

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 septembre 2014 – N° 671

## Amérique latine : perspectives de croissance pour 2014 et 2015

*La croissance latino-américaine pâtit d'un contexte où les matières premières ne sont plus un facteur de soutien tandis que les difficultés structurelles persistent. Les investisseurs doivent intégrer le fait que la croissance régionale sera particulièrement atone (0,7% en 2014 et 1,3% en 2015) :*

- *Argentine : la crise de la dette pèsera sur la croissance. Après une contraction de l'activité de -2,5% en 2014, la récession devrait s'aggraver en 2015 si le litige avec les holdouts n'est pas résolu.*
- *Brésil : le prochain gouvernement devra à la fois ajuster les distorsions (crédit, prix, taux de change) et restaurer la crédibilité monétaire et fiscale. La croissance devrait avoisiner 0,1% en 2014 pour n'être que de 0,8% en 2015.*
- *Chili : le pays est pénalisé par la fin du cycle minier. La croissance y sera donc plus modérée qu'avant la crise (1,9% en 2014, puis 3,2% en 2015) mais les fondamentaux du pays demeurent solides.*
- *Colombie : la croissance devrait rester soutenue (4,8% en 2014, puis 4,5% en 2015) grâce au dynamisme de la demande domestique. Le repli de la production pétrolière et la hausse des taux d'intérêt constituent les principaux freins.*
- *Mexique : les exportations mexicaines resteront tirées par l'activité américaine. Les réformes mettront néanmoins du temps à se matérialiser. Nous anticipons donc une croissance inférieure au consensus tant pour 2014 (2,2%) que pour 2015 (3,3%).*
- *Pérou : la morosité des perspectives de croissance s'explique principalement par la baisse des prix des métaux. La politique fiscale et monétaire sera décisive pour relancer la croissance (2,7% en 2014 et 4,0% en 2015).*
- *Venezuela : le récent remaniement où l'aile dure du chavisme gagne du terrain constitue un revers majeur. Les ajustements dont le pays a désespérément besoin devraient être repoussés. La récession devrait s'aggraver en 2014 (-3,5%) et 2015 (-4,0%).*

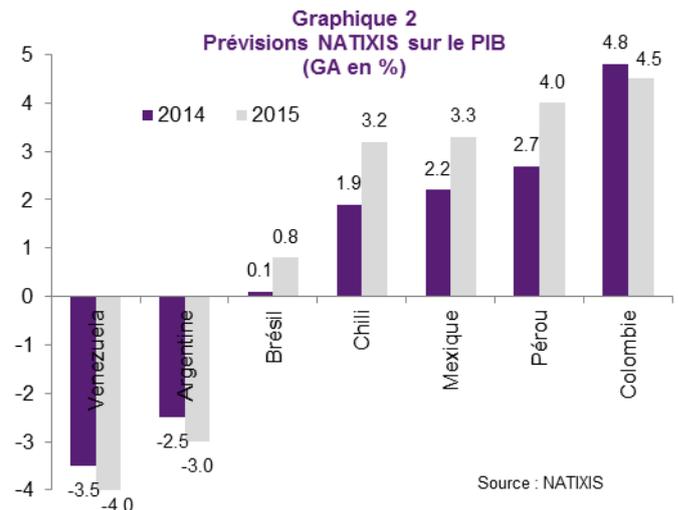
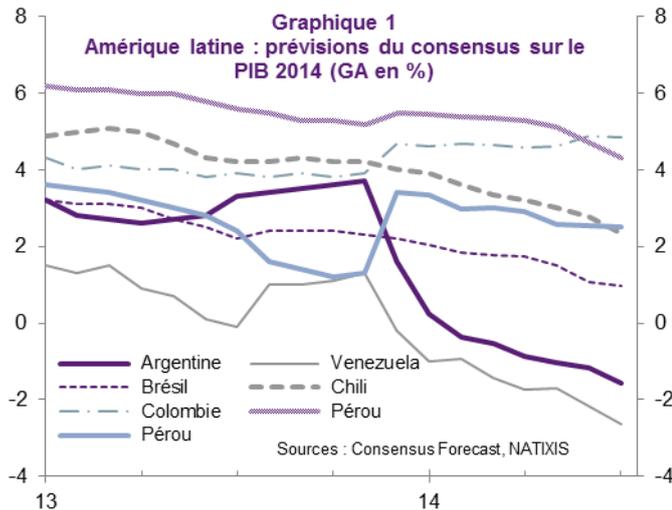
Rédacteurs :

