

## Flash Economie

8 mars 2021 - 171

### Quelles questions macroéconomiques pose la crise de la Covid ?

La crise de la Covid pose plusieurs questions macroéconomiques.

1. Quel est l'effet d'une politique budgétaire si expansionniste que le déficit public a été accru de plus que la perte de PIB ?
2. Quel est l'effet de la politique monétaire ultra-expansionniste de monétisation des déficits publics ? L'inflation ? Les bulles sur les prix des actifs, c'est-à-dire l'ouverture des inégalités de patrimoine ? La recherche d'actifs refuges ? De manière liée, quelle sera l'utilisation de l'épargne forcée accumulée pendant la crise ?
3. Quel est le degré de normalisation des comportements après une crise aussi violente ? C'est une question très importante, puisque l'ampleur de la hausse du chômage et le nombre de faillites dépendent du degré de normalisation de la production dans les secteurs en difficulté.
4. Une récession réduit-elle la croissance potentielle (par la perte de capital productif et de capital humain) ou au contraire l'accroît-elle (par la dynamique schumpeterienne, par l'effet « d'années folles » après la fin des restrictions sanitaires) ?
5. Quel est le potentiel de remontée des taux d'intérêt après la crise, donc quel est le risque de crise de la dette ? Cela dépend des poids respectifs de la politique monétaire et de l'excès mondial d'épargne dans l'explication de la baisse des taux d'intérêt.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

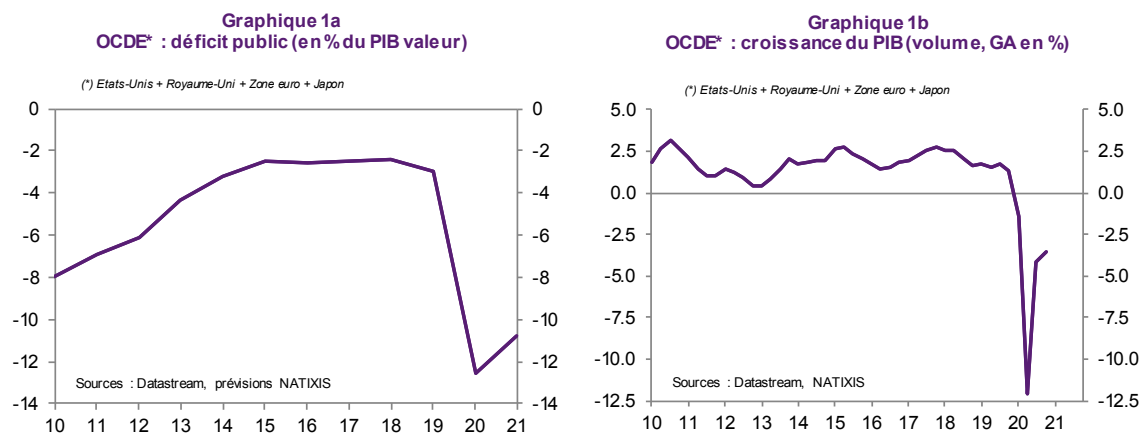
[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

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

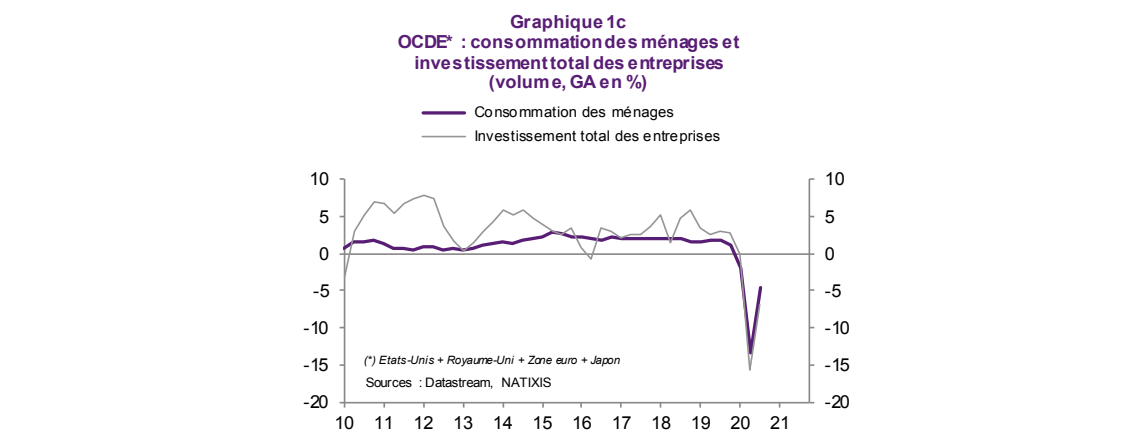
[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Première question macroéconomique liée à la crise de la Covid : les effets de l'énorme expansion budgétaire

