NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

11 décembre 2014 – N° 999

Scénario 2015 : quel impact de la baisse des prix du pétrole sur l'économie américaine?

La baisse marquée des cours du pétrole implique plusieurs changements pour l'économie américaine. En premier lieu, la contraction des prix de l'essence bénéficiera directement au consommateur au travers d'une hausse du pouvoir d'achat, ce qui devrait soutenir la croissance sur le T4-14 et le S1-15. En conséquence, nous avons récemment revu nos prévisions de croissance à la hausse à 2,3% en 2014 (+0,2 pt) et à 2,9% en 2015 (+0,2pt). Avec des prix qui fluctuent pour le moment en deçà de nos attentes, le risque sur notre scénario de croissance est clairement positif. L'impact sur le reste de l'économie sera mitigé. D'un point de vue global, l'effet net devrait être positif mais se répercutera principalement sur une hausse des marges des entreprises. Sur le plan sectoriel, le secteur énergétique au sens large, devrait souffrir d'une baisse soutenue des cours du pétrole. Les industries américaines qui utilisent massivement le gaz naturel (le secteur de la chimie par exemple) pourraient perdre en compétitivité avec la baisse relative du coût de production des concurrents internationaux. Le secteur des transports devrait en revanche pleinement profiter de la baisse de ses coûts opérationnels.

En parallèle, avec un impact transitoire, le ralentissement induit de l'inflation attendu en 2015 ne devrait pas compromettre nos attentes en matière de politique monétaire. Au contraire, l'amélioration des perspectives de croissance et la normalisation plus rapide du marché du travail, devraient permettre à la Fed d'envisager un durcissement de la politique monétaire mi-2015.

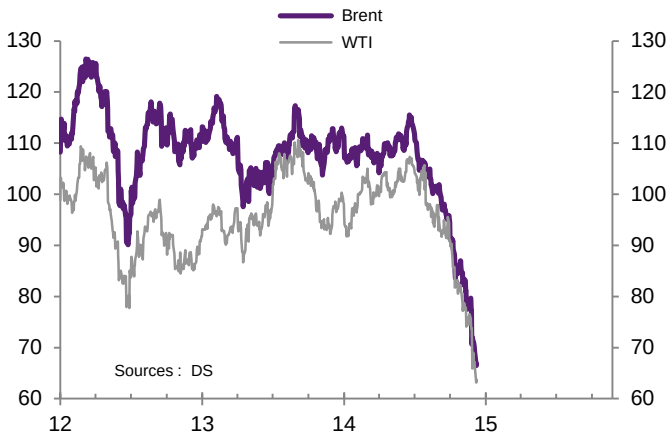
Rédacteurs :
Thomas JULIEN
Yuze YUAN

Des prix du pétrole durablement bas

Dans un environnement de croissance mondiale modeste (difficultés en Europe, ralentissement en Chine…) et avec un excès de production de pétrole au niveau mondial (lié à la hausse de la production de pétrole de schiste), les prix du pétrole ont baissé ces derniers mois. De plus, l'échec récent des négociations entre les pays membres de l'OPEP à s'accorder sur une baisse de la production, a entrainé les prix du pétrole sur des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis la crise (**graphique 1**).

En conséquence, nous avons revu à la baisse nos prévisions sur la dynamique des cours du pétrole à moyen terme. Nous attendons désormais une fluctuation du prix du brut autour de 74$ pour le Brent et de 69$ pour le WTI en 2015. Dans notre scénario de croissance, ceci équivaut à une baisse permanente de 30$ par baril de brut, ce qui aura des conséquences marquées sur l'économie américaine.

Graphique 1
Cours du pétrole (USD/BBL)



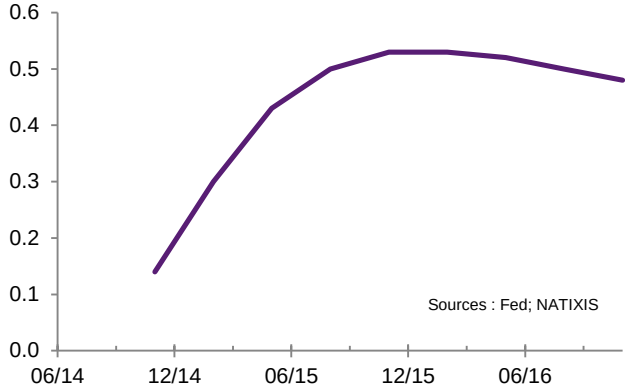
Le modèle FRB/US

Pour ce faire une première idée de l'impact d'un tel changement sur l'économie américaine, nous utilisons le modèle macro-économétrique de la Fed (FRB/US disponible sur le site de la banque centrale[1]) pour obtenir un ordre de grandeur. En effectuant une simulation avec le modèle sur notre horizon de prévision, l'impact cumulé représente environ 0,5 pt de PIB, concentré sur le court-terme (**graphique 2**). Les effets positifs s'estompent en seconde partie d'année 2015.