**Carlos QUENAN**

**Juan Carlos RODADO**

### Forte détérioration des perspectives de croissance

Au cours des derniers mois, le consensus des prévisions de PIB a été fortement révisé à la baisse pour la plupart des pays d'Amérique latine (graphique 1). Hormis en Colombie, la dégradation de l'activité a été généralisée au S2 2014. La croissance pâtit d'un contexte où les matières premières ne soutiennent plus les termes de l'échange tandis que les difficultés structurelles persistent. **Les investisseurs doivent se faire à l'idée que la croissance sera moins dynamique (graphique 2).**

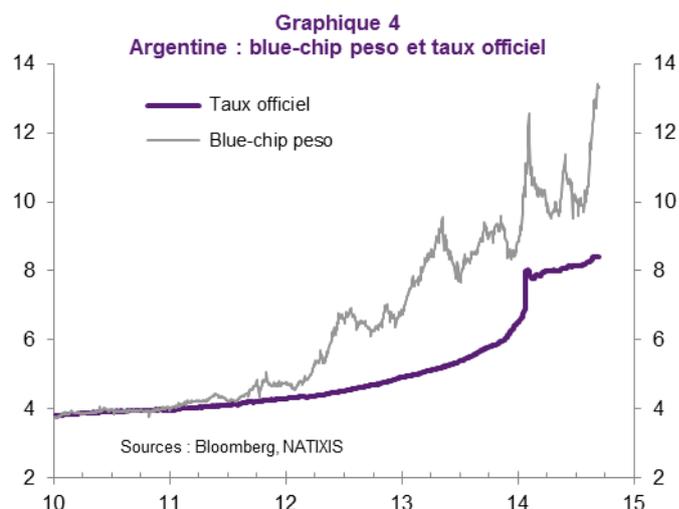
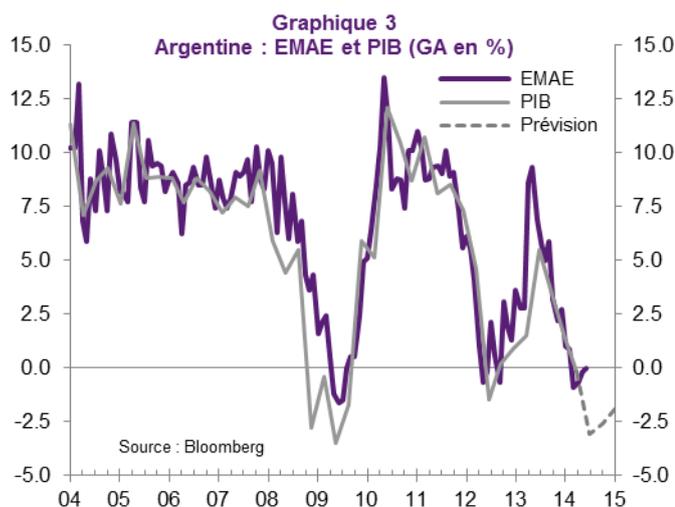


### 1/ Argentine : la crise de la dette pèsera sur la croissance

Le « défaut sélectif » de l'Argentine le 30 juillet dernier a révélé le manque d'efficacité de la stratégie du gouvernement consistant à gagner du temps avant l'expiration de la clause RUFO (décembre 2014). Alors que le gouvernement envisage de proposer un accord volontaire d'échange de dette à ses créanciers, des contraintes techniques limiteront le taux de participation : la faiblesse des garanties offertes par le nouveau cadre juridique et la faible liquidité entre autres (cf. [Argentine propose local law swap plan: we doubt it will work](#)). **Les perspectives pourraient se dégrader davantage en cas d'accélération des obligations en défaut dès lors que 25% des détenteurs d'une série d'obligations exigent son remboursement.** Le reste des holdouts pourrait par ailleurs demander à la justice américaine des conditions similaires à celles des Hedge Funds ce qui pourrait alourdir la facture.