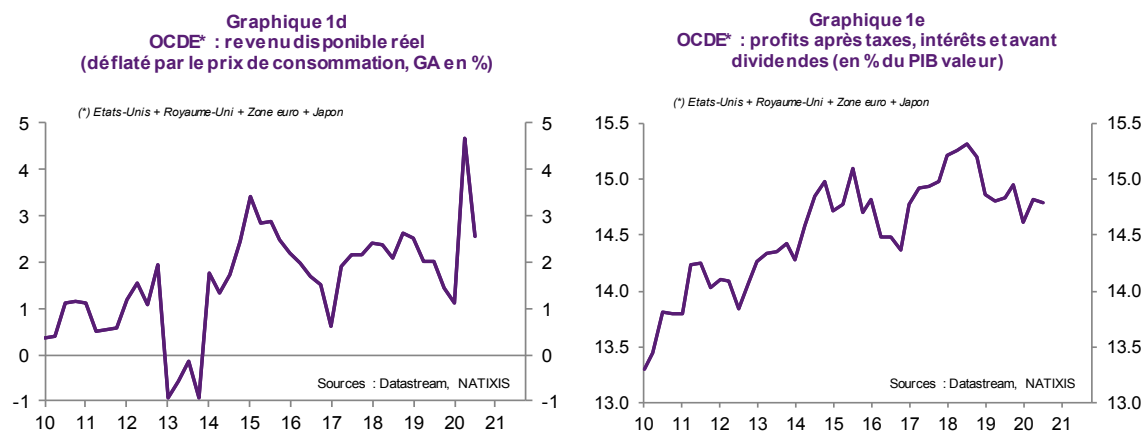
Dans les pays de l'OCDE, le déficit public a été accru en 2020, et ce sera encore le cas en 2021, de plus que la perte de PIB (graphiques 1a/b) : il y a donc eu surréaction de la politique budgétaire au recul de l'activité.



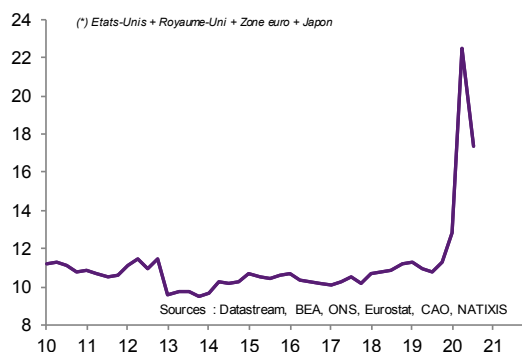
Par ailleurs, la crise et les restrictions sanitaires ont conduit au recul de **la consommation et de l'investissement des entreprises** (graphique 1c).



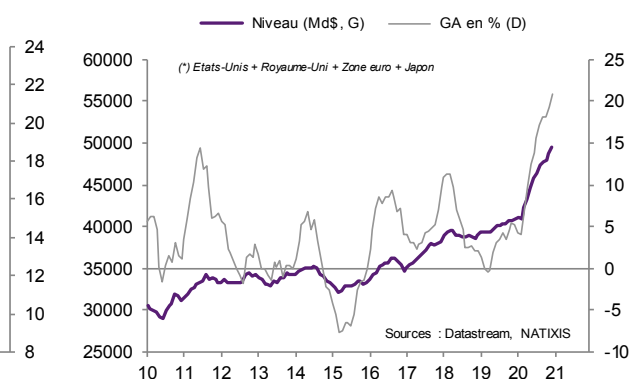
Puisque le revenu des ménages (**graphique 1d**) et des entreprises (**graphique 1e**) a été préservé, et au-delà, par l'expansion budgétaire, et que leurs dépenses ont été réduites, **il en résulte une forte épargne forcée** (graphiques 1f/g) détenue surtout sous forme monétaire.



**Graphique 1f**  
OCDE\* : taux d'épargne brute des ménages (en %)



**Graphique 1g**  
OCDE\* : masse monétaire M2



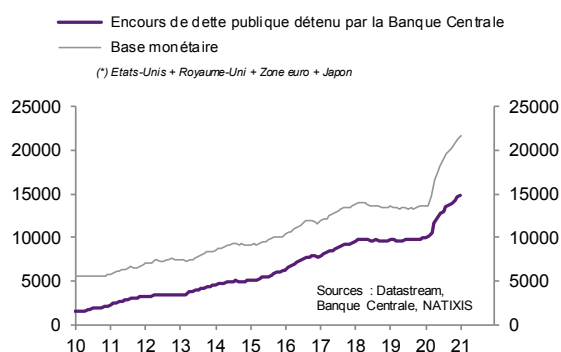
Ceci pose des questions importantes :

- un soutien budgétaire aussi massif était-il nécessaire s'il aboutit à de l'épargne monétaire forcée ?
- cette situation s'explique-t-elle par le fait que ceux qui ont constitué de l'épargne forcée ne sont pas les agents économiques en difficulté qui ont reçu les aides publiques ?
- le niveau des effets d'aubaine induits par les transferts publics ?

## Deuxième question macroéconomique liée à la crise de la Covid : les effets des politiques monétaires expansionnistes

Les déficits publics massifs mis en œuvre (graphique 1a plus haut) ont été monétisés par les Banques Centrales, d'où la **création monétaire massive liée à l'achat de dettes publiques par les Banques Centrales (graphique 2a)**.

