NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

2 décembre 2013 – N° 840

Pourquoi nous dégradons le Brésil et le Venezuela

Les récents commentaires évoquant une dégradation de la notation souveraine du Brésil nous conduisent à examiner la qualité de crédit de l'Amérique latine. Pour ce faire, nous répliquons la méthodologie de notation de S&P (rendue publique le 30 juin 2011).

Notre analyse de la qualité de crédit de l'Amérique latine en 2014 démontre que les notations du Chili, de la Colombie, du Mexique et du Pérou sont globalement en ligne avec leurs fondamentaux. Si la croissance n'y déçoit pas et que les réformes s'y concrétisent, le Mexique est le pays le plus susceptible de voir sa note relevée.

Par ses fondamentaux, l'Argentine peut prétendre à une meilleure notation. Les mauvais antécédents du pays en matière de remboursement de dette, notamment avec les holdouts, justifient cependant l'écart entre l'évaluation quantitative et la notation de S&P.

Nous anticipons une dégradation du Brésil et du Venezuela. La qualité de crédit du Brésil restera sous pression en raison de plusieurs facteurs : croissance atone, inflation persistante, comptes publics dégradés, passif des banques publiques... En outre, nous jugeons possible la résurgence de tensions sociales à l'approche de la Coupe du monde et des élections présidentielles.

Concernant le Venezuela, les risques sont principalement politiques et économiques. S'il paraît difficile d'envisager une politique économique plus erratique, les pénuries de produits de base, la violence et les tensions sociales constituent de véritables bombes à retardement.

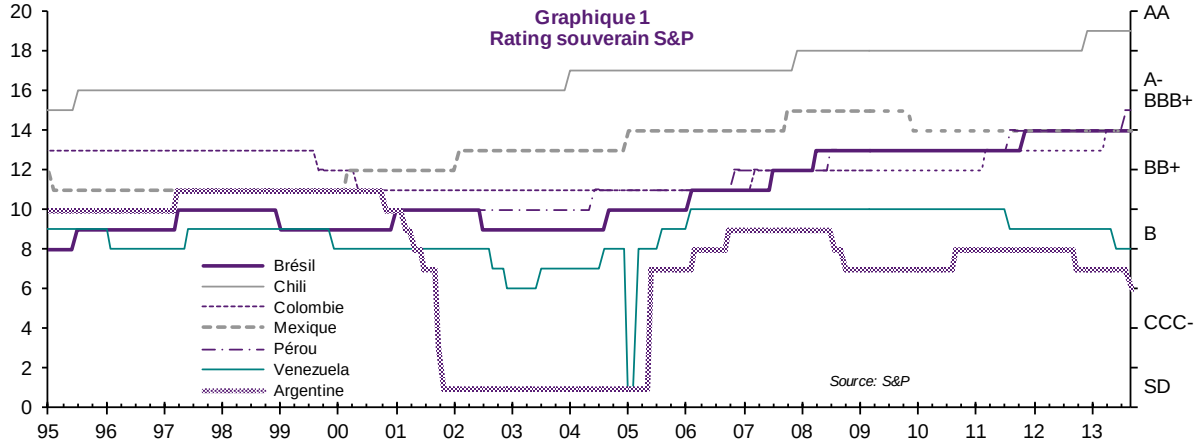
RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :
Juan Carlos RODADO

Disponible sur App Store

Les notations sont cruciales. Elles résument la qualité de crédit d'un émetteur. Dans le secteur bancaire, les notations conditionnent le montant de capitaux propres requis pour provisionner les actifs en pension ou financés. Les commentaires récents portant sur une dégradation de la notation souveraine du Brésil nous conduisent à reconsidérer la qualité de crédit de la région. Pour cela, nous recourrons à la méthodologie de notation de S&P (rendue publique le 30 juin 2011) (**graphique 1**).

Graphique 1
Rating souverain S&P



La méthodologie de S&P repose sur une matrice qui combine le profil politico-économique ainsi que la performance et la flexibilité des économies (**tableau 1**). L'ensemble des facteurs sont équipondérés.