**Ceci est d'autant plus alarmant que les fondamentaux du pays sont faibles (graphique 3).** Un défaut prolongé aggravera sans doute la récession. Cette dernière pèsera sur les finances publiques et a accélérera la monétisation du déficit, l'inflation et la défiance vis-à-vis du peso. La banque centrale a été récemment obligée de relever de 100pb ses taux d'intérêt pour limiter les fuites des capitaux. D'autre part, les exportations agricoles devraient se replier au S2 2014. Ceci devrait réduire l'offre de dollars et conduire à davantage des tensions sur une devise déjà fébrile.

**Nous pensons qu'afin de réduire l'écart par rapport au marché noir, les autorités monétaires accéléreront le rythme de dépréciation du taux de change officiel autour vers 10 USD/ARS d'ici fin 2014 (graphique 4).** Si le gouvernement a fait preuve d'un certain pragmatisme au premier semestre, ses marges de manœuvre sont minces compte tenu de l'absence d'accès aux marchés internationaux et de réserves de change limitées (cf. [Argentine : le vent a tourné mais une nouvelle dévaluation est inévitable](#)). **Après une contraction de -2,5% en 2014, si le litige avec les holdouts n'est pas résolu, la récession devrait s'aggraver en 2015.**

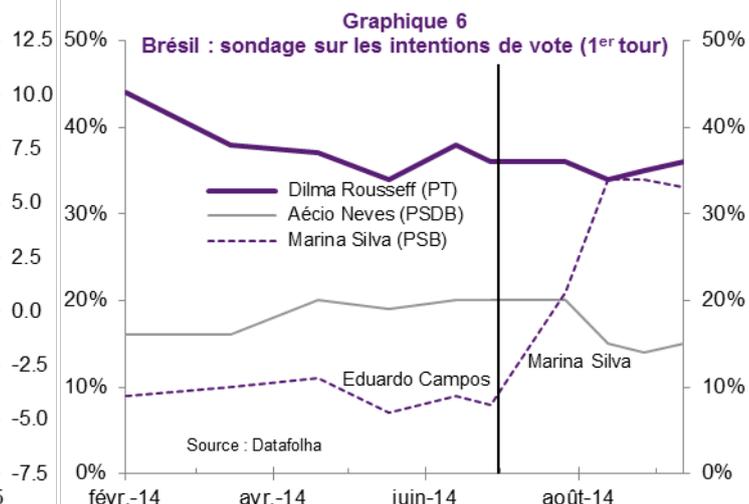
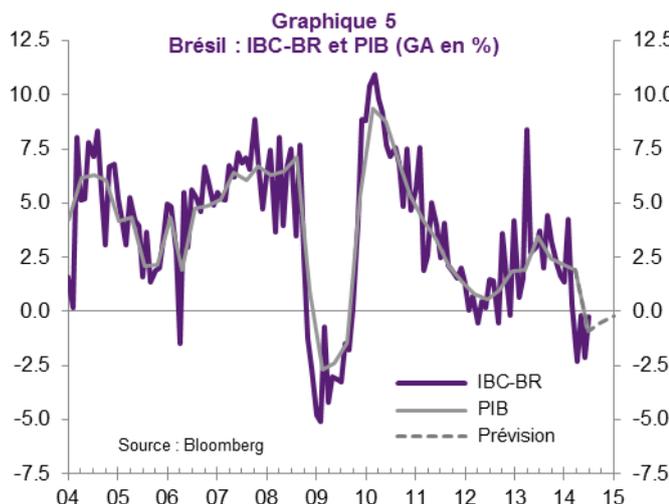


## 2/ Brésil : l'heure du changement ?

**Le prochain Président brésilien héritera une situation économique fragile (graphique 5).** Le modèle social brésilien n'est pas soutenable sans croissance. La donne a changé avec la stagnation du prix des matières premières, la dégradation des comptes publics et les lacunes de plus en plus flagrantes en matière d'infrastructures et de compétitivité. La croissance devrait être faible au cours des prochaines années en raison de la nature structurelle de ces difficultés.