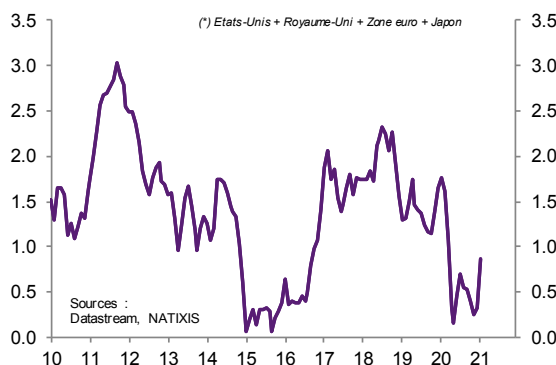
**Graphique 2a**  
OCDE\* : encours de dette publique détenu par la Banque Centrale et base monétaire (Md\$)



**Quelles sont alors les conséquences de cette création monétaire massive ?**

- **l'inflation des biens et services ?** On ne la voit pas (graphique 2b), même si les marchés financiers l'attendent (graphique 2c), si le débat est important sur ce point ;

**Graphique 2b**  
OCDE\* : inflation (CPI, GA en %)

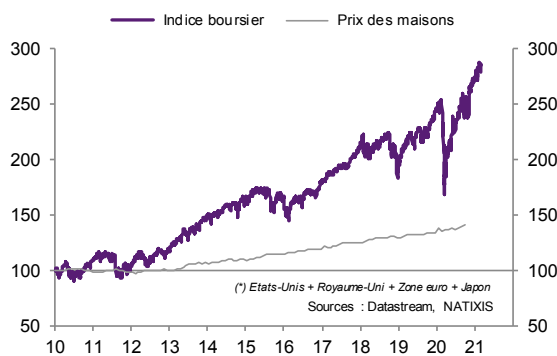


**Graphique 2c**  
OCDE\* : swaps d'inflation (zéro coupon)



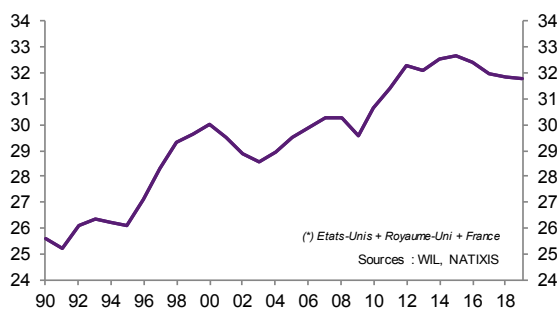
- les bulles sur les prix des actifs (graphique 2d) avec le réinvestissement de l'excès de liquidité dans les autres classes d'actifs (ce qu'on appelle le « portfolio rebalancing ») ? On commence à voir ces bulles.

**Graphique 2d**  
OCDE\* : indice boursier et prix des maisons  
(100 en 2010:1)



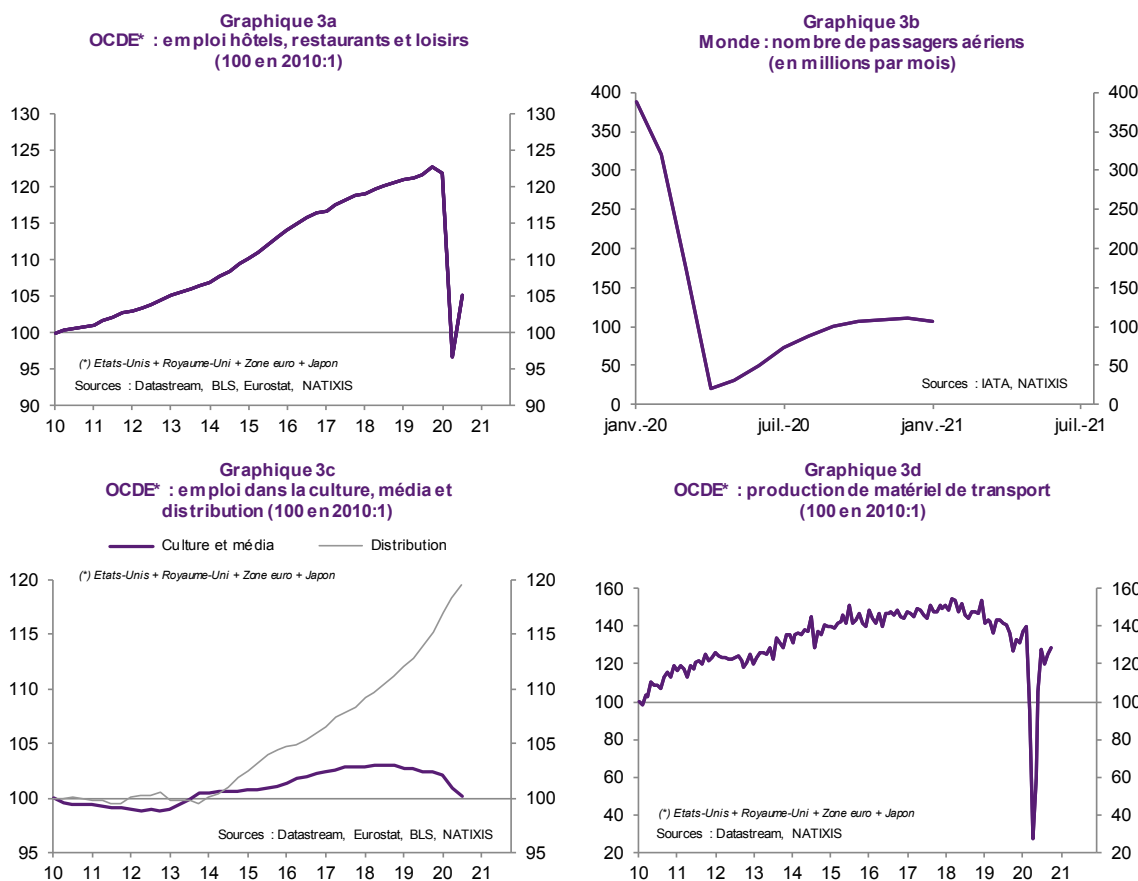
L'utilisation de l'épargne forcée vue plus haut sera très importante : si elle sert à consommer (ce qui est peu probable), il peut apparaître des pressions inflationnistes ; si elle est investie, il y aura bulles sur les prix des actifs. S'il y a hausse des prix des actifs, le prix à payer pour l'expansion monétaire sera la hausse des inégalités de patrimoine (graphique 2e).

