

## Flash Economie

5 octobre 2017 - 1162

### Capitalisme à la recherche de rendements anormalement élevés : quelles conséquences ?

Nous pensons que dans les pays de l'OCDE le capitalisme est à la recherche d'une rentabilité du capital (d'un rendement des fonds propres) anormalement élevée par rapport au niveau des taux d'intérêt.

Il peut en résulter a priori quatre conséquences :

- la baisse de la part des salaires dans le PIB, c'est-à-dire une pression à la réduction des salaires qui accroît la profitabilité, et qu'on a bien observée. Elle conduit à la faiblesse de la demande des ménages et à celle de l'inflation ; elle explique donc les politiques budgétaire et monétaire expansionnistes (il faut soutenir la demande, et l'inflation faible autorise les taux d'intérêt bas), d'où la hausse forte des taux d'endettement ;
- la hausse du levier d'endettement des entreprises (hausse de l'endettement, rachats d'actions) permet aussi d'accroître le rendement des fonds propres (le ROE). Elle est obtenue à la fois par la hausse de la dette et par les rachats d'actions ;
- la recherche de position et de rentes de monopole, ce qui est certainement le cas aujourd'hui des grandes entreprises de l'Internet (des GAFAM), et peut expliquer le mouvement d'acquisitions et de concentration. Elle ne concerne pas l'ensemble des entreprises ;
- un effort accru d'innovation et de développement de nouveaux produits, qui permet d'obtenir les rentes liées à l'innovation. On ne l'a pas observé.

Les conséquences de l'exigence élevée de rentabilité du capital sont donc négatives : compression des salaires, politiques monétaire et budgétaire trop expansionnistes, hausse du levier d'endettement, recherche quand c'est possible (GAFAM) de positions de monopole.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

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

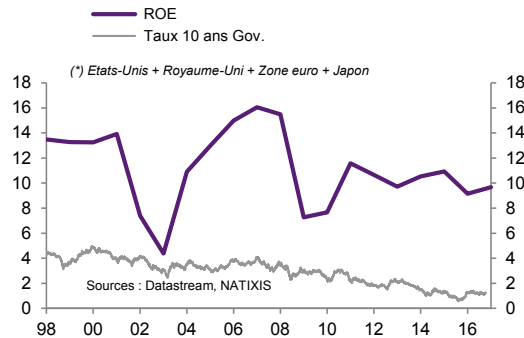
[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

## Rentabilité exigée du capital anormalement élevée dans les pays de l'OCDE

Le **graphique 1** compare le **rendement des fonds propres (ROE)** et le **taux d'intérêt à 10 ans sur les dettes publiques** dans les pays de l'OCDE.

**Graphique 1**  
OCDE\* : ROE et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



On voit **le niveau élevé de la rentabilité exigée du capital par rapport au taux d'intérêt sans risque. Quelles sont les conséquences de cette rentabilité exigée élevée du capital dans les pays de l'OCDE ?**

On peut a priori en attendre quatre évolutions possibles :

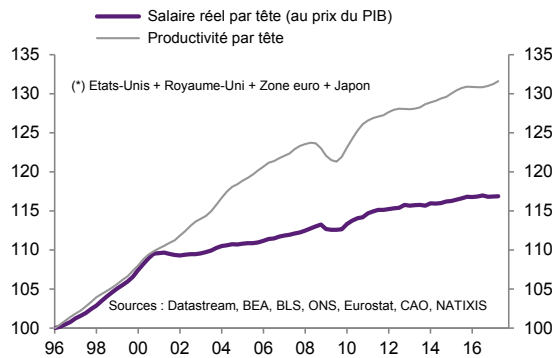
- 1- Une compression des salaires.
- 2- Une hausse du levier d'endettement des entreprises.
- 3- La recherche de rentes de monopole.
- 4- Un effort d'innovation.