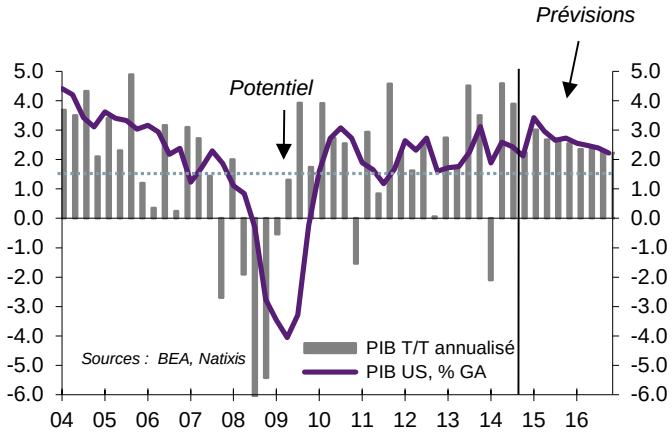
Révision à la hausse de la croissance réelle

Ces résultats sont globalement cohérents avec nos attentes que nous détaillons ci-dessous. En conséquence, nous avons revu à la hausse notre prévision de croissance de 2,1% à 2,3% en 2014 et de 2,7% à 2,9% en 2015 (**graphique 3**) avec un risque clairement haussier en cas de maintien des prix sur les niveaux actuels.

Graphique 2
Etats-Unis: Impact cumulé d'une baisse de 30$ par baril sur le PIB d'après le modèle FRB/US (en pt de PIB)



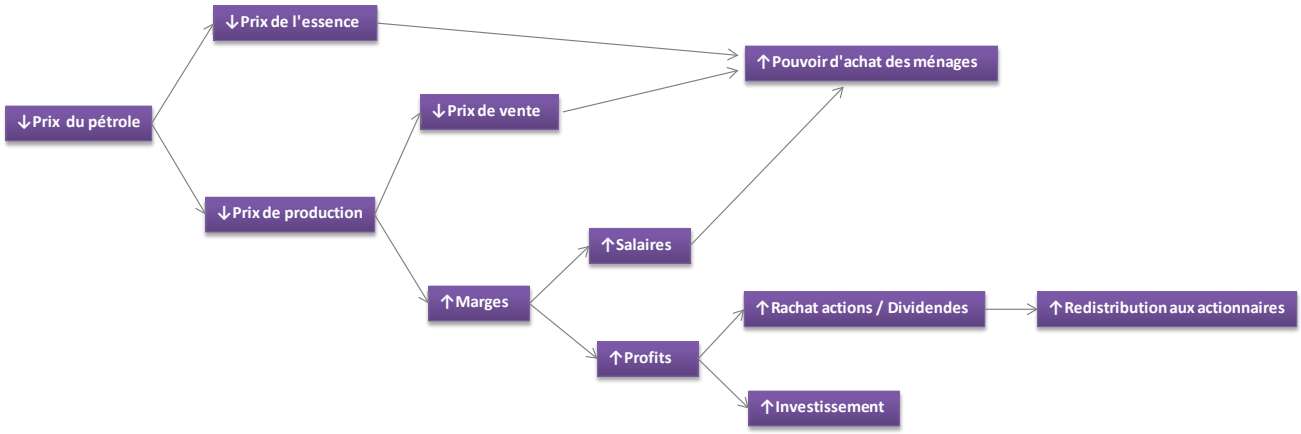
Graphique 3
Etats-Unis: croissance du PIB



[1] http://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2014/a-tool-for-macroeconomic-policy-analysis.html

Afin de se faire une idée plus précise des implications d'un tel scénario sur la croissance américaine, nous distinguons ici trois effets : (1) l'impact direct sur le pouvoir d'achat des ménages via la baisse des prix à la pompe (2) les éventuels effets indirects et (3) l'impact sur les différents secteurs de l'économie. Les deux premiers canaux sont schématisés ci-dessous.

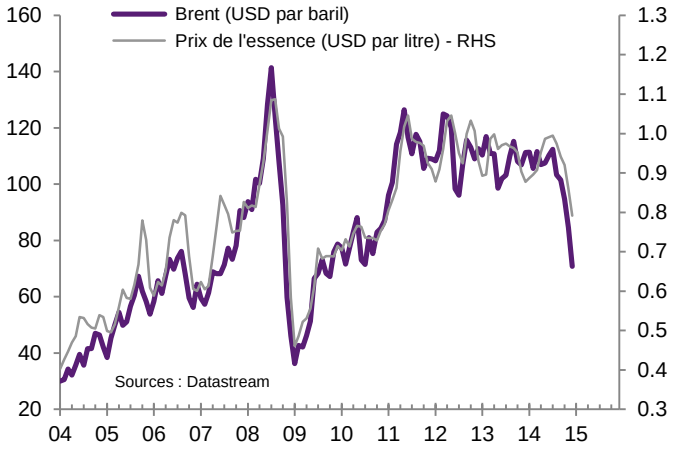
Schéma simplifié de l'impact théorique d'une baisse des prix du pétrole



Le principal canal de transmission : le pouvoir d'achat des ménages

Le principal canal de transmission de la baisse des prix de l'énergie sur la croissance passe par le soutien direct au pouvoir d'achat des ménages via la baisse des prix de l'essence à la pompe. On observe en effet une forte corrélation (0,99 depuis 1990) entre le cours du Brent et les prix de l'essence au détail (**graphique 4**).