**Graphique 2e**  
OCDE\* : proportion du patrimoine national détenue par les  
1 % d'individus possédant le patrimoine le plus important



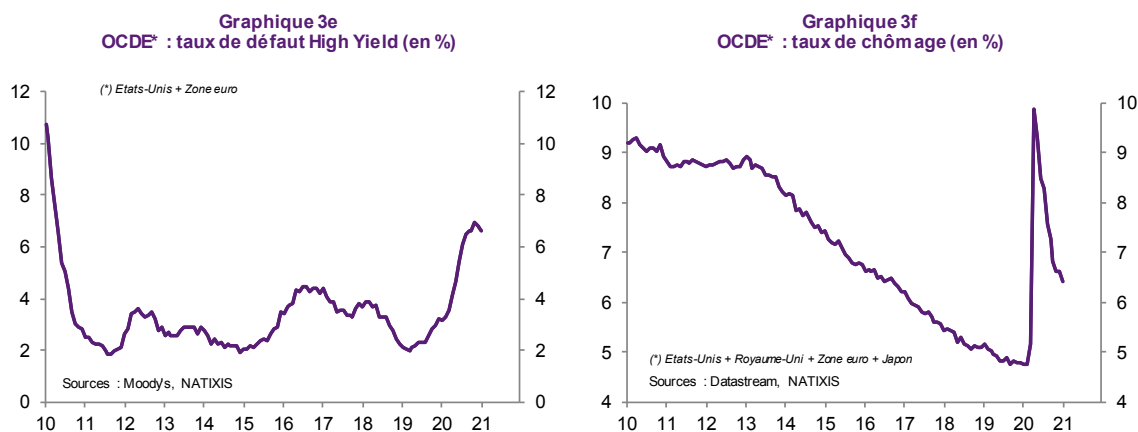
## Troisième question macroéconomique liée à la crise de la Covid : quel sera le degré de normalisation des comportements ?

La crise de la Covid a conduit à une **forte dégradation de la situation de certains secteurs d'activité** : hôtels-restaurants-loisirs (**graphique 3a**), transport aérien (**graphique 3b**), culture, distribution (**graphique 3c**), matériel de transport (autos, avions, **graphique 3d**), et à une **forte hétérogénéité des économies**.



### Que va-t-il se passer lorsque les restrictions sanitaires vont disparaître ?

- si la production ne se normalise pas rapidement ou pas complètement dans ces secteurs, on aura une forte hausse des faillites et du chômage structurel (graphiques 3e/f) ;



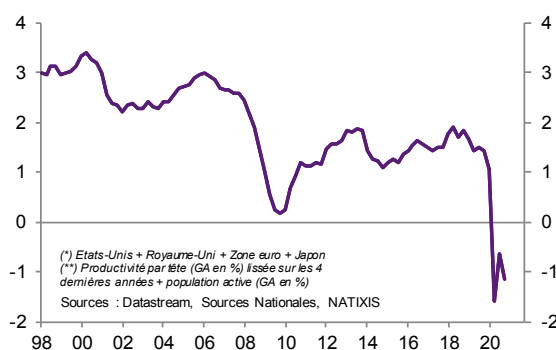
- mais si la production se normalise rapidement dans ces secteurs, il y aura une faible hausse des faillites et du chômage.

Cela dépend des comportements de consommation, de travail, de transport, de loisirs : redeviendront-ils ce qu'ils étaient avant la crise ou pas ?