Tableau 1. Rating souverain

Flexibilité et performance		Profil politico-économique										
		Supérieur	Extrême-ment fort	Très fort	Fort	Modéré-ment fort	Intermé-diaire	Modéré-ment faible	Faible	Très faible	Extrême-ment	Risqué
	Score	*1*	*1,5*	*2*	*2,5*	*3*	*3,5*	*4*	*4,5*	*5*	*5,5*	*6*
Extrêmement forte	*1,0-1,7*	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	A+	A	A-	BBB+		
Très fortes	*1,8-2,2*	AAA	AAA	AA+	AA	AA-	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-
Fortes	*2,3-2,7*	AAA	AA+	AA	AA-	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB	B+
Modérément fortes	*2,8-3,2*	AA+	AA	AA-	A+	A-	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
Intermédiaires	*3,3-3,7*	AA	AA-	A+	A	BBB+	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
Modérément faibles	*3,8-4,2*	AA-	A+	A	BBB+	BBB	BB+	BB	BB-	B+	B	B
Faibles	*4,3-4,7*	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	B-
Très faibles	*4,8-5,2*		BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B	B-	B-
Extrêmement faibles	*5,3-6,0*		BB+	BB	BB-	B+	B	B	B-	B-	CCC/CC	CCC/CC

Sources : S&P, NATIXIS

1/ Score politique

Nous convertissons les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale en notes allant de 1 à 6 pour le plus mauvais score politique. Nous faisons la moyenne des indicateurs suivants (**tableau 2**) :

1. Stabilité politique et absence de violence
2. Qualité de la réglementation
3. Efficacité des pouvoirs publics
4. État de droit
5. Maîtrise de la corruption
6. Rayonnement et responsabilité

Tableau 2. Indicateurs de gouvernance en 2012 (0 pour le pire, 100 pour le meilleur)

	Stabilité politique et absence de violence / terrorisme	Efficacité des pouvoirs publics	Qualité de la réglementation	Etat de droit	Maîtrise de la corruption	Rayonnement et responsabilité	Moyenne des indicateurs de la Banque mondiale
Argentine	48,3	45,5	19,1	29,4	38,8	56,9	36,2
Brésil	47,9	50,2	54,5	51,7	56,5	60,7	52,2
Chili	59,2	86,6	93,3	88,2	91,4	80,1	83,7
Colombie	8,1	56,9	63,6	43,6	41,6	45,5	42,8
Mexique	24,2	63,2	67,0	36,0	42,6	55,0	46,6
Pérou	19,9	48,8	67,9	32,7	43,1	53,6	42,5
Venezuela	17,5	12,9	4,8	0,9	6,7	22,3	8,6

Source : Banque mondiale

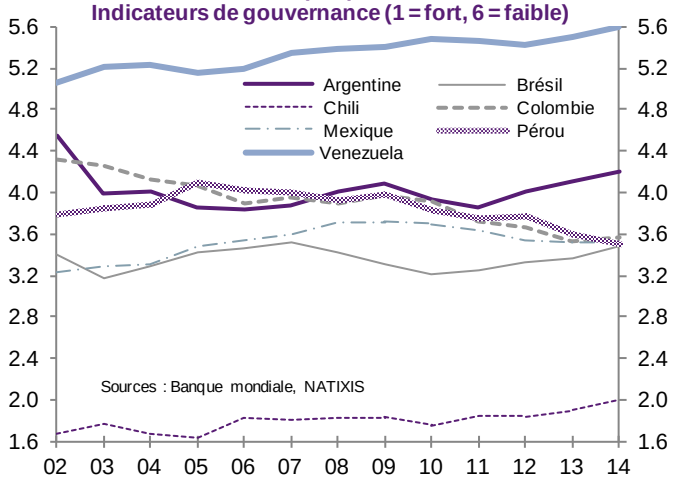
Nos statistiques portent sur un large intervalle de temps (2002-2012). Le score pour 2013-2014 repose sur notre jugement concernant le climat social, les questions de sécurité et le cycle électoral propres à chaque pays (**tableau 3**). Sur le plan politique, le Venezuela, l'Argentine et le Brésil ont les marges de manœuvre les plus étroites (**graphique 2**).