Graphique 4
Etats-Unis: prix du pétrole et prix de l'essence



La consommation d'essence étant relativement inélastique à la variation des prix à court-terme (faible corrélation entre la variation des prix de l'essence et la consommation en volume d'essence), l'effet prix devrait jouer à plein sur le pouvoir d'achat. En utilisant nos prévisions et en effectuant une simple régression des cours du Brent et de la consommation d'essence en valeur, nous estimons que la facture énergétique pourrait baisser d'environ 70Mds sur un an. En supposant un effet volume relativement neutre à court terme, cela représente 0,4 pt de PIB de gains en pouvoir d'achat.

Avec une propension à consommer relativement forte, les dépenses des ménages devraient donc accélérer sur le T4 et le T1-15. Dans l'optique d'une remontée modeste des prix du pétrole sur le T3 2015, cet effet devrait au contraire freiner légèrement la consommation en fin d'année 2015.

Effets indirects : « pricing power » et partage de la valeur ajoutée

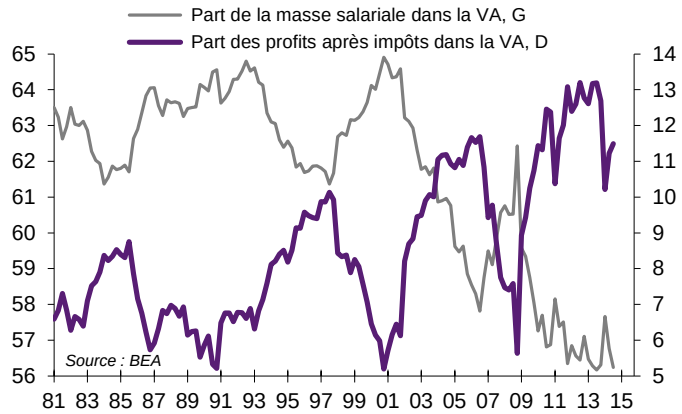
Par ailleurs, une baisse des prix de l'énergie implique également une baisse des coûts de production pour les entreprises (la part de l'énergie dans les prix à la production représente environ 7%). Il existe alors plusieurs stratégies pour les entreprises.

Premièrement, ces dernières ont le choix entre augmenter leurs marges ou faire bénéficier le consommateur via une baisse du prix (où un mélange des deux). Dans un contexte de reprise progressive de l'économie américaine (renforcement de la demande) et dans la mesure où les entreprises sont en général réticentes à ajuster les prix à la baisse, nous faisons l'hypothèse qu'il ne devrait pas y avoir d'effet marqué sur le prix des biens à la consommation hors énergie (effets de second tour).

Avec une hausse de leur marge, les entreprises ont ensuite la possibilité de redistribuer sous forme de salaires ou d'augmenter leurs profits. Etant donné la poursuite de la tendance à la déformation du partage de la valeur ajouté en faveur des profits (**graphique 5**), l'hypothèse d'un impact marqué sur les salaires parait peu probable (excepté peut-être dans le secteur des transports qui accuse actuellement un déficit de main d'œuvre).

Dans une optique de reprise de l'investissement productif des entreprises, la hausse des profits pourrait soutenir cette tendance pour les secteurs bénéficiaires. Toutefois, avec un niveau de profit déjà proche des plus haut historiques au niveau agrégé, l'impact d'une augmentation supplémentaire des profits sur l'investissement risque d'être limité.

Graphique 5
Etats-Unis: part de la masse salariale et des profits dans la valeur ajoutée (%)



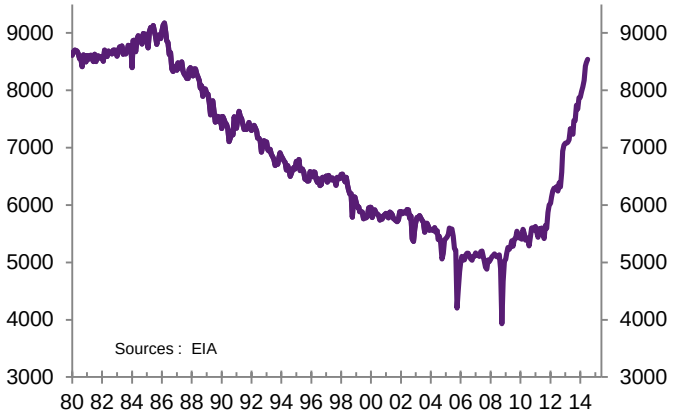
Impact sectoriel : des répercussions mitigées

De plus, à l'échelle des industries le bilan de la baisse des prix du pétrole est loin d'être entièrement positif. Si elle pourrait bénéficier à certains segments du secteur des transports, elle devrait certainement limiter la progression du secteur énergétique américain et pénaliser les pans de l'industrie qui utilisent le gaz naturel et qui bénéficiaient jusqu'à présent d'un avantage compétitif par rapport à leurs concurrents à l'échelle mondiale (industrie des produits chimiques par exemple).