# Quelles conséquences de l'exigence élevée de rentabilité du capital observe-t-on dans les pays de l'OCDE ?

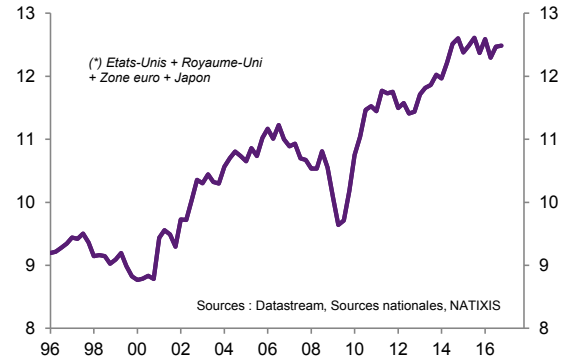
## 1- Première conséquence possible : la compression des salaires

On observe effectivement la déformation du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 2a), qui donne aux entreprises la hausse requise de la profitabilité (graphique 2b).

**Graphique 2a**  
OCDE\* : salaire réel par tête et productivité par tête  
(100 en 1996:1)



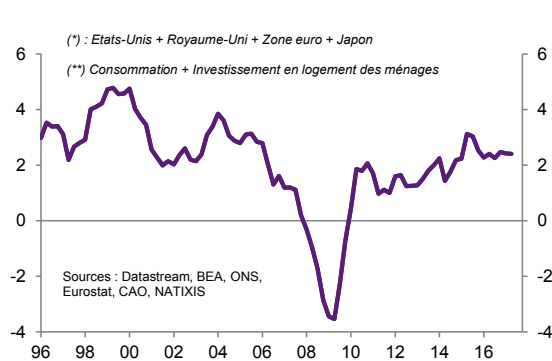
**Graphique 2b**  
OCDE\* : profits après taxes, intérêts et dividendes  
(en % du PIB valeur)



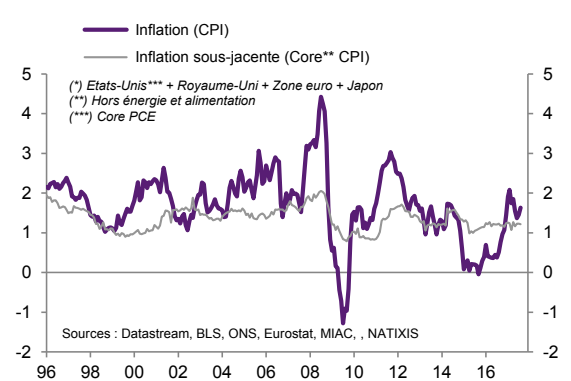
Cette compression des salaires a des conséquences très importantes :

- affaiblissement de la demande des ménages (graphique 3a) ;
- affaiblissement de l'inflation (graphique 3b).

**Graphique 3a**  
OCDE\* : demande des ménages\*\*  
(volume, GA en %)



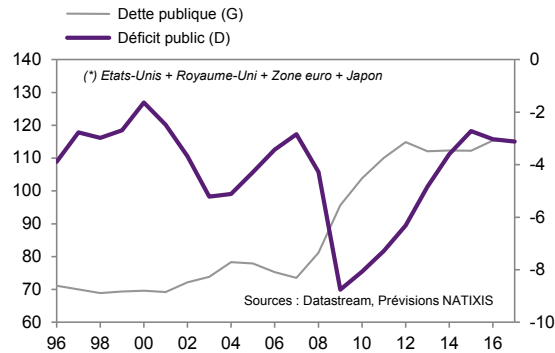
**Graphique 3b**  
OCDE\* : inflation et inflation sous-jacente (GA en %)



Il en résulte alors :

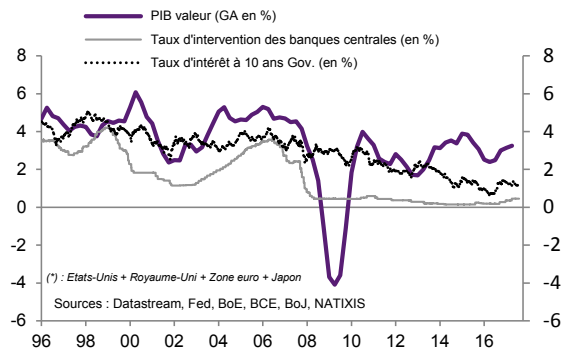
- **une politique budgétaire expansionniste (graphique 4)** pour compenser la faiblesse de la demande des ménages ;