## Quatrième question macroéconomique liée à la crise de la Covid : une récession longue réduit-elle ou peut-elle accroître la croissance potentielle ?

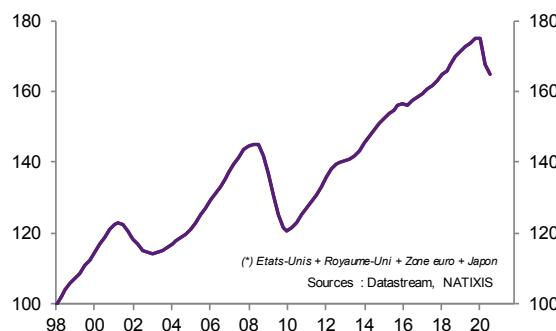
La plupart des économistes pensent qu'après une récession la croissance potentielle recule, comme on l'a vu après la crise des subprimes (graphique 4a), puisque :

Graphique 4a  
OCDE\* : croissance potentielle\*\* (volume)



- il y a perte de capital productif, avec le recul de l'investissement (graphique 4b), avec les faillites (graphique 3e plus haut) ;

Graphique 4b  
OCDE\* : investissement total des entreprises  
(volume, 100 en 1998:1)



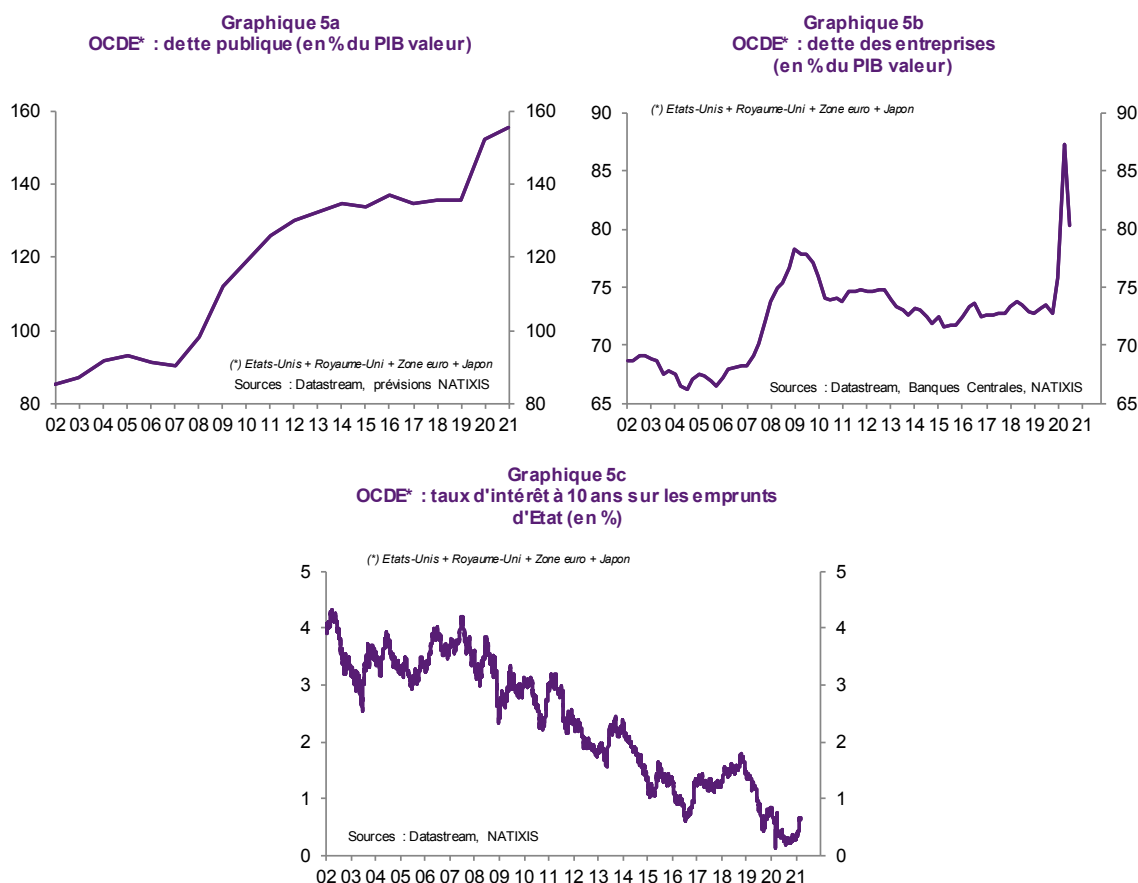
- il y a perte de capital humain, avec la montée durable du chômage (graphique 3f plus haut). Cette perte de capital humain sera accentuée après la crise de la Covid par la déformation de la structure sectorielle de l'économie, qui va rendre inutiles certaines compétences.

Mais, à l'inverse, certains défendent l'idée d'une augmentation au contraire de la croissance potentielle avec deux arguments :

- l'apparition d'une **dynamique schumpeterienne**, favorable aux entreprises et aux secteurs d'activité les plus efficaces, et liée en particulier à la **digitalisation de l'économie** ;
- l'**hypothèse des « années folles »**, un boom de la demande dû au soulagement après la fin des restrictions sanitaires.

