

SPECIAL REPORT

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

21 janvier 2015 - N°7

Sylvain Broyer, Alan Lemangnen

Nouvel assouplissement des règles budgétaires et QE de la BCE : de l'hélicopter money « par voie détournée » ?

On appelle « hélicopter money » une mesure où la banque centrale crée de la monnaie *ex nihilo* (sans acheter d'actifs en contrepartie) pour la distribuer directement aux agents économiques, ce qui accroît leur richesse. Si ce n'en est pas vraiment, la conjugaison du nouvel assouplissement des règles budgétaires européennes et l'imminence du QE de la BCE ressemble à de l'hélicopter money « par voie détournée » : la BCE va créer de la monnaie pour acheter des dettes publiques sur le marché secondaire, ce qui maintiendra les taux très bas. Parallèlement, les Etats feront plus de déficit et de dette que sans assouplissement des règles budgétaires, essentiellement pour financer directement des investissements en infrastructures via l'EFSD. La richesse des agents de la zone Euro sera donc bien augmentée. En tout état de cause, la combinaison des deux mesures s'inscrit dans la ligne évoquée par Mario Draghi à Jackson Hole d'un stimulus de l'économie européenne par action concertée des autorités fiscale et monétaire. Les perspectives de croissance en zone Euro n'en sont qu'améliorées – particulièrement en 2016, année où les investissements du Plan Juncker devraient commencer à produire leurs effets.

Comme nous l'anticipions depuis plusieurs mois (voir notamment [Special Report N°100-2014 : Report des objectifs budgétaires : l'histoire va-t-elle se répéter ?](#) et [Special Report N°116-2014 : It's not Frankfurt, it's Brussels stupid!](#)), la Commission européenne a récemment annoncé un nouvel assouplissement des règles budgétaires européennes. Cette interprétation révisée du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) est immédiatement applicable et porte sur trois principaux aspects : (i) la prise en compte du cycle économique dans la définition des objectifs budgétaires nationaux pour réduire le caractère pro-cyclique des règles actuelles ; (ii) la manière dont les contributions nationales au Fonds Juncker seront comptabilisées au déficit public pour stimuler l'incitation faite aux Etats d'accroître la taille initiale du fonds ; (iii) l'assouplissement de certaines clauses de flexibilité budgétaire pour sceller un compromis favorable entre consolidation budgétaire et mise en œuvre de réformes structurelles.

Nous passons ici en revue ces évolutions, notamment au prisme des avantages que pourraient en tirer la France et l'Italie, en prise depuis plusieurs mois avec Bruxelles sur les questions budgétaires et candidates prédestinées à ces différentes mesures d'assouplissement. Nous voyons ensuite les principales implications de ces dernières pour le policy mix et notre scénario.

- **Prise en compte du cycle économique dans la définition des objectifs budgétaires**

C'est certainement la plus grande dose de flexibilité apportée par la Commission. Jusqu'à présent, les gouvernements étaient tenus de réaliser un effort structurel d'au moins 0,5 point de PIB chaque année en vue d'atteindre leur objectif à

moyen terme¹. Dorénavant, dans le volet préventif du PSC, les gouvernements pourront moduler cet effort selon les performances attendues de leur économie : moins d'austérité quand les perspectives sont dégradées, plus quand la conjoncture est bien orientée. Ainsi, selon la nouvelle grille fournie par Bruxelles (**Tableaux 1 et 2**), qui vise à réduire la pro-cyclicité des règles budgétaires européennes, un Etat dont l'économie est en récession sur l'ensemble de l'année serait exempté de consolidation budgétaire. En revanche, un gouvernement dont l'économie progresse clairement au-dessus de son potentiel et dont la dette publique se situe au-delà du seuil de 60% du PIB aurait à fournir un effort structurel potentiellement supérieur à 1 point de PIB.

