de réglementation du marché du travail*

(Emploi à durée indéterminée)

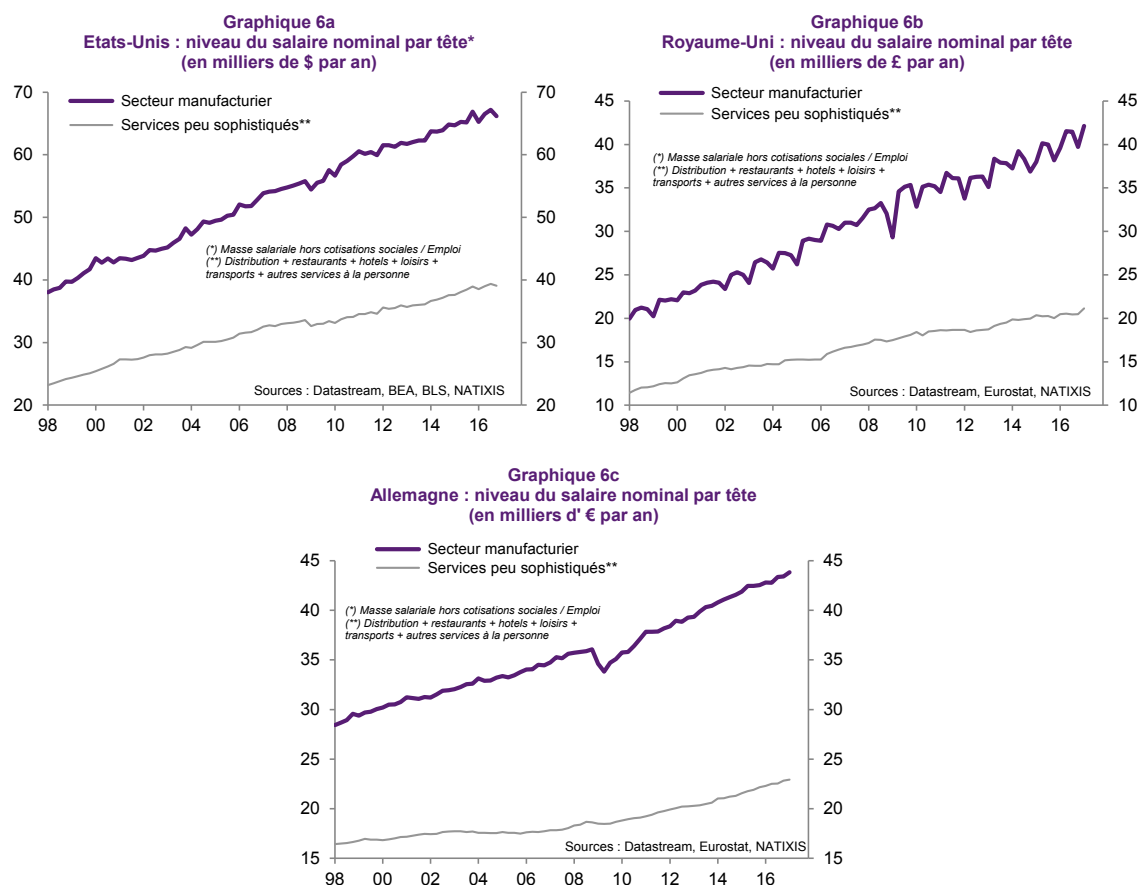
Année	Etats-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	France	Espagne	Italie
1998	1,00	1,60	2,95	2,64	2,76	3,15
1999	1,00	1,60	2,95	2,64	2,76	3,15
2000	1,00	1,72	2,95	2,64	2,76	3,15
2001	1,00	1,72	2,95	2,64	2,76	3,15
2002	1,00	1,72	2,95	2,64	2,76	3,15
2003	1,00	1,72	2,95	2,73	2,76	3,15
2004	1,00	1,72	2,95	2,73	2,76	3,15
2005	1,00	1,72	2,95	2,73	2,76	3,15
2006	1,00	1,72	2,95	2,73	2,76	3,15
2007	1,00	1,72	2,95	2,73	2,76	3,15
2008	1,17	1,76	2,84	2,87	2,66	3,03
2009	1,17	1,76	2,84	2,82	2,66	3,03
2010	1,17	1,76	2,84	2,82	2,66	3,03
2011	1,17	1,76	2,84	2,82	2,56	3,03
2012	1,17	1,76	2,84	2,82	2,56	3,03
2013	1,17	1,66	2,84	2,82	2,36	2,89