## Cinquième question macroéconomique liée à la crise de la Covid : quel est le potentiel de remontée des taux d'intérêt à long terme ?

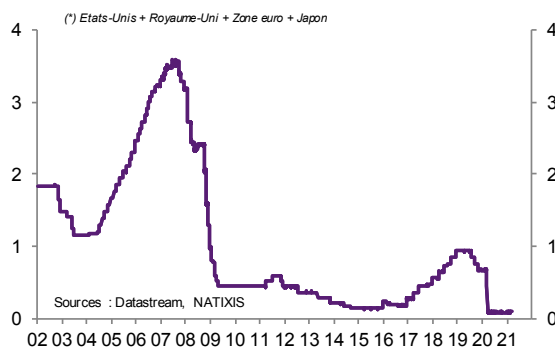
La crise de la Covid a encore accru l'endettement des États (graphique 5a) et des entreprises (graphique 5b), ce qui n'a pour l'instant pas d'effet négatif grâce aux **politiques monétaires très expansionnistes** (achats de dette publique, graphique 2a plus haut) et au très bas niveau **des taux d'intérêt à long terme** (graphique 5c).



L'inquiétude est donc liée au potentiel de remontée des taux d'intérêt à long terme après la crise. Si elle est forte, il y a risque important de crise de la dette. La taille de la remontée des taux d'intérêt à long terme dépend des poids relatifs des deux explications des taux d'intérêt bas :

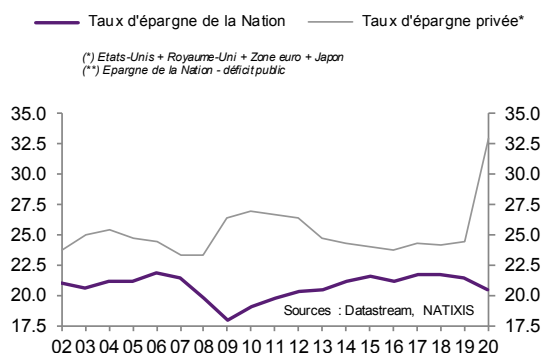
- les **politiques monétaires expansionnistes** (graphique 2a, graphique 5d) ;

**Graphique 5d**  
OCDE\* : taux d'intervention des Banques Centrales (en %)



- l'excès (ex ante) d'épargne (totale et privée) du Monde (graphique 5e).

**Graphique 5e**  
OCDE\* : taux d'épargne de la Nation et taux d'épargne privée (en % du PIB valeur)



Plus le poids de l'excès d'épargne est grand, plus les taux d'intérêt à long terme resteront faibles même quand les politiques monétaires deviendront moins expansionnistes.

## Synthèse : la crise de la Covid conduit à se poser des questions macroéconomiques difficiles

On l'a vu, ces questions portent :

- sur la pertinence de déficits publics qui aboutissent à de l'épargne forcée et à la hausse des encaisses monétaires détenues par les agents économiques ;
- sur les conséquences à moyen terme d'une création monétaire très rapide ;
- sur le degré de modification permanente ou de retour à la normale d'avant crise des comportements (de consommation, de travail, de loisirs...) ;
- sur le poids des arguments qui expliquent d'un côté pourquoi une récession réduit la croissance potentielle, de l'autre pourquoi elle peut l'augmenter ;
- sur le risque de crise des dettes, qui est lié à l'ampleur de la remontée des taux d'intérêt, qui dépend elle-même des poids des différentes explications (cycliques ou structurelles) des taux d'intérêt bas.

**La multiplicité et la difficulté de ces questions expliquent la divergence des scénarios qui sont présents** : croissance forte ou faible, retour ou non de l'inflation, normalisation ou non des secteurs en difficulté, crise ou non de la dette, crise sociale légère ou forte...



## Avertissement

Cette communication à caractère promotionnel et les informations qu'elle contient (pièces jointes comprises) s'adressent exclusivement à une clientèle de professionnels, de contreparties éligibles ou d'investisseurs qualifiés.

Ce document (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous avez reçu ce document ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Les cours de référence, s'ils sont mentionnés, sont basés sur les cours de clôture.

La distribution, la possession ou la remise de ce document dans, depuis ou vers certaines juridictions peut être limitée voire illégale. Les personnes recevant ce document doivent s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne peuvent être tenus responsables à l'encontre de toute personne de la distribution, de la possession ou de la remise de ce document dans, depuis ou vers quelque juridiction que ce soit.

Ce document a été élaboré par nos économistes. Il ne doit pas être considéré comme une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. En conséquence, il n'est soumis à aucune interdiction de transaction en amont de sa diffusion.

Ce document et toutes ses pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à une diffusion générale, et les produits et services qui y sont décrits ne prennent pas en compte les objectifs d'investissement, la situation financière ou tout besoin particulier d'un destinataire spécifique. Ce document (pièces jointes comprises) ne doit pas être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue d'une vente, d'un achat ou d'une souscription.

Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme la confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité.