**Graphique 4**  
OCDE\* : déficit et dette publics  
(en % du PIB valeur)



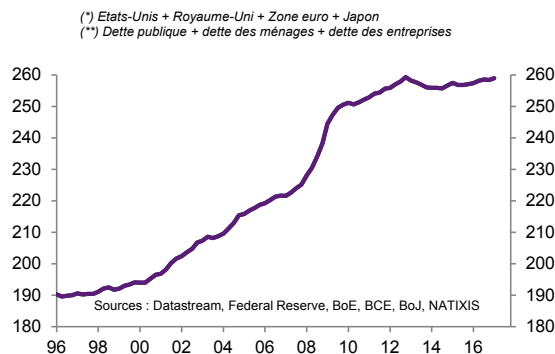
- **une politique monétaire expansionniste, d'où les taux d'intérêt faibles (graphique 5),** aussi pour stimuler la demande, et rendue possible par la faiblesse de l'inflation ;

**Graphique 5**  
OCDE\* : PIB valeur, taux directeur et taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat



- avec les taux d'intérêt bas, **la hausse de l'endettement (graphique 6).**

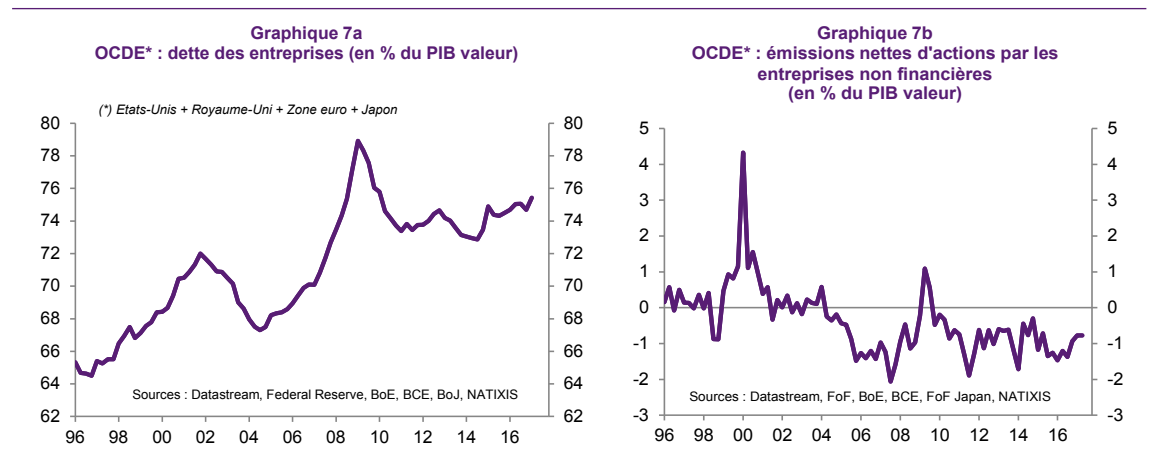
**Graphique 6**  
OCDE\* : dette totale\*\* (en % du PIB valeur)



## 2- Deuxième conséquence possible : la hausse du levier d'endettement des entreprises

La hausse du levier d'endettement des entreprises (qui peut prendre la forme d'une hausse de l'endettement ou de rachats d'actions) accroît mécaniquement le rendement des fonds propres.

Les graphiques 7a/b montrent qu'il y a eu à la fois hausse de l'endettement et, depuis 2004, rachats d'actions.



## 3- Troisième possibilité : la recherche de rentes de monopole

Une position de monopole accroît évidemment les marges bénéficiaires et le rendement des fonds propres.

Globalement, il y a eu une hausse de la concurrence sur les marchés de biens et services des pays de l'OCDE (tableau 1).

Tableau 1 : indice de réglementation des marchés des biens

Echelle de 0 à 6, les valeurs augmentant avec le degré de rigueur de la réglementation	Fin des années 90	1998	2003	2008	2013
Zone euro	3,4	2,2	1,8	1,5	1,3

Sources : OCDE, Natixis

Mais des positions de monopole sont apparues avec les grands entreprises de l'Internet, avec les GAFAM (tableau 2). De plus, l'importance des opérations de Fusions & Acquisitions peut aussi s'expliquer par la recherche de positions dominantes (tableau 3).