(*) Echelle de 0 à 6, les valeurs augmentant avec le degré de rigueur de la réglementation

Rupture de série en 2008 (version 2 1998 – 2007)

Sources : OCDE, Natixis

- par la faiblesse des salaires dans les services peu sophistiqués (graphiques 6a/b/c) ;



- par l'acceptation, en conséquence, d'inégalités de revenu importantes (tableau 5), de l'existence de « travailleurs pauvres » (tableaux 6 et 7).

Tableau 5 : Proportion de la population en dessous du seuil de pauvreté

Seuil : 50% du revenu équivalent médian	États-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	France	Espagne	Italie
1998	17,2	13,1	6,4	7,2	12,0	12,2
1999	17,2	12,0	6,4	7,1	13,0	12,2
2000	16,9	11,0	7,6	7,2	12,0	12,2
2001	16,5	11,4	7,8	7,0	13,0	13,2
2002	16,8	12,6	8,2	6,8	12,0	n/c
2003	17,2	12,4	8,1	7,0	n/c	n/c
2004	17,0	11,6	8,3	7,0	13,9	12,2
2005	17,0	12,0	9,1	7,2	14,2	12,6
2006	16,8	12,6	8,3	7,2	14,5	12,3
2007	17,6	12,8	8,4	7,2	14,2	11,9
2008	17,3	12,3	9,0	7,2	14,4	11,9
2009	16,5	11,2	9,5	7,5	14,9	12,0
2010	17,4	11,0	8,8	7,9	13,9	13,4
2011	17,1	10,4	8,7	8,0	14,7	12,8
2012	17,4	10,5	8,4	8,5	14,0	13,0
2013	17,2	10,4	9,1	8,0	15,9	13,3
2014	17,5	10,5	9,5	8,2	15,3	13,7
2015	16,8	10,9	n/c	n/c	n/c	n/c

Seuil : 60% du revenu équivalent médian	États-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	France	Espagne	Italie
1998	n/c	20,2	11,0	12,9	18,0	18,0
1999	n/c	20,2	11,3	12,9	19,0	18,0
2000	23,6	19,0	12,5	13,8	18,0	18,0
2001	n/c	19,9	13,4	11,2	19,0	19,0
2002	n/c	20,5	14,1	10,4	19,0	n/c
2003	n/c	19,9	14,4	n/c	n/c	n/c
2004	n/c	19,1	14,7	13,6	20,6	19,1
2005	23,8	19,6	15,3	13,1	20,6	20,1
2006	n/c	19,9	14,5	14,3	20,8	20,0
2007	n/c	20,3	15,1	14,1	20,2	19,3
2008	24,4	19,5	14,7	13,5	20,9	18,9
2009	23,4	18,4	15,7	13,8	21,4	18,9
2010	24,2	18,2	15,3	14,4	21,2	20,4
2011	24,2	18,0	14,8	14,5	21,4	19,9
2012	24,6	17,4	14,1	14,6	20,9	19,4
2013	24,2	17,2	15,3	14,3	22,7	19,6
2014	24,2	17,8	15,6	14,2	21,8	19,8
2015	23,6	17,9	n/c	n/c	n/c	n/c