Ce document et toutes ses pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis.

Natixis n'a ni vérifié ni effectué d'analyse indépendante des informations contenues dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration, n'offre aucune garantie, ni ne prend aucun engagement, explicite ou implicite, envers les lecteurs de ce document quant à la pertinence, à l'exactitude ou à l'exhaustivité des informations qui y figurent ou à la justesse des hypothèses exprimées. Les informations ne prennent pas en considération les dispositions fiscales ou les méthodes comptables spécifiques applicables aux contreparties, clients ou clients éventuels de Natixis. Par conséquent, Natixis ne saurait être tenue responsable des éventuelles différences entre ses propres évaluations et celles de tiers parties, lesquelles pourraient résulter de l'application et de la prise en compte d'autres méthodes comptables, règles fiscales ou modèle de valorisation. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer à tout moment et sans préavis les hypothèses et opinions énoncées dans ce document.

Les cours et les marges sont mentionnés à titre indicatif seulement et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment et sans préavis en fonction, notamment, des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'une modélisation quantitative d'éventuels événements futurs, susceptibles de se réaliser ou non, 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 et sans préavis.

Sauf indication contraire, les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent ceux de son (ses) auteur(s) et ne traduisent en aucun cas les opinions de toute autre personne ou de Natixis. Les informations ne sont pas censées avoir été mises à jour après la date indiquée sur la page frontispice du document, et la remise de ce document ne constitue pas une déclaration de quiconque indiquant que ces informations ont pu être mises à jour après cette date.

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

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce rapport reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce rapport n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération ou des auteurs(s) de ce document. Les opinions et avis personnels des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document.

**[Natixis peut se trouver en conflit d'intérêts :** Natixis peut, de temps à autre, à titre de principal ou d'agent, participer à diverses activités dans le monde entier, détenir des positions, vendre ou acheter, ou être teneur de marché pour des valeurs mobilières, des instruments financiers ou d'autres actifs sous-jacents des instruments concernés par cette présentation. Les activités de Natixis en rapport avec ces instruments peuvent avoir un impact sur le cours des actifs sous-jacents concernés et donner naissance à des intérêts ou devoirs conflictuels. Natixis peut fournir des services à un membre quelconque du groupe auquel appartient le destinataire de cette présentation ou à toute autre entité ou personne (tiers) engagée dans une transaction (pour son propre compte ou non) avec le destinataire de cette présentation ou un tiers, ou mener toute action, quelle qu'elle soit, pour son compte ou pour un tiers, sans égard au fait que ledits services, transactions ou actions puissent être préjudiciables au destinataire des informations ou à son groupe. Natixis peut aussi conserver pour son propre bénéfice toute rémunération ou tout profit associé. De plus, Natixis peut, de temps à autre, en vertu des types de relations décrites dans ce paragraphe ou d'autres relations, être en possession d'informations qui sont ou peuvent être déterminantes pour un instrument particulier, et qui peuvent ou non être publiquement disponibles ou connues de vous. Le fait de vous fournir un prix indicatif ou toute autre information relative à un quelconque instrument n'oblige pas Natixis à vous divulguer de telles informations connexes, qu'elles soient ou non confidentielles.

Les valeurs et sociétés citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site de Natixis à cette adresse : <https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>

Natixis est supervisée par la Banque centrale européenne (BCE).

Natixis est agréée en France par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et est 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 la *Financial Conduct Authority* et la *Prudential Regulation Authority* pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation exercée par la *Financial Conduct Authority* et la *Prudential Regulation Authority* peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

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

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, négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de ce rapport qu'aux *Major U.S. institutional investors* au sens des règles de la SEC. Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque *Major U.S. institutional investor* qui reçoit ce document, s'engage à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque aux Etats-Unis. Natixis Securities Americas LLC, négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'a participé d'aucune manière à l'élaboration de ce rapport et, en conséquence, ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Ce rapport a été élaboré et vérifié par des auteurs employés par Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC, n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analystes auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur titre ou sur un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre représentant chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou par 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 : <http://research.intranet/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>

Au Canada, Natixis mène ses activités à travers Natixis Canada Branch, succursale supervisée et réglementée par le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) au titre de succursale de banque étrangère (Annexe III – Prêt uniquement). Natixis Securities Americas LLC n'est pas un négociateur pour compte de tiers et pour compte propre enregistré dans une province canadienne, mais mène ses activités en vertu de l'exemption s'appliquant aux courtiers et aux conseillers étrangers. NATIXIS n'est pas un négociateur pour compte de tiers et pour compte propre enregistré dans une province canadienne, mais mène ses activités au Québec et en Ontario en vertu de l'exemption s'appliquant aux courtiers et aux conseillers étrangers. Toute opération sur titre ou autre offre, vente ou sollicitation sera structurée selon les dispositions de cette exemption.