Tableau 3. Agenda Politique sur 2014-2015

Pays	Elections	Echéance
Colombie	Législatives	Mars 2014
Colombie	Présidentielles	Mai 2014
Brésil	Présidentielles	5 octobre 2014
Brésil	Parlement	5 octobre 2014
Venezuela	Législatives	2015
Argentine	Présidentielles	Octobre 2015
Argentine	Législatives	2015
Mexique	Législatives	Juillet 2015

Source : NATIXIS

Graphique 2
Indicateurs de gouvernance (1 = fort, 6 = faible)

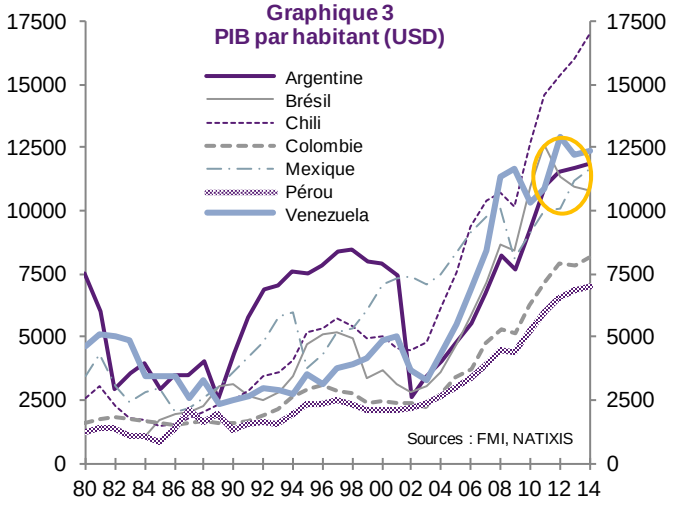


2/ Score économique

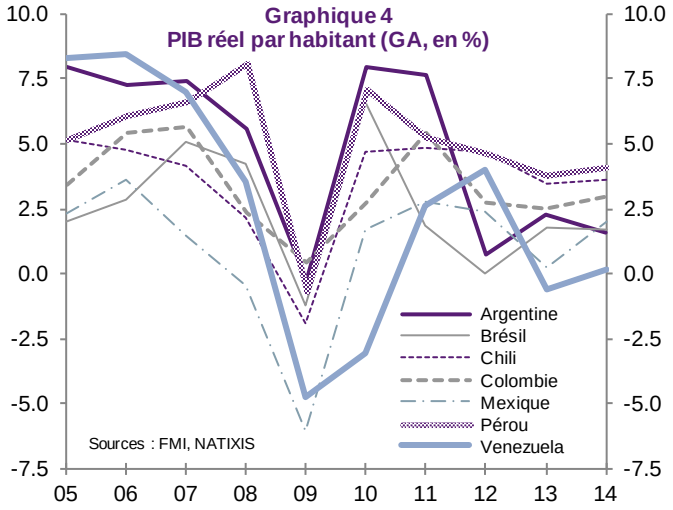
Le point de départ est une grille (**Tableau en annexes**) où figure le niveau du PIB par tête, plus ce dernier est élevé et plus la probabilité de défaut est faible. Le Chili dispose du niveau de revenu le plus élevé de la région (**graphique 3**). Les autres pays se situent en catégorie inférieure selon les critères de S&P (catégorie 4) et les données du FMI.

Le score initial est ajusté de deux catégories maximum en fonction des perspectives de croissance, de la diversité économique et de la volatilité par rapport aux pays appartenant à la même classe de revenu. En raison de la morosité de leurs perspectives de croissance (**graphique 4**), nous avons abaissé le score initial du Brésil et du Mexique d'une catégorie. En se cantonnant à 2014, les écarts sont significatifs : 2,0% selon nos estimations contre 2,5% pour S&P pour le Brésil, et de 2,7% selon nous contre 3,5% pour S&P pour le Mexique.

Graphique 3
PIB par habitant (USD)



Graphique 4
PIB réel par habitant (GA, en %)



Nous réduisons de deux catégories le score initial de l'Argentine et du Venezuela, leur PIB par habitant en USD ne reflétant pas le niveau de leur revenu réel en raison d'une inflation soutenue et des contrôles de capitaux. En outre, les deux pays présentent les taux de croissance les plus volatils de la région (**tableau 4**).