Cette flexibilité ne s'applique pas aux Etats en procédure pour déficit excessif (PDE), à l'image de la France. Pour ces derniers, l'objectif minimum de 0,5 point de PIB s'applique toujours. Certes, la Commission reconnaît qu'en cas de conjoncture dégradée, la réalisation de l'objectif à moyen terme peut être étalée dans le temps. Mais Bruxelles ne fournit aucune grille d'évaluation explicite et garde donc cette décision à sa seule discrétion (et à celle de l'Ecofin). Rien de véritablement nouveau, donc, pour les Etats assujettis à la PDE, puisque cette forme de flexibilité existait déjà plus ou moins en pratique. L'Italie, dont la PDE a été clôturée en 2013 ressort donc gagnante de cette évolution : selon les nouvelles règles, le gouvernement italien n'aurait pas eu de consolidation budgétaire à réaliser cette année (0,25 point² d'effort structurel était inscrit au budget 2014).

¹ L'objectif à moyen terme (OMT) est le principal instrument sur lequel se fonde la Commission dans son évaluation des trajectoires budgétaires des Etats. Il consiste à prévoir un retour à l'équilibre structurel des comptes publics (déficit structurel limité à 1% du PIB) à horizon 3-4 ans.

² En 2014, Bruxelles a autorisé Rome à déroger à la règle des 0,5 point d'ajustement structurel annuel.

Tableau 1
Commission européenne : matrice déterminant l'effort structurel annuel à réaliser dans le cadre du volet préventif du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC)

Conditions	Effort structurel requis*	
	Dettes publiques < 60% PIB	Dettes publiques > 60% PIB
$\Delta < 0\%$ ou $\text{output gap} < -4$	Exemption d'ajustement structurel	Exemption d'ajustement structurel
$-4 \leq \text{output gap} < -3$	0	0,25
$-3 \leq \text{output gap} < -1,5$	- 0 si la croissance est inférieure à son potentiel - 0,25 si la croissance est supérieure à son potentiel	- 0,25 si la croissance est inférieure à son potentiel - 0,5 si la croissance est supérieure à son potentiel
$-1,5 \leq \text{output gap} < 1,5$	0,5	> 0,5
$\text{Output gap} \geq 1,5$	- > 0,5 si la croissance est inférieure à son potentiel - $\geq 0,75$ si la croissance est supérieure à son potentiel	- $\geq 0,75$ si la croissance est inférieure à son potentiel ; - ≥ 1 si la croissance est supérieure à son potentiel

Sources: Commission, Natixis
* En points de PIB

Tableau 2
Principaux Etats sous volet préventif du PSC: prévisions de la Commission européenne

	Croissance du PIB (volume), %			Output gap (% PIB potentiel)			Dettes publiques (% PIB)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Autriche	0,7	1,2	1,5	-1,1	-0,9	-0,7	87	86	84
Belgique	0,9	0,9	1,1	-1,1	-1,1	-0,9	106	107	108
Finlande	-0,4	0,6	1,1	-3,1	-2,7	-1,7	60	62	62
Allemagne	1,3	1,1	1,8	-0,8	-1,0	-0,6	75	72	70
Italie	-0,4	0,6	1,1	-4,5	-3,4	-2,1	132	134	133
Pays-Bas	0,9	1,4	1,7	-3	-2,1	-1,1	70	70	70

Sources: Commission, Natixis

- **Un traitement favorable des contributions nationales au Fonds du Plan Juncker**

Le Fonds Européen pour l'Investissement Stratégique (EFSI) (voir [Special Report N°2014-147 Plan Juncker pour l'investissement : un nouvel acronyme !](#)), qui devrait voir le jour en milieu d'année, sera amorcé par 21 mds EUR de fonds réalloués depuis le budget européen et mobilisés par la BEI. Mais le Plan Juncker prévoit aussi que des contributions nationales puissent s'ajouter à cette enveloppe commune. Jusqu'à présent, une question demeure néanmoins en suspens : comment seraient comptabilisées ces dépenses au déficit des Etats ? Bruxelles tranche de manière très favorable : les contributions à l'EFSI seront comptabilisées comme des mesures exceptionnelles et exclues du solde budgétaire structurel, principal instrument d'évaluation de la trajectoire budgétaire des Etats. Cette interprétation favorable s'appliquera à tous les gouvernements, y compris à ceux en PDE. Ainsi la France pourra, en 2015, contribuer à l'EFSI sans que cette dépense n'affecte comptablement l'effort structurel qu'elle aura à réaliser cette même année. Les contributions seront intégrées au calcul du déficit total et de la dette publique (si le gouvernement devait emprunter pour financer cette dépense). Néanmoins, Bruxelles précise que si la contribution devait conduire un Etat à ne plus respecter le seuil des 3% de déficit public et/ou celui de 60% de dette publique, la PDE ne serait pas enclenchée.