Natixis Japan Securities Co., Ltd. (NJS) est un opérateur commercial d'instruments financiers (*Director General of Kanto Local Finance Bureau [Kinsho] n° 2527*) supervisé par la *Financial Services Agency*. NJS est membre de la *Japan Securities Dealers Association* et de la *Type II Financial Instrument Firms Association*. Ce document est strictement destiné aux investisseurs professionnels au sens de l'article 2.31 de la *Financial Instruments and Exchange Act*. Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce rapport reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce rapport n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération ou des auteurs(s) de ce document. JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRÉSENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLÈTENT, 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 MANIÈRE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA RÉMUNÉRATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT. Les opinions et avis personnels des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document.

A Hong Kong, ce document est destiné exclusivement aux investisseurs professionnels au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (Cap. 571) de Hong Kong et règlements afférents.

La filiale Natixis Singapour est réglementée par la *Monetary Authority of Singapore*. Ce document est destiné exclusivement aux *Institutional Investors, Accredited Investors and Expert Investors* au sens de la section 4A de la *Securities and Futures Act* de Singapour.

En Chine continentale, les activités bancaires des succursales Natixis Shanghai et Natixis Beijing sont réglementées par la Commission chinoise de contrôle bancaire, la Banque populaire de Chine et l'Administration nationale des changes. Ce document est exclusivement destiné aux investisseurs professionnels autorisés à négocier l'achat du type de produit offert ou vendu. Il appartient aux investisseurs professionnels de la République populaire de Chine (RPC) d'obtenir les approbations, licences, contrôles et enregistrements requis auprès des autorités gouvernementales compétentes (y compris, sans s'y limiter, la Commission chinoise de contrôle bancaire, la Banque populaire de Chine, l'Administration nationale des changes et la Commission de régulation des marchés financiers), et de respecter la réglementation de la RPC y compris, sans s'y limiter, tous les règlements relatifs au marché des changes et aux investissements étrangers.

A Taïwan, la filiale Natixis Taipei est réglementée par la Commission de contrôle financier de Taïwan. Ce document est exclusivement destiné aux investisseurs professionnels de Taïwan pour référence seulement.

En Corée du Sud, ce rapport de recherche est fourni gratuitement à titre de commodité seulement. Toutes les informations contenues dans ce document sont factuelles et ne traduisent pas l'opinion ou le jugement de Natixis. Elles ne peuvent pas être considérées comme une offre, une promotion, une sollicitation ou un conseil relatif à tout produit d'investissement qui y serait mentionné.

En Australie, Natixis possède la filiale en propriété exclusive Natixis Australia Pty Limited (NAPL). NAPL est enregistrée auprès de l'*Australian Securities & Investments Commission* et est détentrice d'une licence de services financiers australiens (n° 317114) qui lui permet d'offrir des services financiers à des clients « de gros » en Australie. Les détails concernant la licence de services financiers australiens sont fournis sur demande.

Natixis S.A. n'est pas un établissement de dépôt autorisé selon l'*Australian Banking Act* de 1959, et n'est pas réglementée par l'*Australian Prudential Regulation Authority*. Toute référence de ce document à des activités bancaires concerne les activités de Natixis hors du territoire australien.

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 au sens des règles de la DFSA ; s'il ne possède pas cette qualification, 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.

A Oman, Natixis ne possède aucune entente ni représentation enregistrée, ne mène pas d'activités bancaires et n'offre pas de services financiers. En conséquence, Natixis n'est pas réglementée par la Banque centrale (CBO) ou l'Autorité des marchés de capitaux (CMA) d'Oman.

Ce document a été élaboré par Natixis.

Les informations contenues dans ce document sont exclusivement fournies à des fins de discussion et ne constituent pas une offre de titres à Oman au sens de la Loi sur les sociétés commerciales d'Oman (décret royal 4/74) ou de la Loi sur le marché des capitaux d'Oman (décret royal 80/98), ni une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat de titres étrangers à Oman au sens de l'article 139 des Règlements exécutifs de la Loi sur le marché des capitaux d'Oman (décision 1/2009 de la CMA).

Natixis ne sollicite pas de clients à Oman et n'accepte de transmettre dans ce pays des informations ou des documents décrivant des produits ou des services financiers qu'à la demande expresse des destinataires. En recevant ce document, la personne ou l'entité destinataire comprend, reconnaît et accepte que ce document n'a pas été approuvé par la CBO, la CMA ou toute autre autorité ou entité gouvernementale d'Oman.

Natixis s'interdit de commercialiser, d'offrir, de vendre ou de distribuer des produits ou services financiers ou de placement à Oman, et aucun titre, produit ou service financier e pourra ni ne sera souscrit à Oman.

Aucun élément contenu dans ce document ne peut être assimilable à une prestation de conseil financier, juridique, fiscal, comptable ou autre sur le territoire d'Oman sous sa gouverne.

Au Qatar, les informations contenues dans ce document ont été rassemblées de bonne foi, avec toutes les précautions et l'attention raisonnables voulues. A notre connaissance, ces informations étaient justes au moment de leur publication et n'omettent pas de données accessibles par Natixis et déterminantes de l'exactitude des informations. Les opinions exprimées ici ont été élaborées de bonne foi à partir des faits disponibles au moment de leur conception..