Tableau 4. Ecart-type du PIB réel par habitant (GA, en %)

	Argentine	Brésil	Chili	Colombie	Mexique	Pérou	Venezuela
1980-2014	5,78	3,13	4,28	2,15	3,14	5,85	6,39
1990-2014	5,39	2,61	2,65	2,25	2,89	3,92	5,94
2000-2014	5,72	2,10	1,90	1,63	2,49	2,60	6,75

Sources : FMI, NATIXIS

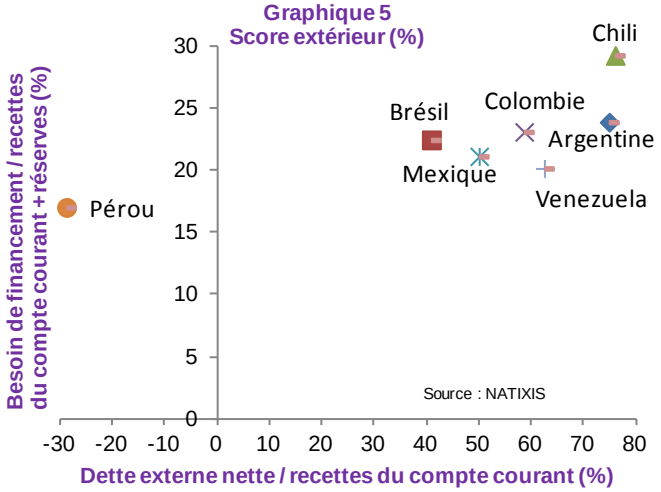
3/ Score extérieur

Le score extérieur reflète la capacité d'une économie à générer des revenus pour honorer ses engagements extérieurs. Pour les pays ayant une monnaie de réserve (États-Unis, Royaume-Uni, Japon) ou une devise liquide sur le marché des changes comme le Mexique, S&P ne considère que l'endettement extérieur. Ce dernier est mesuré par le rapport entre la dette externe nette et les recettes du compte courant (RCC). Le score initial du Mexique est de 2.

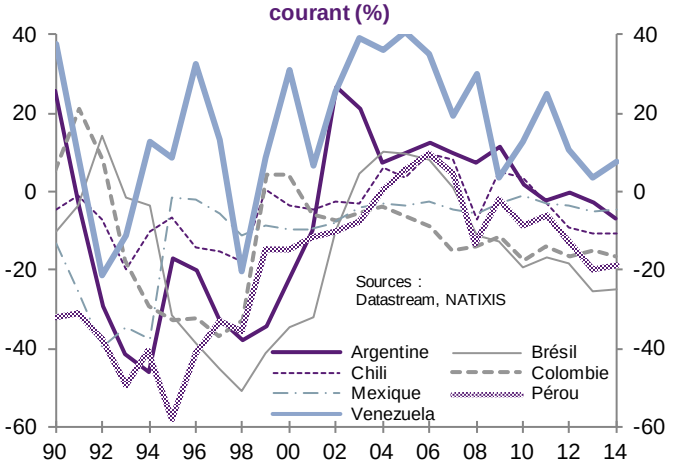
Pour les autres pays, S&P tient compte de la liquidité externe, mesurée par le ratio du besoin de financement extérieur brut à la somme des RCC et des réserves officielles de change mobilisables (**graphique 5**). Les scores initiaux du Pérou et du Brésil sont de 1, tandis que ceux de la Colombie, du Venezuela, de l'Argentine et du Chili sont de 2.

Le score extérieur peut être abaissé en fonction des contraintes de la dette, du niveau élevé des déficits courants, de l'exposition aux « sudden stop », de l'incohérence des données, de la volatilité des termes de l'échange. Nous réduisons le score des pays dont les déficits sont supérieurs à 10% des RCC (Brésil, Pérou, Colombie et Chili - **graphique 6**) et ceux dont la dette extérieure dépasse 50% des RCC avec des termes de l'échange volatils (Argentine et Venezuela). Le raisonnement est simple : le retrait progressif de la Fed en 2014 entraînera une réduction de la liquidité extérieure de la région.