- **Un assouplissement marginal de la « clause d'investissement »**

Selon la « clause d'investissement », applicable uniquement dans le volet préventif du PSC, les investissements publics équivalents à une réforme structurelle peuvent conduire un gouvernement à temporairement dévier de sa trajectoire d'ajustement budgétaire. Une telle déviation peut être tolérée avec néanmoins des conditions extrêmement difficiles à réunir : 1/ l'Etat bénéficiaire doit afficher une croissance négative ou largement inférieure à son potentiel ; 2/ le dérapage ne doit pas conduire à un déficit public supérieur à 3% ; 3/ la règle « des 1/20^e »³ de réduction de la dette publique doit être respectée ; 4/ le dérapage doit être lié à des dépenses sur projets cofinancés avec les fonds structurels européens.

En 2013, l'Italie faisait une première demande pour bénéficier de cette clause, refusée sous prétexte que le pays n'était pas en conformité avec la règle des 1/20^e. En 2014, l'Italie réitérait sa demande, de nouveau refusée sur le même fondement. Bien que marginal, l'assouplissement apporté par la Commission pourrait bien profiter à l'Italie. En effet, dans leur nouvelle mouture, les conditions d'application restent peu ou prou similaires, à l'exception de celle relative à la règle de 1/20^e qui semble tout bonnement avoir disparu. N'évoluant pas dans le volet préventif, la France ne pourra pas bénéficier de cette clause.

³ Selon cette règle introduite par le Fiscal compact, les pays doivent, dans le cadre du volet préventif, réduire leur dette supérieure à 60% du PIB de 1/20^e par an en moyenne sur trois ans.

• **Réformes structurelles : des reports d'objectifs budgétaires accordés ex ante**

Depuis 2005, la Commission reconnaît l'existence d'un arbitrage entre consolidation des comptes publics et mise en œuvre de réformes structurelles, ces dernières ayant souvent un coût budgétaire à court terme. D'où l'introduction d'une clause de flexibilité budgétaire pour les Etats lançant des réformes structurelles, à condition qu'elles soient « majeures », qu'elles aient un « impact budgétaire de long terme positif » et qu'elles soient « pleinement mises en œuvre ».

Dans sa nouvelle interprétation des règles budgétaires, la Commission assouplit les conditions d'activation de cette clause et formalise le degré de flexibilité apporté. Jusqu'à présent, les gouvernements requérant un report de leurs objectifs sur son fondement (à l'image de la France en 2012-2013) devaient préalablement adopter et mettre en œuvre ladite réforme avant d'obtenir tout report. Dorénavant, Bruxelles pourra accorder de la flexibilité ex ante (i.e. avant que les réformes ne soient adoptées) en se fondant sur un programme détaillé de réformes structurelles de moyen-terme, auquel sera attaché un calendrier de mise en œuvre. Ce programme sera soumis à la Commission en même temps que les Programmes de Stabilité envoyés chaque année par les Etats pour évaluation. Tant dans le volet préventif que correctif, les Etats bénéficiaires obtiendront un report de leurs objectifs budgétaires. Dans le volet préventif, la déviation par rapport à la trajectoire initialement prévue ne pourra pas dépasser 0,5 point de PIB et/ou conduire l'Etat à enfreindre la règle des 3%. Quant aux pays en PDE, ils restent tenus de réaliser un effort structurel annuel de 0,5 point de PIB, même en cas de report. Dans les deux cas, l'échec d'un gouvernement à conduire les réformes promises pourra conduire la Commission à proposer des sanctions à son encontre.