Tableau 2 : chiffre d'affaires, profits net, fonds propres et rendement du capital investi

	Google (en mds de \$)				Amazon (en mds de \$)			
	Chiffre d'affaires	Profits	Fonds propres	Rendement du capital investi*	Chiffre d'affaires	Profits	Fonds propres	Rendement du capital investi*
1996	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	-
1997	-	-	-	-	0,1	0,0	0,0	-
1998	-	-	-	-	0,6	-0,1	0,1	-
1999	-	-	-	-	1,6	-0,7	0,3	-
2000	-	-	-	-	2,8	-1,4	-1,0	-
2001	-	-	-	-	3,1	-0,6	-1,4	-
2002	0,4	0,1	0,2	-	3,9	-0,1	-1,4	-
2003	1,5	0,1	0,6	25,2	5,3	0,0	-1,0	-
2004	3,2	0,4	2,9	29,0	6,9	0,6	-0,2	-
2005	6,1	1,5	9,4	23,3	8,5	0,4	0,2	23,1
2006	10,6	3,1	17,0	20,5	10,7	0,2	0,4	12,2
2007	16,6	4,2	22,7	18,9	14,8	0,5	1,2	22,2
2008	21,8	4,2	28,2	19,0	19,2	0,6	2,7	20,8
2009	23,7	6,5	36,0	20,4	24,5	0,9	5,3	19,4
2010	29,3	8,5	46,2	19,1	34,2	1,2	6,9	16,0
2011	37,9	9,7	58,1	16,4	48,1	0,6	7,8	6,6
2012	50,2	10,7	71,7	14,6	61,1	0,0	8,2	-0,1
2013	55,5	12,9	87,3	15,1	74,5	0,3	9,7	2,9
2014	66,0	14,1	103,9	12,8	89,0	-0,2	10,7	-0,2
2015	75,0	16,3	120,3	13,6	107,0	0,6	13,4	3,0
2016	90,3	19,5	139,0	14,2	136,0	2,4	19,3	7,2

	Facebook (en mds de \$)				Apple (en mds de \$)			
	Chiffre d'affaires	Profits	Fonds propres	Rendement du capital investi*	Chiffre d'affaires	Profits	Fonds propres	Rendement du capital investi*
1996	-	-	-	-	9,8	-0,8	2,1	—
1997	-	-	-	-	7,1	-1,0	1,2	—
1998	-	-	-	-	5,9	0,3	1,6	10,2
1999	-	-	-	-	6,1	0,6	3,1	10,8
2000	-	-	-	-	8,0	0,8	4,1	10,5
2001	-	-	-	-	5,4	0,0	3,9	—
2002	-	-	-	-	5,7	0,1	4,1	0,8
2003	-	-	-	-	6,2	0,1	4,2	0,4
2004	-	-	-	-	8,3	0,3	5,1	5,1
2005	-	-	-	-	13,9	1,3	7,5	19,2
2006	-	-	-	-	19,3	2,0	10,0	19,3
2007	0,2	-0,1	0,3	-	24,6	3,5	14,5	24,1
2008	0,3	-0,1	0,3	-	37,5	6,1	22,3	30,0
2009	0,8	0,1	0,9	-	42,9	8,2	31,6	28,0
2010	2,0	0,4	2,2	-	65,2	14,0	47,8	32,1
2011	3,7	0,7	4,9	25,1	108,2	25,9	76,6	37,0
2012	5,1	0,0	11,8	0,6	156,5	41,7	118,2	37,6
2013	7,9	1,5	15,5	10,1	170,9	37,0	123,5	24,8
2014	12,5	2,9	36,1	11,4	182,8	39,5	111,5	23,7
2015	17,9	3,7	44,2	9,2	233,7	53,4	119,4	27,9
2016	27,6	7,6	59,2	19,6	215,6	45,7	128,2	19,9