**Les économistes sont particulièrement pessimistes concernant les perspectives du pays.** L'élection Présidentielle crée une fenêtre d'opportunité, à condition que des réformes soient entreprises (cf. [Peut-on espérer une poursuite du rallye sur les actifs Brésiliens vu le cycle politique ?](#)). Malheureusement, la dégradation de la conjoncture va se poursuivre. La consommation continuera de ralentir au cours des prochains trimestres en raison d'une inflation soutenue et des taux d'intérêt élevés. **Le prochain gouvernement devra à la fois ajuster les distorsions (crédit, prix, taux de change) et restaurer la crédibilité monétaire et fiscale.** Les sondages révèlent par ailleurs une réduction des écarts entre les deux principales candidates au 1<sup>er</sup> tour de l'élection Présidentielle (**graphique 6**). Avec 47% des intentions de vote, Marina Silva devance de 4 points Dilma Rousseff (43%) au second tour selon le dernier sondage de Datafolha (9 septembre) ce qui augure un résultat serré.

**Même si le marché se montrera plus indulgent en cas d'alternance politique, le prochain président devra faire face à un environnement difficile, marqué par la stagflation et la faiblesse des fondamentaux.** Les investisseurs pourraient perdre patience si les réformes peinent à redresser la croissance. **Après avoir été négative au T2 2014 (-0,9% en GA), la croissance devrait avoisiner 0,1% en 2014 pour n'être que de 0,8% en 2015.**

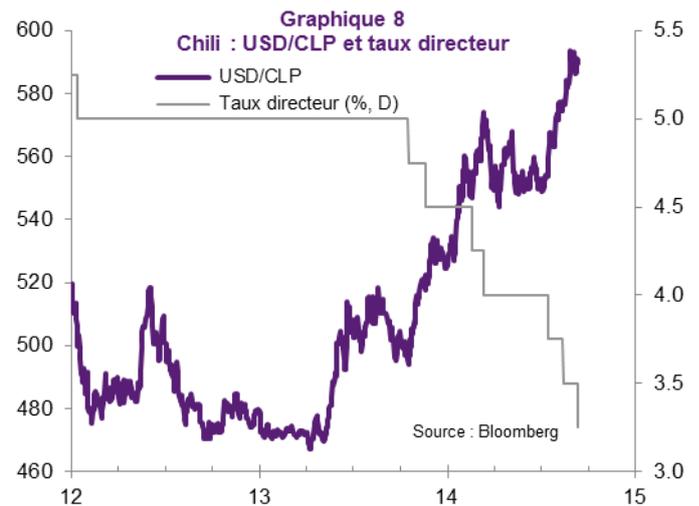
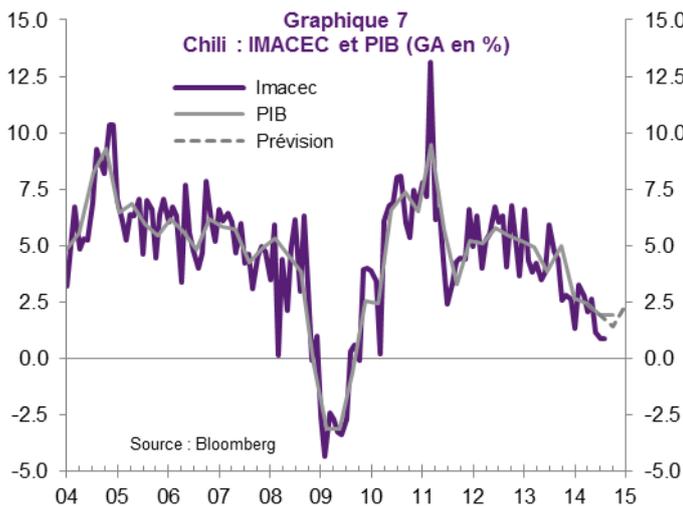


### 3/ Chili : la fin du cycle minier pénalise la croissance

L'activité a été sévèrement pénalisée au Chili (graphique 7). La consommation privée a atteint son plus faible niveau depuis 2009 (1,9% en GA au T2 2014), tandis que la contraction de l'investissement a été particulièrement marquée (-8,1% en GA au T2 2014). Après une pause entre avril et juin, la BCCh a donc de nouveau assoupli la politique monétaire.