• **France vs. Italie : à qui profiteront ces nouvelles règles ?**

De la France et de l'Italie, la seconde profitera certainement le plus de cette nouvelle interprétation des règles budgétaires. Rome est en effet sortie de PDE en 2013 et l'assouplissement est en effet beaucoup plus favorable aux pays évoluant dans le volet préventif – Bruxelles ayant certainement souhaité (sous la pression de Berlin ?) garder une plus grande discrétion dans la flexibilité accordée aux Etats en PDE. Reste néanmoins à voir ce que l'application de ces nouvelles règles donnera en pratique. On en saura plus à cet égard en mars prochain, lorsque la Commission aura évalué les programmes de réformes structurelles récemment communiqués par les deux pays. En tout état de cause, deux choses semblent sûres : premièrement, ces mesures ne

pourront certainement pas se cumuler ; deuxièmement, au regard de l'assouplissement concédé par Bruxelles, il semble dorénavant difficile d'envisager des sanctions à l'encontre des deux pays, perspective qui ne pouvait être écartée il y a encore quelques mois.

Tableau 3
A qui profitera l'assouplissement des règles budgétaires ?

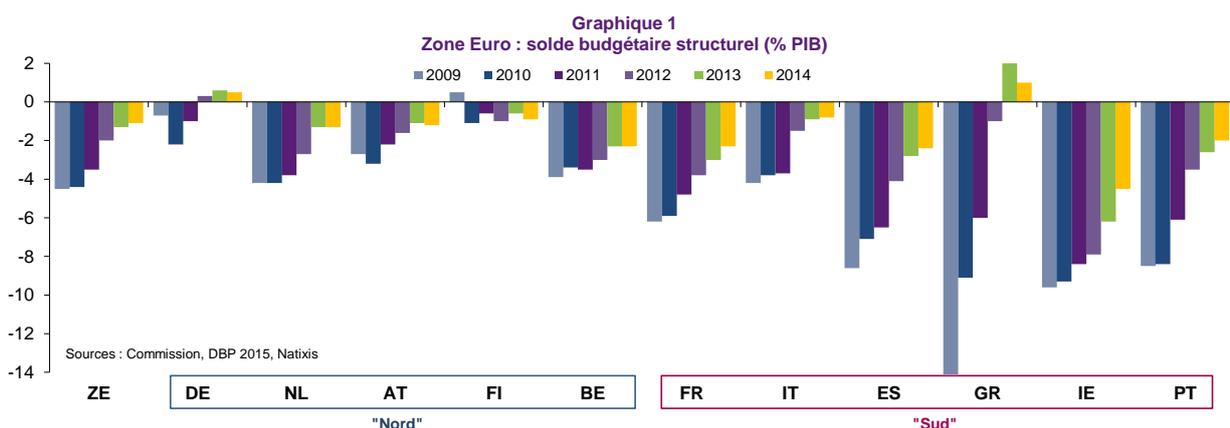
	Italie (Volet préventif)	France (Volet correctif*)
Prise en compte du cycle économique dans la définition des objectifs budgétaires	++	-
Traitement des contributions nationales à l'EFSI	++	++
Assouplissement de la clause « d'investissement »	+	-
Assouplissement de la clause « réformes structurelles »	++	+

Sources: Commission, Natixis * = procédure pour déficit excessif (PDE)

Légende :
- = ne change rien
+ = plutôt positif
++ = positif

• **Quelles implications ?**

Les défenseurs de l'austérité budgétaire verront certainement dans cet assouplissement une manœuvre supplémentaire pour dissimuler du déficit public – un argument pas entièrement irrecevable puisque les output gap calculés par la Commission (nouveau critère principal pour déterminer l'effort structurel annuel à réaliser) sont probablement surestimés (voir [Flash N°2013-798 : France : une estimation du chômage structurel à partir de l'évolution du PIB potentiel](#)). L'argument opposé selon lequel cet assouplissement ne fait que formaliser la flexibilité dont a déjà fait preuve Bruxelles et qu'il est donc insuffisant est tout autant recevable. En effet, la Commission s'est déjà montrée souple en 2013-2014, ce que révèle le ralentissement de la consolidation budgétaire récemment observé un peu partout en zone Euro (**graphique 1**). Au point que pour préserver l'impact positif du desserrement budgétaire sur l'activité, ce ne sera plus « d'assouplissement » dont les gouvernements auront bientôt besoin, mais d'un feu vert pour... creuser les déficits structurels.