Graphique 5
Score extérieur (%)



Graphique 6
Solde du compte courant / recettes du compte courant (%)



4/ Score budgétaire

Le score budgétaire de S&P repose sur leur appréciation de la soutenabilité des finances publiques (déficit et dette), de la flexibilité budgétaire des États (critère purement qualitatif), du risque de refinancement et des risques potentiels liés aux passifs contingents. Le point de départ du score budgétaire découle des variations de la dette publique en % du PIB sur l'année en cours et prévue sur les trois prochaines années. Le Pérou et la Colombie présentent les meilleurs scores initiaux de la région (1), et le Venezuela le pire (4).

Cette analyse est complétée par l'appréciation qualitative de l'agence de notation de la flexibilité budgétaire du gouvernement. Cette dernière repose sur plusieurs critères : étendue de la base fiscale, niveau de pression fiscale, capacité à mener des politiques contra cycliques, besoins en infrastructures, etc. Une nouvelle fois, notre interprétation des critères de S&P s'avère très radicale dans la mesure où nous avons abaissé le score initial de tous les pays, à l'exception du Chili (**tableau 5**). Les antécédents budgétaires chiliens, comme la gestion de la rente des matières premières, sont exemplaires tandis que certains points noirs subsistent pour les autres pays : économie parallèle importante (Pérou, Brésil, Colombie et Mexique), dépendance à l'égard des matières premières (Venezuela, Mexique, ...), infrastructures médiocres (Colombie, Brésil et Pérou), perte de crédibilité budgétaire (Venezuela, Argentine et Brésil).

Le score budgétaire est complété par une analyse de la soutenabilité de la dette : niveau, coût, structure, accès au financement. Le score de chaque pays est fonction de la dette publique nette et des charges d'intérêt en % des recettes budgétaires. Lorsque les statistiques sur la dette publique nette n'étaient pas disponibles, nous les avons estimées à partir de nos prévisions de dette publique. Une nouvelle fois, le Chili affiche le meilleur score initial, tandis que le Brésil et le Mexique ont le pire. Nous ajustons le score initial pour tenir compte des garanties pouvant peser sur le passif d'un pays. Pour cela, nous recourrons à la méthodologie BICRA (évaluation du risque pays pour l'industrie du secteur bancaire) de S&P. Nous abaissons le score initial de l'Argentine et du Venezuela, le passif de leur secteur public ayant augmenté. Le Brésil constitue également un sujet de préoccupation en raison de la part croissante des prêts accordés par les banques publiques.

Tableau 5. Score fiscal

	Variation dette publique	Score Initial	Economie Informelle	Pression fiscale	Perception de la corruption	HDI	Score budgét-aire	Service de la dette	Dette Publique	Dette publique nette	Score Dette	Passif contingent	Score Dette	Score final
	(% du PIB)	(1-6)	(% du PIB)	(% du PIB)	(classement 2012)	(indice 2012)	(1-6)	(% des recettes budgétaires)	(% du PIB)	(% du PIB)	(1-6)	Groupe BICRA (1-10)	(1-6)	(1-6)
Argentine	1,3	2,0	23,0	41,8	102	0,81	4,0	8,9	48,5	-	3,0	8,0	5,0	**4,5**
Brésil	0,9	2,0	36,6	37,0	69	0,73	3,0	14,1	69,0	34,3	4,0	4,0	4,0	**3,5**
Chili	0,7	2,0	18,5	23,2	20	0,82	2,0	1,7	13,4	-5,1	1,0	3,0	1,0	**1,5**
Colombie	-0,1	1,0	33,5	27,7	94	0,72	2,0	9,0	32,0	25,0	2,0	5,0	2,0	**2,0**
Mexique	1,4	2,0	28,8	23,1	105	0,78	3,0	14,3	46,0	40,2	4,0	4,0	4,0	**3,5**
Pérou	-0,7	1,0	53,7	20,2	83	0,74	2,0	5,9	17,5	3,1	2,0	4,0	2,0	**2,0**
Venezuela	4,1	4,0	30,9	22,7	165	0,75	6,0	6,6	58,0	-	3,0	-	5,0	**5,5**

Sources : F. SCHNEIDER, OME, Transparency International, Banque mondiale, PNUD, OCDE, NATIXIS

5/ Score monétaire

Le score monétaire reflète la capacité d'une autorité monétaire à soutenir la croissance, notamment lorsque le pays doit faire face à des retournements conjoncturels ou financiers. Le score le plus élevé correspond à un pays disposant d'une banque centrale indépendante et crédible (faible inflation), d'une monnaie flottant librement et de marchés de capitaux développés.