Les autorités monétaires devraient de nouveau réduire de 25 pb le taux directeur en octobre, le portant à 3,0%. L'assouplissement a mécaniquement entraîné une dépréciation du CLP et une hausse de l'inflation (4,5% en GA en août) ce qui explique la modération du biais en faveur de la réduction des taux (graphique 8). Cependant, la demande n'exerce pas de pression sur les prix puisque l'output gap est négatif. L'inflation s'explique surtout par la progression des salaires (7,3% en GA en juillet) et leur indexation sur les prix.

Le pays est pénalisé par sa dépendance au cuivre (cf. [Chile's public finances from the copper perspective](#)). En raison de la baisse du prix du cuivre, conséquence de la transition de la Chine vers un modèle de croissance axé sur la consommation et d'une offre excédentaire sur le marché du cuivre, la croissance chilienne restera modeste. La réforme fiscale et de l'éducation vont, au moins à court terme, également peser sur l'activité. Cependant, la dépréciation du change et l'assouplissement monétaire stimuleront l'activité en fin d'année. **Après seulement 1,9% au T2 2014, le PIB chilien ne devrait pas dépasser les 2,0% en 2014.**

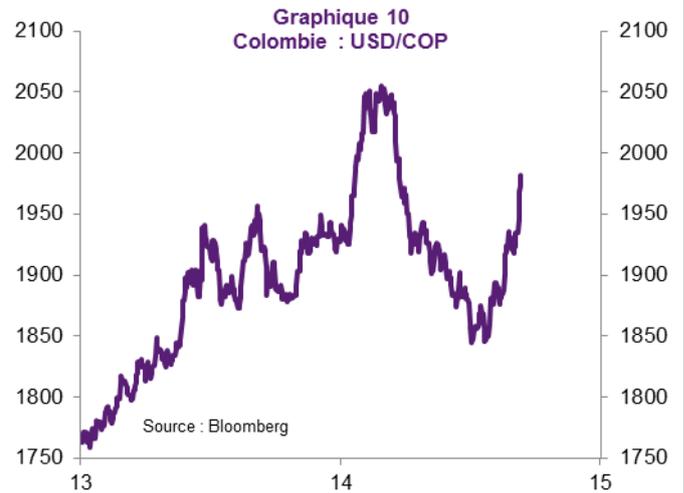
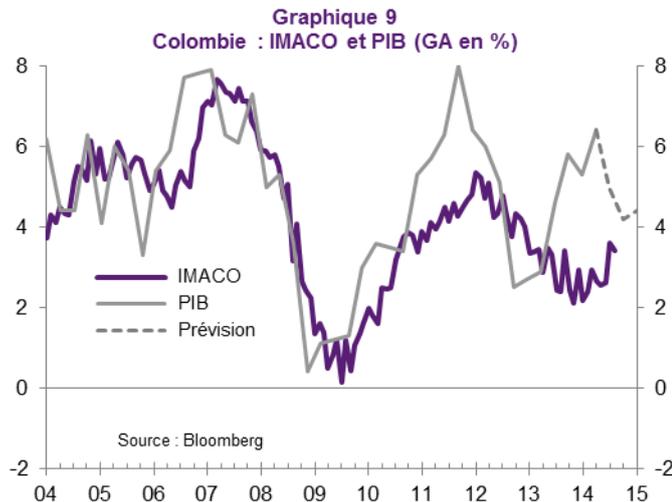


### 4/ Colombie : dernier îlot de croissance en Amérique latine

La Colombie est le seul pays de la région épargné par la révision à la baisse des prévisions de croissance (graphique 9). Bénéficiant du dynamisme de la demande domestique, la progression de l'activité a été soutenue au T1 2014 (6,4% en GA). La banque centrale a relevé ses prévisions de croissance à 5,0% contre 4,8% auparavant. Sur le plan financier, la hausse de la pondération de la Colombie dans l'indice GBI-Global diversified de JP Morgan a entraîné un important afflux de capitaux (cf. [L'engouement pour la Colombie](#)).

Ceci couplé au resserrement monétaire a conduit à une forte appréciation de la devise (graphique 10). Cependant, le gouvernement souhaiterait maintenir la devise autour de sa valeur d'équilibre estimée autour de 1950 face au dollar selon le Ministre des Finances tandis que le Président Santos souhaite une parité autour de 2000-2100. Ces derniers plaident aussi en faveur d'une pause dans le resserrement monétaire. Plusieurs membres du comité de politique monétaire estiment d'ailleurs que le taux directeur (4,5%) est au niveau du taux neutre. Nous pensons que le taux directeur devrait rester inchangé en 2014, avant d'être de nouveau relevé en 2015.