A nos yeux, ces nouvelles règles offrent néanmoins deux avantages évidents. Premièrement, il évite que d'autres pays tombent mécaniquement sous le coup d'une PDE du fait du contexte de faible croissance durable des économies européennes. Deuxièmement, il autorise tous les pays membres à abonder le fonds d'investissement du plan Juncker indépendamment des objectifs budgétaires.

On peut donc s'attendre à un effort d'investissement en infrastructures plus important que ce que nous prévoyions jusque-là. Les contributions nationales à l'EFIS seront volontaires. Il n'est donc pas possible pour l'heure d'estimer l'impact sur la croissance de la zone Euro, mais on peut croire qu'elle sera significative pour 2016. De plus, on sait que les investissements en infrastructures ont un effet multiplicateur élevé sur l'activité économique. Une bonne nouvelle pour la croissance en zone Euro donc. D'autant que les Etats n'auront pas de mal à financer ces contributions par la dette, puisque parallèlement, la BCE va se lancer dans un programme d'achats de dettes publiques, qui maintiendra les taux d'intérêt très bas.

- **Helicopter money « par voie détournée » ?**

La conjugaison de ces deux mesures (assouplissement des règles budgétaires et assouplissement quantitatif de la BCE) pourrait s'apparenter à une mesure d'helicopter money par

voie détournée. Dans ce type de mesure, la banque centrale (BCE) distribue de la monnaie (billets de banque, ou dépôts bancaires financés par le crédit des comptes de réserve des banques à la Banque centrale) aux agents économiques sans acheter d'actifs en contrepartie. Il y a création monétaire *ex nihilo*. Les agents économiques détiennent une quantité de monnaie (M2) plus élevée: leur richesse est accrue, ce qui peut les inciter à dépenser davantage, surtout les agents économiques aux revenus les plus faibles. Ici, on aura probablement la séquence suivante: la BCE crée de la monnaie pour acheter des dettes publiques sur le marché secondaire, ce qui fait baisser les taux. Parallèlement, les Etats font plus de déficit et de dette qu'initialement, grâce à l'assouplissement des règles, pour financer directement des investissements en infrastructures via l'EFIS. Au final, les agents économiques sont effectivement plus riches qu'avant. La combinaison des deux mesures pourrait donc s'apparenter à de l'helicopter money par voie détournée (ce n'est pas la banque centrale qui distribue la monnaie qu'elle crée, mais les Etats). En tout état de cause, la combinaison des deux mesures s'inscrit bien dans la ligne évoquée par Mario Draghi à Jackson Hole d'un stimulus par action fiscale et monétaire concertée. En ce sens, la croissance en zone Euro vient certainement de prendre un chemin plus prometteur.

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 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 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 retrés 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 conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential 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.

DISCLAIMER

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 has been developed by our economists. It does not constitute a financial analysis and has not been developed in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly, there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

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.

Natixis has neither verified nor carried out independent analysis of the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, either express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the relevance, accuracy or completeness of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. Information 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. The statements, assumptions and opinions contained in this document may be changed or may be withdrawn by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to change 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 anticipate any future results. 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 realised, 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 document reflect the judgment of its author(s), unless otherwise specified, and do not reflect the judgment of any other person or of Natixis.

The information contained in this document should not be assumed to have been updated at any time subsequent to the date shown on the first page of this document and the delivery of this document does not constitute a representation by any person that such information will be updated at any time after the date of this document.

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 document complies with your objectives and constraints and to obtain an independent valuation of the transaction, its risk factors and rewards.

Natixis is authorized in France by the *Autorité de Contrôle Prudential 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/ OR 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