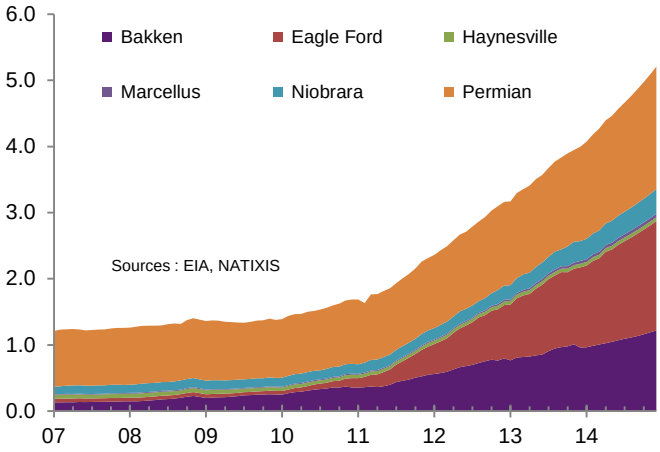
La baisse des prix remet-elle en cause la « révolution » énergétique américaine ?

Ces dernières années la production de pétrole a fortement augmenté aux Etats-Unis (**graphique 6**), tirée par la production de pétrole non conventionnel (pétrole de schiste, **graphique 7**). Une part de plus en plus importante de la croissance américaine dépend donc du dynamisme de cette activité (**tableau 1 voir plus bas**). La part de l'activité d'extraction est passée de 1% de la valeur ajoutée il y a 10 ans à 2,1% en 2013, une hausse substantielle. De plus, les investissements dans le secteur de l'extraction (i.e. sans prendre en compte les secteurs directement liés) ont représenté 7,6% des investissements privés l'année dernière, une part également non négligeable.

Graphique 6
Etats-Unis: production de pétrole brut (MBBL)



Graphique 7
Etats-Unis: production de pétrole non-conventionnel (mn/bd)



Une baisse prolongée (3 à 6 mois) des cours du pétrole (du WTI) sous la barre des 70 dollars devrait compromettre une part des projets les moins rentables et donc limiter la production de pétrole au cours des prochaines années. De plus, si le secteur énergétique avait bénéficié jusque-là de conditions de financement extrêmement souples de la part des banques[2], la baisse des prix devrait contraindre la capacité d'endettement du secteur et fragiliser le bilan des petits producteurs de pétrole, accentuant ici le risque sur l'investissement.

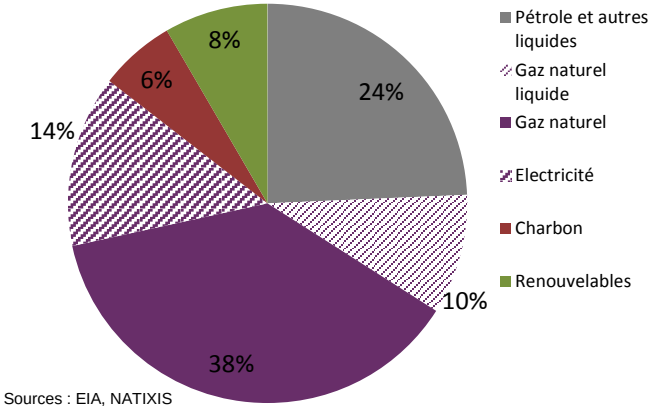
Toutefois, nous anticipons un impact limité à court-terme, les producteurs n'ayant aucun intérêt à réduire la production liée aux investissements déjà réalisés. A plus long-terme, il ne faut pas non plus négliger la possibilité de voir les coûts de production se réduire du fait des innovations technologiques.

Impact sur l'industrie américaine

En parallèle, l'impact sur l'industrie américaine pourrait ne pas être aussi positif qu'il y parait. Le mix énergétique est en effet largement dominé par le gaz naturel et ses dérivés (**graphique 8**). Egalement, le prix du gaz naturel détermine la dynamique des prix de l'électricité, source énergétique significative aux Etats-Unis (10%). Une part importante de la compétitivité des Etats-Unis provient donc de l'avantage relatif lié au niveau des prix du gaz naturel (**graphique 9**). Elle explique en grande partie la stabilisation de la part de l'activité manufacturière dans le PIB depuis la reprise (**graphique 10**) et pourrait également se trouver derrière les gains en part de marché au niveau mondial (**graphique 11**).