Le Brésil, le Chili et le Mexique enregistrent le meilleur score monétaire initial (**tableau 6**). Le Mexique et le Pérou se distinguent par le fait qu'ils sont les seuls pays de la région dont la monnaie est convertible. Nous abaissons le score initial du Pérou en raison de l'importance des prêts en devises étrangères, et ceux de l'Argentine et du Venezuela pour leurs difficultés liées à l'inflation.

Table 6. Score monétaire

	Régime de change	Maturité originale	Crédit bancaire	Capital-isation boursière	Score monétaire	Inflation moyenne t-1, t+3	Prêts en devises	Monnaie non convertible	Score final
		années	(% du PIB)	(% du PIB)		(GA, %)	(% du total)		
Argentine	Flottement administré	12,1	37,3	7,3	4,0	10,7	15,8	Oui	**5,0**
Brésil	Flottement administré	16,6	110,5	54,6	2,0	5,5	NA	Oui	**3,0**
Chili	Flottement administré	16,9	74,3	116,8	2,0	2,7	NA	Oui	**3,0**
Colombie	Flottement administré	12,7	69,6	70,9	3,0	2,9	6,3	Oui	**4,0**
Mexique	Flottement libre	12,6	47,1	44,6	2,0	3,3	11,6	Non	**2,0**
Pérou	Flottement libre	12,5	17,8	49,2	3,0	2,6	57,5	Non	**4,0**
Venezuela	Ancrage fixe	11,7	42,0	6,6	5,0	30,7	0,5	Oui	**6,0**

Sources : Banque mondiale, OME, FMI, NATIXIS

En résumé

Notre analyse de la qualité du crédit de l'Amérique latine en 2014 démontre que les notations du Chili, de la Colombie, du Mexique et du Pérou sont globalement en ligne avec les fondamentaux (Tableau 7). Si la croissance n'y déçoit pas et que les réformes s'y concrétisent, le Mexique est le pays le plus susceptible de voir sa note relevée. De par ses fondamentaux, l'Argentine peut prétendre à une meilleure notation. Les mauvais antécédents du pays en matière de remboursement de dette, avec notamment les *holdouts*, justifient cependant l'écart entre l'évaluation quantitative et la notation de S&P.

Nous anticipons une dégradation du Brésil et du Venezuela. La qualité de crédit du Brésil restera sous pression en raison de plusieurs facteurs : croissance atone, inflation persistante, comptes publics dégradés, passif des banques publiques... En outre, nous jugeons possible la résurgence de tensions sociales dans la perspective de la Coupe du monde et des élections présidentielles. Concernant le Venezuela, les risques sont exclusivement politiques et économiques. S'il paraît difficile d'envisager une politique économique plus erratique, les pénuries de produits de base, la violence et les tensions sociales constituent de véritables bombes à retardement.

Tableau 7. Score quantitatif vs. notation S&P

	Score Politique	Score Eco.	Score extérieur	Score budgét-aire	Score Monétaire	Profil politico-économique	Flexiblité et performance	Notation quantitative	Notation S&P	Ecart
Argentine	4,2	6,0	3,0	4,5	5,0	5,10	4,17	B+	CCC+	(-) 3 crans
Brésil	3,5	5,0	2,0	3,5	3,0	4,24	2,83	BBB-	BBB	(+) 1 cran
Chili	2,0	3,0	3,0	1,5	3,0	2,50	2,50	AA-	AA-	0
Colombie	3,5	4,0	3,0	2,0	4,0	3,75	3,00	BBB	BBB	0
Mexique	3,5	5,0	2,0	3,5	2,0	4,26	2,50	BBB	BBB	0
Pérou	3,5	4,0	2,0	2,0	4,0	3,76	2,67	BBB+	BBB+	0
Venezuela	5,6	6,0	3,0	5,5	6,0	5,8	4,83	B-	B	(+) 1 cran