	Microsoft (en mds de \$)			
	Chiffre d'affaires	Profits	Fonds propres	Rendement du capital investi*
1996	8,7	2,2	7,0	32,0
1997	11,4	3,5	10,8	35,6
1998	15,3	4,5	16,6	29,0
1999	19,7	7,8	28,4	27,6
2000	23,0	9,4	41,4	20,3
2001	25,3	7,3	47,3	17,5
2002	28,4	7,8	52,2	15,8
2003	32,2	7,5	64,9	11,0
2004	36,8	8,2	74,8	8,7
2005	39,8	12,3	48,1	—
2006	44,3	12,6	40,1	27,6
2007	51,1	14,1	31,1	39,1
2008	60,4	17,7	36,3	48,2
2009	58,4	14,6	39,6	34,7
2010	62,5	18,8	46,2	36,0
2011	69,9	23,2	57,1	35,8
2012	73,7	17,0	66,4	21,8
2013	77,8	21,9	78,9	24,5
2014	86,8	22,1	89,8	20,8
2015	93,6	12,2	80,1	10,2
2016	85,3	16,8	72,0	14,0

Sources : Bloomberg, Natixis

**Tableau 3 : Etats-Unis : Fusions & Acquisitions (transactions réalisées, montants cumulés sur l'année)**

Année	Trimestre	Etats-Unis	Europe (yc Europe de l'Est)	Japon	OCDE
2002	Q1 2002	90,2	99,4	13,7	203,3
	Q2 2002	196,6	238,6	29,8	465,0
	Q3 2002	340,7	336,8	37,7	715,2
	Q4 2002	439,5	482,4	48,8	970,7
2003	Q1 2003	105,2	89,5	23,6	218,2
	Q2 2003	238,1	207,0	50,7	495,8
	Q3 2003	331,3	339,2	56,1	726,6
	Q4 2003	464,9	479,5	74,9	1019,3
2004	Q1 2004	88,7	100,7	23,2	212,6
	Q2 2004	290,5	201,4	51,4	543,3
	Q3 2004	502,3	354,0	-	856,4
	Q4 2004	777,1	467,2	75,0	1319,3
2005	Q1 2005	131,7	153,0	-	284,6
	Q2 2005	289,0	300,8	32,0	621,8
	Q3 2005	578,2	597,8	77,5	1253,4
	Q4 2005	885,0	862,0	140,3	1887,3
2006	Q1 2006	331,2	256,7	26,2	614,1
	Q2 2006	579,1	388,0	69,1	1036,2
	Q3 2006	806,7	648,8	87,2	1542,7
	Q4 2006	1308,7	999,1	107,7	2415,5
2007	Q1 2007	415,4	290,6	16,4	722,4
	Q2 2007	753,9	555,6	-	1309,5
	Q3 2007	1193,7	797,0	-	1990,7
	Q4 2007	1714,5	1426,3	-	3140,7
2008	Q1 2008	288,2	398,4	33,9	720,5
	Q2 2008	374,1	607,4	54,2	1035,7
	Q3 2008	648,4	905,8	75,0	1629,3
	Q4 2008	903,0	1123,9	92,0	2118,9