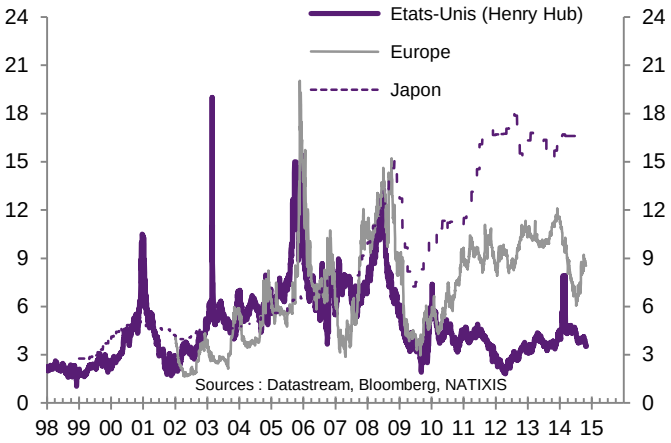
[2] Le secteur énergétique représente une part importante de l'encours d'obligations « high yield » et le conditions de financement pour les entreprises du secteur se sont détériorées fortement ces dernières semaines.

Graphique 8
Etats-Unis: consommation énergétqiue de l'industrie par source (part en %)

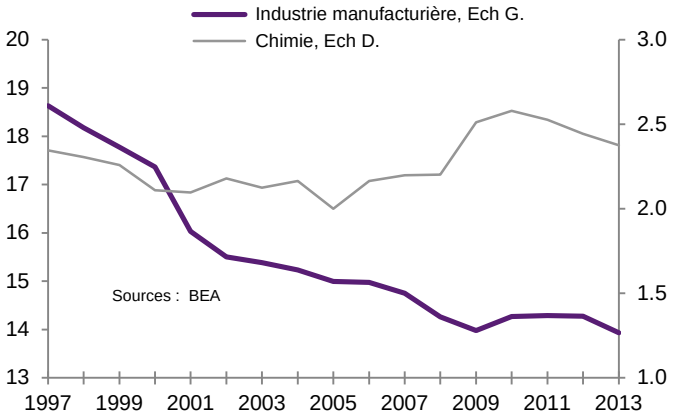


Sources : EIA, NATIXIS

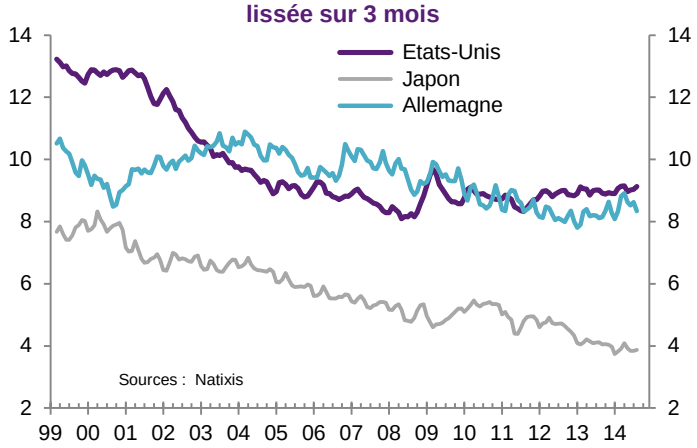
Graphique 9
Prix du gaz naturel ($/MMBTU)



Graphique 10
Etats-Unis: part de l'industrie dans la valeur ajoutée (en %)



Graphique 11
Part dans les exportations mondiales, en % lissée sur 3 mois



En particulier, comme l'indique le Beige book (rapport qualitatif sur l'économie américaine), l'industrie chimique pourrait être concurrencée au niveau mondial avec la baisse relative des coûts de production de ses concurrents qui utilisent des dérivés issus de la distillation du pétrole (Naphta) au contraire des producteurs américains qui utilisent largement le gaz naturel et le LNG (puisque le prix relatif de ce dernier par rapport aux dérivés du pétrole était bien plus bas).

En ce qui concerne les autres industries consommatrices d'énergie, l'impact pourrait ne pas être substantiel puisqu'à l'instar du secteur de la chimie, leurs coûts de production énergétiques sont principalement liés au prix du gaz naturel et autres sources énergétiques (**tableau 2 qui regroupent les industries les plus consommatrices d'énergie**).

Impact sur le secteur des transports

Le secteur des transports, en pleine expansion mais dont la profitabilité est contrainte par l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail (ce qui pousse les salaires à la hausse), devrait néanmoins bénéficier de la baisse des coûts de l'énergie. En effet, le pétrole représente la principale source d'énergie consommée par le secteur (93% en 2011) et sa part dans la production est relativement importante (environ 18%).

Le gouvernement pourrait également bénéficier de la baisse des coûts du pétrole, puisque l'énergie représente une part importante de son coût opérationnel (**tableau 1**).