Source : NATIXIS

Tableau annexe : Méthodologie S&P

Critères		Mode d'évaluation
Score politique	Stabilité et légitimité des institutions politiques, participation citoyenne au processus politique, succession du chef d'Etat dans de bonnes conditions, transparence des décisions et objectifs de la politique économique, sécurité publique, risque géopolitique	Nous avons traduit les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale en notes allant de 1 à 6 pour le plus mauvais score politique. Les indicateurs pris en compte sont : 1/ la stabilité de politique et l'absence de violence 2/ la qualité réglementaire 3/ l'efficacité du gouvernement 4/ le respect de l'Etat de droit 5/ le contrôle de la corruption 6/ rayonnement et responsabilité
Score économique	Niveau et modèle de croissance économique, PIB par habitant, économie très concentrée ou volatile, volume et composition de l'épargne et de l'investissement, expansion des crédits et de la masse monétaire, comportement des prix dans le cycle économique, monnaie sur/sous-évaluée	PIB par tête (USD) : plus de 35000 / 25000-35000 / 15000-25000 / 5000-15000 / 1000-5000 / Moins de 1000 Score initial : 1 / 2 / 3 / 4 / 5 / 6 Ajustement d'une catégorie en fonction des perspectives de croissance de pays appartenant au même niveau de PIB par tête (typiquement en dessous de 0,5% pour le score initial de '1' et '2', 1% pour le score initial de '3' et '4', et 1,5% pour le score initial de '5').
Score extérieur	Impact des politiques monétaires et budgétaires sur la balance extérieure, structure de la balance courante, composition des flux de capitaux, adéquation des réserves	Besoin de financement extérieur brut / recettes du compte courant + réserves mobilisables (%) Dette extérieure nette sur recettes du compte courant (%) : <50% / 50-100% / 100-150% / >150% Moins de (50)% : 1 / 1 / 1 / 2 0-(50)% : 1 / 1 / 2 / 3 0-50% : 1 / 2 / 3 / 4 50-100% : 2 / 3 / 4 / 5 100-150% : 3 / 4 / 5 / 5 150-200% : 4 / 5 / 5 / 6 Plus de 200% : 5 / 6 / 6 / 6
Score budgétaire	Tendance des recettes et dépenses budgétaires (solde budgétaire), compatibilité de la situation budgétaire avec les facteurs monétaires et extérieurs, flexibilité et efficience de l'accroissement des recettes, efficacité et pression sur les dépenses publiques, dette publique nette et brute / dette extérieure nette et brute, charge de la dette, maturité et monnaie d'émission, accès aux fonds concessionnels, profondeur du marché de capitaux local.	Variation de la dette publique en pourcentage du PIB : <0% / 0%-3% / 2%-4% / 3%-5% / 4%-7% / >6% Score initial : 1 / 2 / 3 / 4 / 5 / 6 Le score est une moyenne du score variation de la dette et de son poids ci-dessous Service de la dette en % des recettes / Dette publique nette en pourcentage du PIB : <30% / 30%-60% / 60%-80% / 80%-100% / >100% Moins de 5% : 1 / 2 / 3 / 4 / 5 5%-10% : 2 / 3 / 4 / 5 / 6 10%-15% : 3 / 4 / 5 / 6 / 6 Plus de 15% : 4 / 5 / 6 / 6 / 6
Score monétaire	Indépendance de la Banque Centrale, régime de change, crédibilité de la politique monétaire, Efficacité de la transmission de la politique monétaire	Le score de 1 correspond à : 1/ flottement libre, 2/ banque centrale avec un bilan solide et de longue date (plus de 10 ans) de pleine indépendance opérationnelle 3/ maturité originale de la dette >20 ans 4/ créances domestiques en monnaie locale >100% du PIB 5/ capitalisation boursière >75% du PIB Le score de 6 correspond à : 1/ caisse d'émission 2/ pas d'indépendance de la banque centrale 3/ maturité originale de la dette de moins de 5 ans et majoritairement détenue par le système bancaire local 4/ créances domestiques en monnaie locale <40% du PIB 5/ capitalisation boursière <10% du PIB

Sources : FMI, S&P, NATIXIS

Avertissement / Disclaimer

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable 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.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant 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.

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 accepte 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 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 sont 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 (ACP) 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'ACP 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'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP 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 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 agréé 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.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The 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 therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document 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. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes 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 predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived 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. The information may be amended or 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 advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to 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 advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank –Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the Autorité de Contrôle Prudentiel and subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

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 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.