Année	Trimestre	Etats-Unis	Europe (yc Europe de l'Est)	Japon	OCDE
2009	Q1 2009	251,4	146,0	14,8	412,1
	Q2 2009	289,5	264,7	28,5	582,7
	Q3 2009	459,3	366,3	40,2	865,8
	Q4 2009	712,9	509,1	66,8	1288,8
2010	Q1 2010	161,0	90,0	18,7	269,8
	Q2 2010	308,5	243,7	63,9	616,0
	Q3 2010	451,6	334,9	83,7	870,2
	Q4 2010	696,7	516,3	105,1	1318,1
2011	Q1 2011	255,0	174,3	31,6	460,9
	Q2 2011	539,7	394,1	52,4	986,2
	Q3 2011	699,4	519,6	73,9	1292,9
	Q4 2011	861,4	731,4	90,7	1683,5
2012	Q1 2012	152,6	90,2	16,0	258,8
	Q2 2012	424,6	217,8	30,8	673,2
	Q3 2012	642,4	384,8	67,2	1094,4
	Q4 2012	882,1	512,7	103,1	1497,9
2013	Q1 2013	212,1	138,8	20,1	371,0
	Q2 2013	381,7	315,0	29,2	725,8
	Q3 2013	593,8	453,7	49,3	1096,9
	Q4 2013	864,6	585,8	67,9	1518,3
2014	Q1 2014	333,9	102,4	26,4	462,8
	Q2 2014	537,9	235,2	33,5	806,7
	Q3 2014	784,4	383,3	49,0	1216,7
	Q4 2014	1154,2	610,4	60,0	1824,5
2015	Q1 2015	327,5	242,7	10,8	580,9
	Q2 2015	644,1	383,6	24,1	1051,8
	Q3 2015	1137,7	543,1	35,8	1716,5
	Q4 2015	1522,4	697,1	61,7	2281,2
2016	Q1 2016	361,6	223,6	11,4	596,6
	Q2 2016	780,4	336,3	43,4	1160,1
	Q3 2016	1154,5	496,4	66,8	1717,7
	Q4 2016	1518,5	759,3	86,7	2364,4
2017	Q1 2017	331,6	141,0	10,8	483,3
	Q2 2017	682,0	364,5	35,0	1081,5

Sources : Thomson Reuters, Natixis



#### 4- Quatrième possibilité : effort d'innovation et de développement de nouveaux produits

Le **tableau 4** montre l'absence de hausse depuis 20 ans de l'effort d'innovation.

**Tableau 4 : OCDE\* : dépenses en recherche et développement privé (en % du PIB valeur) et nombre de brevets triadiques (pour 1 000 000 de personnes)**

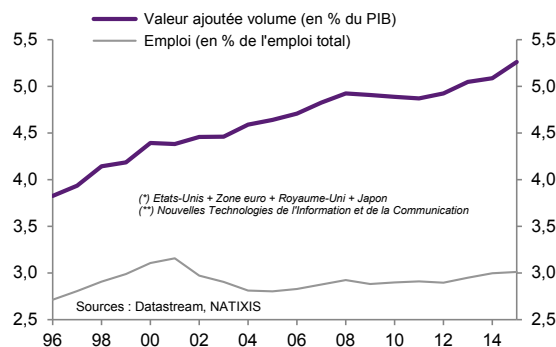
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Recherche et développement privé (en % du PIB valeur)	nc	nc	nc	nc	1,6	1,6	1,6
Nombre de brevets triadiques (pour 1 000 000 personnes)	43,2	46,8	49,6	52,0	54,8	63,6	61,4
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Recherche et développement privé (en % du PIB valeur)	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7
Nombre de brevets triadiques (pour 1 000 000 personnes)	63,3	65,4	64,1	59,9	55,3	52,5	52,2
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Recherche et développement privé (en % du PIB valeur)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	
Nombre de brevets triadiques (pour 1 000 000 personnes)	52,0	52,6	52,8	52,7	52,7	52,7	

(\*) Etats-Unis + zone euro + Royaume-Uni + Japon

Sources : OCDE, Eurostat, Natixis

Le **graphique 8** montre la taille du secteur des Nouvelles Technologies. En termes d'emplois, il a stagné, en termes de valeur ajoutée il a peu grandi.

**Graphique 8**  
OCDE\* : valeur ajoutée et emploi dans le secteur IT\*\*



## Synthèse : quels effets de la recherche d'un rendement des fonds propres anormalement élevé ?

Le capitalisme des pays de l'OCDE est caractérisé par l'exigence d'un rendement anormalement élevé du capital.

Parmi les conséquences possibles de cette situation, on observe :

- la déformation du partage des revenus au détriment des salariés, qui explique en particulier la politique budgétaire et la politique monétaire expansionnistes, la hausse de l'endettement ;
- le levier accru d'endettement, avec à la fois la hausse de la dette des entreprises et les rachats d'actions ;
- la recherche de positions de monopole, qui apparaît dans les grandes entreprises de l'Internet, et explique le niveau élevé des opérations de fusion ;
- mais pas un effort accru d'innovation.

## 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 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 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 en matière 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 (CERTIFICATIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETENT, 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>