La possible pause monétaire a conduit au récent affaiblissement de la devise. En outre, les indicateurs d'activité ont plutôt déçu récemment (ventes au détail et production industrielle), ce qui favorise la thèse du statut quo. **La croissance colombienne devrait ralentir au cours des prochains trimestres. Le pays devrait toutefois continuer de surperformer ses pairs régionaux.** Les négociations de paix avec les FARC coïncident toutefois avec une recrudescence de la violence. Les infrastructures pétrolières ont été particulièrement ciblées.

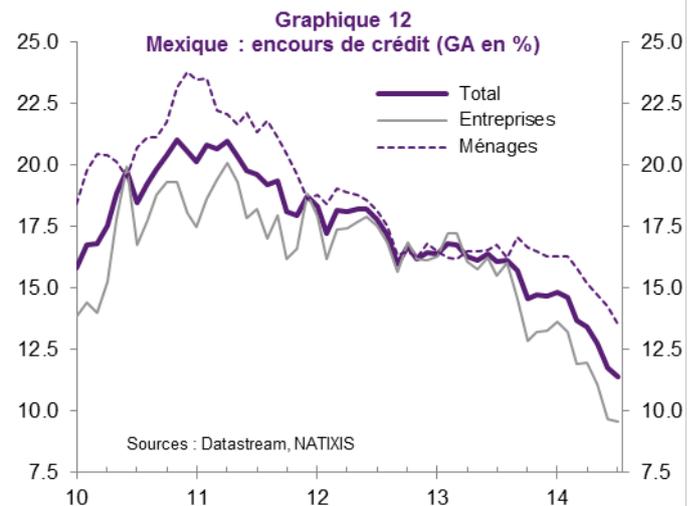
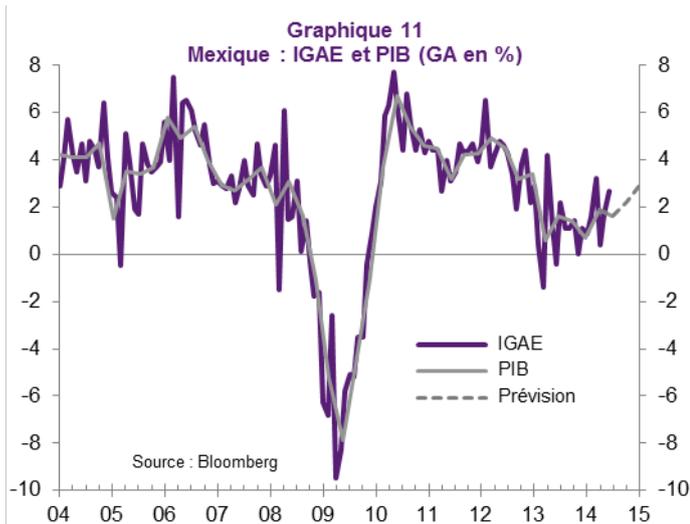


#### 5/ Mexique : optimisme mesuré

**La croissance mexicaine a déçu lors des deux derniers trimestres (1,6% en GA au T2 2014) (graphique 11).** Banxico a même dû réduire son taux directeur à 3,0% en juin. Néanmoins, la plupart de freins qui brident la reprise ont disparu (conditions météorologiques aux États-Unis) ou perdent leur vigueur (réforme fiscale et ajustement du marché immobilier). En outre, transformée en loi, la réforme énergétique tant attendue est en bonne voie.

Cependant, la consommation demeure atone (cf. [Mexico: Q2 2014 GDP](#)). Les crédits octroyés tant aux ménages qu'aux entreprises ne cessent de ralentir (**graphique 12**). **Nos perspectives au second semestre reposent toutefois sur une reprise progressive de la consommation.** L'investissement sera porté par la baisse récente des taux, tandis que l'adoption de la réforme énergétique devrait renforcer la confiance.