Tableau 1
Part dans la valeur ajoutée et part dans l'investissement total des principales industries consommatrices et productrices d'énergie (moyenne 2011-2013)

En %	Part dans la valeur ajoutée	Part dans l'investissement total
Agriculture	**0.9**	**2.1**
Extraction minière	**2.0**	**7.5**
Pétrole et gaz naturel	1.2	5.7
Activités supports	0.4	0.9
Utilities	**1.8**	**4.7**
Construction	**3.7**	**1.4**
Manufacturier	**12.0**	**17.5**
Alimentation	1.4	1.1
Papier	0.3	0.5
Produits à base de pétrole et de charbon	0.6	4.3
Chimie	2.0	4.3
Métaux primaires	0.3	0.4
Transports	**2.9**	**3.6**
Aviation	0.4	0.6
Transport ferroviaire	0.2	0.7
Transport maritime	0.1	0.1
Transport routier	0.9	1.0
Gouvernement	**2.5**	**-**

Source: BEA, Natixis

Tableau 2
Consommation d'énergie pour les principaux secteurs manufacturiers (par source énergétique, en % du total en 2010)

En %	Electricité	Pétrole et dérivés	Gaz naturel	Gaz naturel liquide	Autre (dont charbon)
Alimentation	**22**	3	**50**	1	**24**
Papier	10	2	**19**	0	**69**
Produits à base de pétrole et de charbon	3	1	**19**	1	**78**
Chimie	**11**	1	**49**	**24**	**27**
Métaux primaires	**25**	1	**34**	0	**49**

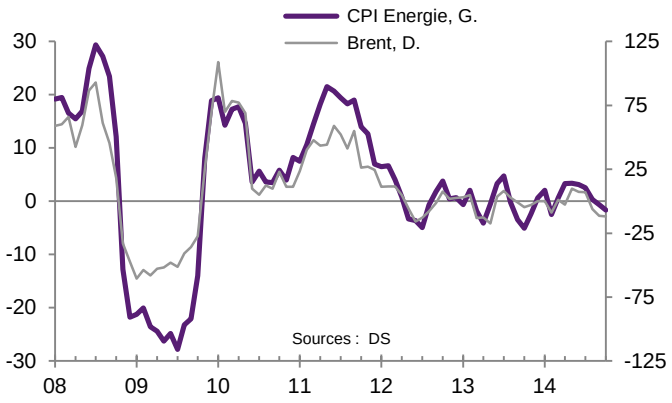
Source: EIA

Impact sur les prix à la consommation…

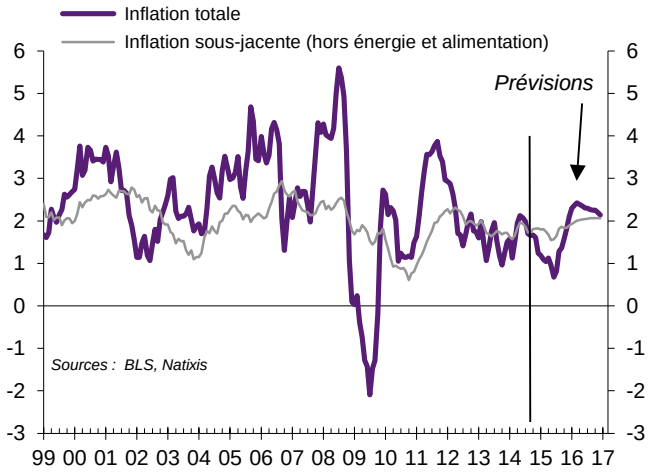
La baisse durable attendue des prix du pétrole implique également une révision des attentes en matière d'inflation. Avec une forte sensibilité de la composante énergie du CPI à l'évolution des prix du Brent (**graphique 12**) et étant donné son poids dans l'indice total, la baisse des prix du pétrole implique une révision marquée de l'inflation de -0,5 pt à 1,3% en 2015. La légère remontée des prix du pétrole en seconde partie d'année et en 2016 implique ensuite une hausse de l'inflation au-delà de 2% et une convergence vers ce niveau courant 2016 (**graphique 13**).

En l'absence d'effets de second tour marqués sur les autres prix à la consommation, la nature de ce choc sur les prix devrait donc s'avérer assez temporaire. Ainsi, nous anticipons que la trajectoire de l'inflation sous-jacente ne sera que légèrement affectée, affichant un niveau légèrement inférieur à 2% l'année prochaine.

Graphique 12
Etats-Unis: composante énergie de l'indice des prix à la consommation et prix du pétrole (Ga en %)



Graphique 13
Etats-Unis: prix à la consommation (% GA)



… et implications pour la politique monétaire

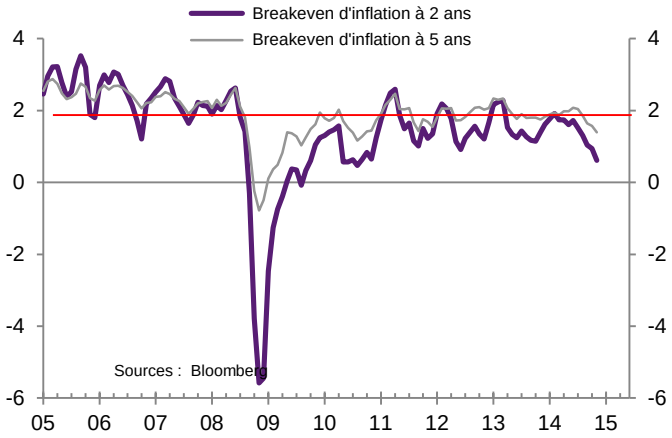
Il y a donc peu de chance pour que la Fed réagisse à un tel choc. Elle devrait, comme à son habitude, en souligner la nature transitoire. En revanche, comme indiqué dans son dernier communiqué, la Fed devrait accorder une attention particulière à l'évolution des anticipations d'inflation et des salaires (déterminants de la dynamique sous-jacente des prix).