Sources : OCDE, Eurostat, Natixis

Tableau 6 : Rapport interquintile du revenu disponible S80/S20*

Année	Etats-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	France	Espagne	Italie
1998	nd	nd	nd	nd	6,0	nd
1999	nd	5,6	nd	nd	5,8	nd
2000	6,9	5,9	3,9	4,2	5,5	5,6
2001	nd	5,7	nd	4,1	5,6	nd
2002	nd	6,2	nd	4,1	5,2	nd
2003	nd	6,1	nd	4,3	5,2	5,4
2004	nd	6,0	4,2	4,4	5,3	5,6
2005	7,8	6,1	nd	4,2	5,6	5,5
2006	7,8	6,4	nd	4,2	5,6	5,5
2007	7,7	6,6	4,4	4,3	5,6	5,2
2008	7,7	6,5	4,3	4,3	5,8	5,3
2009	7,7	6,5	4,3	4,3	6,1	5,3
2010	7,9	5,9	4,4	4,5	6,1	5,8
2011	8,2	5,9	4,4	4,7	6,3	5,7
2012	8,2	5,9	4,3	4,7	6,1	5,9
2013	8,6	6,0	4,4	4,4	6,6	5,8
2014	8,7	6,0	4,4	4,5	6,6	5,9
2015	8,3	6,1	nd	nd	nd	nd

(*) Rapport entre la part du revenu total perçu par les 20% de la population ayant le revenu le plus élevé (quintile supérieur)

Et la part du revenu total perçu par les 20% de la population ayant le revenu le plus bas (quintile inférieur).

Sources : OCDE, Natixis

Tableau 7 : Distribution des revenus par quintile de la population (2015, en %)

Pays	Premier quintile	Second quintile	Troisième quintile	Quatrième quintile	Cinquième quintile
Etats-Unis	3,1	8,2	14,3	23,2	51,1
Royaume-Uni	7,6	12,7	16,9	22,8	40,0
Allemagne	7,9	13,5	17,6	22,8	38,1
France	9,0	13,6	17,2	21,8	38,5
Espagne	5,9	12,3	17,3	23,8	40,6
Italie	6,7	13,0	17,8	23,4	39,1

Sources : Census Bureau, Eurosta, Natixis

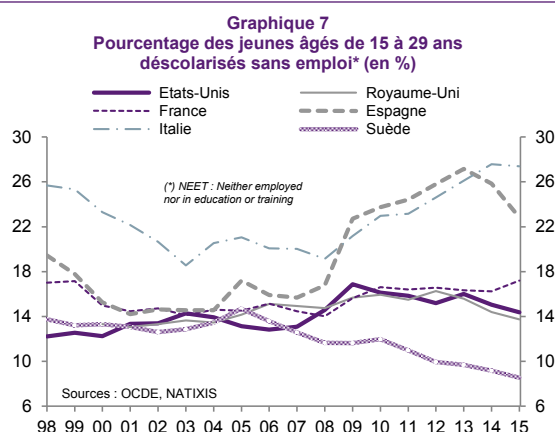
Synthèse : que faut-il faire dans la zone euro, en France, en Espagne, en Italie ?

Si le taux de chômage structurel reste au niveau élevé présent, dans la zone euro, en France, en Espagne, en Italie, alors assez vite le taux de chômage sera revenu au niveau du chômage structurel dans ces pays, et la croissance chutera au niveau faible de la croissance potentielle.

Il faut donc faire baisser le taux de chômage structurel dans ces pays. Mais il apparaît alors une difficulté grave : le chômage étant essentiellement un chômage des peu qualifiés, **la baisse du taux de chômage structurel nécessite de ramener à l'emploi les chômeurs peu qualifiés.**

Les pays qui ont fait cela (Etats-Unis, Royaume-Uni, Allemagne) ont effectivement un taux de chômage structurel faible, mais ont dû accepter de créer des emplois de service peu protégés et à salaire faible : il paraît très difficile d'éviter l'apparition de travailleurs pauvres si on veut faire baisser le taux de chômage structurel, tant que le chômage est essentiellement un chômage des peu qualifiés.

Comment sortir de ce dilemme alors qu'en France, en Espagne, en Italie il faut ramener à l'emploi les personnes très peu qualifiées (tableau 2), les jeunes déscolarisés (graphique 7) ?



Avertissement

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 receviez 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 conseillers, 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 a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière 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.

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 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 supervisée par l'European Central bank (ECB).

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'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR 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 est agréée par l'ACPR et régulée 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 propres 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 collaborateurs 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 ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et 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 à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>