Les anticipations d'inflation

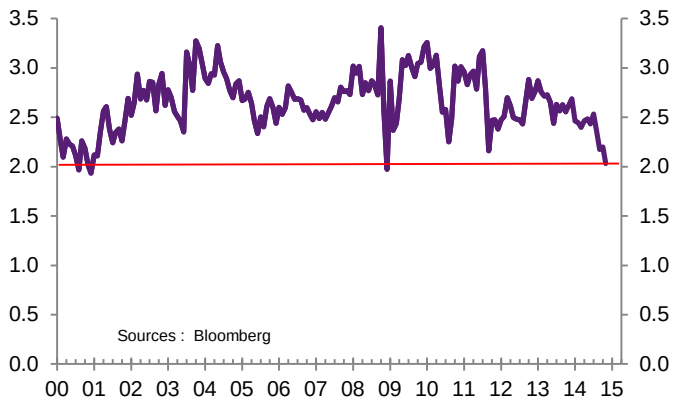
En ce qui concerne les anticipations d'inflation, la Fed distingue deux types d'anticipations d'inflation : celles relayées par les marchés financiers (points morts d'inflation qui se mesurent comme la différence entre le rendement des obligations nominales et le rendement des obligations indexées sur l'inflation) et celles provenant de sondages auprès des ménages.

Lors de son dernier communiqué, la Fed a mis en avant la baisse des indicateurs de marché des anticipations d'inflation. Les points morts d'inflation ont en effet baissé assez fortement sur la période récente, atteignant des niveaux non observés depuis 2010 (**graphique 14**). De même, les forwards à 5 ans des points morts d'inflation à 5 ans (indicateur le plus regardé par la Fed) a eu également tendance à baisser (**graphique 15**). Toutefois, il faut garder à l'esprit que ces métriques sont sensibles à l'évolution des prix du pétrole et qu'elles ont déjà atteint des niveaux semblable par le passé (en 2008 par exemple).

Graphique 14
Etats-Unis: points mort d'inflation

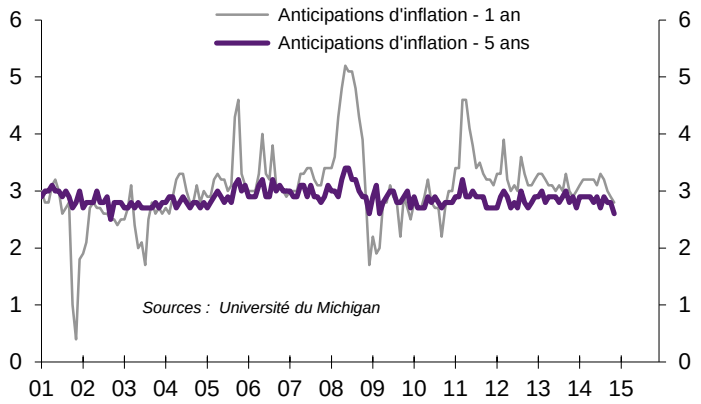


Graphique 15
Etats Unis: forward des points morts d'inflation à 5 ans dans 5 ans (en %)

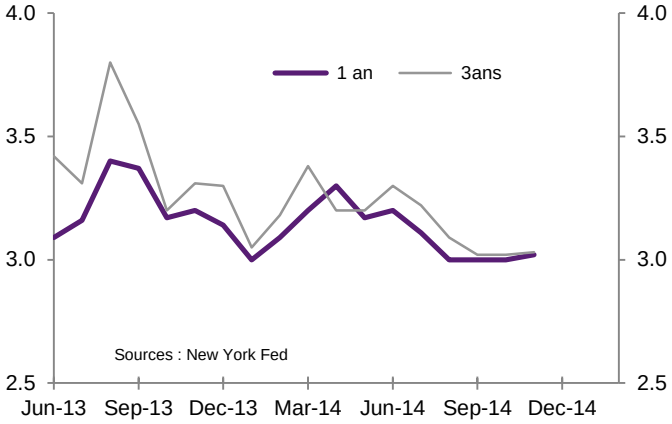


En parallèle, si lors de sa dernière réunion les enquêtes n'ont pas fait l'objet d'une observation particulière de la part de la Fed, elles ont offert des signaux de faiblesse. Notamment, l'indice d'anticipation d'inflation à 5 ans du Michigan, a baissé à 2,6% en novembre, son plus bas niveau depuis mars 2009 (**graphique 16**). Néanmoins, ce niveau a déjà été atteint plusieurs fois par le passé et les anticipations d'inflation mesurées au travers du nouvel indice de la Fed de NY sont restées stable à 3% ces derniers mois (**graphique 17**).

Graphique 16
Etats-Unis: anticipations d'inflation (Université du Michigan)



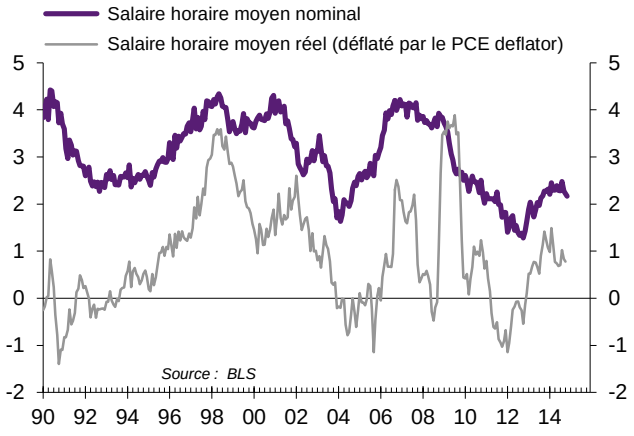
Graphique 17
Etats-Unis: anticipations d'inflation (sondage de la Fed de NY auprès des ménages)



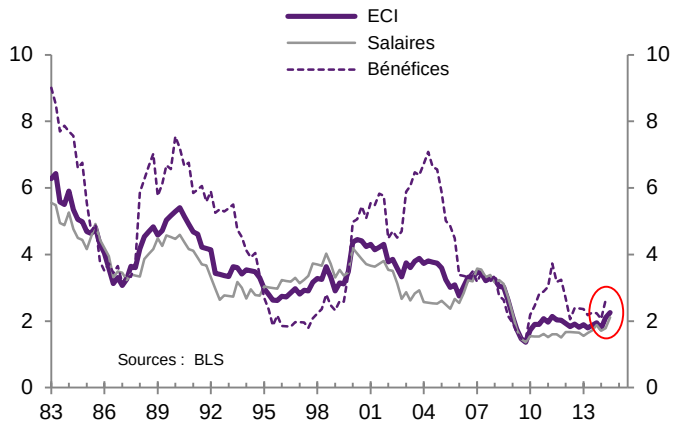
La dynamique des salaires

Autre paramètre important pour la Fed, la dynamique des salaires, qui montre des signes de raffermissement sur le mois de novembre mais reste globalement très limitée (**graphique 18 et 19**).

Graphique 18
Etats-Unis: salaire horaire moyen (% GA)



Graphique 19
Etats-Unis: indice du coût de l'emploi, ECI (Ga en %)



Perspectives

Dans la mesure où le taux de chômage se rapproche de son niveau de long-terme, (estimé par la Fed entre 5,2% et 5,5%) et que les indicateurs alternatifs (turnover, chômage de long-terme, duration…) offrent également des signes de normalisation, nous anticipons une accélération graduelle des salaires. Même si les pressions à la hausse sur les prix devraient rester durablement limitées (effet temporaire des prix du pétrole, déformation du partage de la valeur ajoutée toujours en faveur des entreprises, atténuation du lien entre salaire et prix), une accélération des salaires devraient permettre à la Fed d'envisager un durcissement de la politique monétaire mi-2015 (en juin).

Synthèse

La baisse marquée des cours du pétrole implique plusieurs changements pour l'économie américaine. En premier lieu, la contraction des prix de l'essence bénéficiera directement au consommateur au travers d'une hausse du pouvoir d'achat, ce qui devrait soutenir la croissance sur le T4-14 et le S1-15. En conséquence, nous avons récemment revu nos prévisions de croissance à la hausse à 2,3% en 2014 (+0,2 pt) et à 2,9% en 2015 (+0,2pt). Avec des prix qui fluctuent pour le moment en deçà de nos attentes, le risque sur notre scénario de croissance est clairement positif. L'impact sur le reste de l'économie sera mitigé. D'un point de vue global, l'effet net devrait être positif mais se répercutera principalement sur une hausse des marges des entreprises. Sur le plan sectoriel, le secteur énergétique au sens large, devrait souffrir d'une baisse soutenue des cours du pétrole. Les industries américaines qui utilisent massivement le gaz naturel (le secteur de la chimie par exemple) pourraient perdre en compétitivité avec la baisse relative du coût de production des concurrents internationaux. Le secteur des transports devrait en revanche pleinement profiter de la baisse de ses coûts opérationnels.

En parallèle, avec un impact transitoire, le ralentissement induit de l'inflation attendu en 2015 ne devrait pas compromettre nos attentes en matière de politique monétaire. Au contraire, l'amélioration des perspectives de croissance et la normalisation plus rapide du marché du travail, devraient permettre à la Fed d'envisager un durcissement de la politique monétaire mi-2015.

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 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 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 évènements 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 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 par l'ACPR et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée 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 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 reconnait 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 reconnait 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 divulgated 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 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 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