Les exportations mexicaines resteront tirées par l'activité américaine. Principalement dirigées vers les États-Unis, les exportations de produits manufacturés (75% du total) seront les premières concernées. **Les réformes mettront néanmoins du temps à se matérialiser.** Cette conviction justifie également la prudence de nos prévisions. Avant que la production de pétrole n'augmente, le Mexique doit notamment lancer de lourds investissements dans le secteur de l'énergie. **La croissance devrait se situer autour de 2,2% en 2014 et de 3,3% en 2015.**

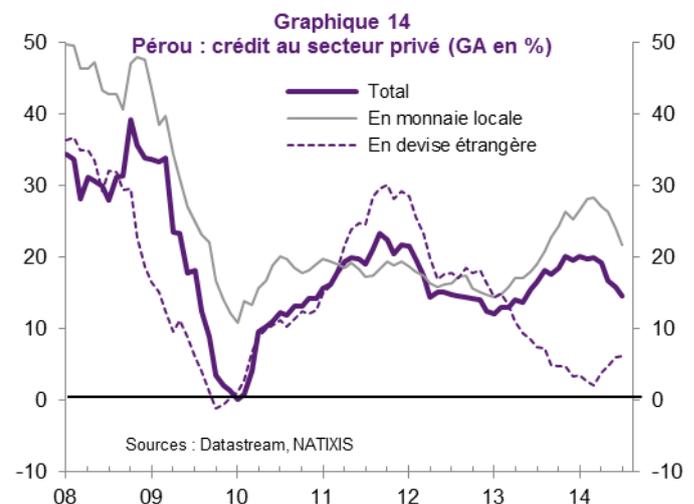
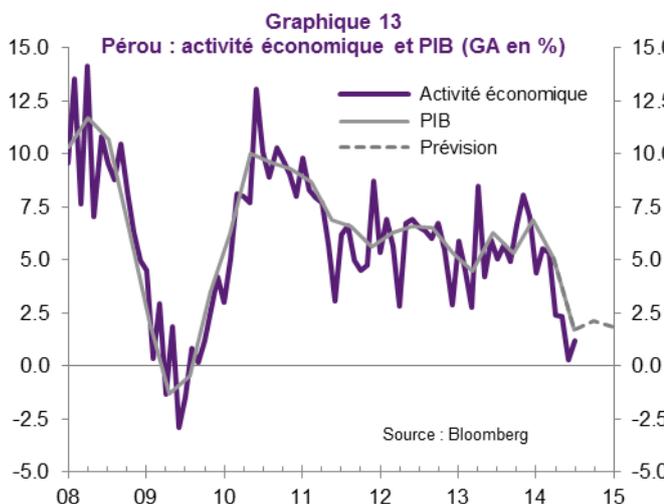


**6/ Pérou : la croissance faiblit et nécessite plus de soutien**

**La croissance péruvienne a été drastiquement révisée à la baisse depuis le début de l'année (graphique 13).** La banque centrale a récemment abaissé à 4% sa prévision de croissance du PIB pour 2014, contre 4,4% en juillet et 5,5% en avril. Le creux conjoncturel provient principalement de la forte contraction de l'investissement (-2,6% en GA au T2 2014) et des exportations (-5,1% en GA au T2) avec la chute de la production minière.

**La baisse des prévisions de croissance a fini par éroder la confiance des industriels et repousser leurs plans d'investissement.** En outre, le plan de relance du gouvernement a rencontré quelques problèmes d'exécution dans certaines régions, conduisant à un ralentissement de la dépense publique au T2 (4,9% en GA, après 9,8% au T1). Avec un succès mitigé, la BCRP a également réduit son taux directeur et ses exigences en matière de réserves obligatoires afin de relancer la croissance du crédit (**graphique 14**). Pour relancer l'activité, les autorités monétaires pourraient être tentées d'affaiblir le PEN et d'assouplir davantage la politique monétaire.

La consommation privée demeure toutefois la composante la plus dynamique du PIB. Elle bénéficie d'un marché du travail robuste (taux de chômage de 5,9%) et de la progression des salaires. Le risque de déception est néanmoins important en cas de nouvelle dégradation des termes de l'échange, surtout si les prix des métaux diminuent. **L'indice d'activité économique a progressé de 1,2% en GA en juillet. L'économie devrait nettement ralentir en 2014 (2,7% après 5,8% en 2013).** La politique fiscale et monétaire sera décisive pour relancer la croissance en 2015.

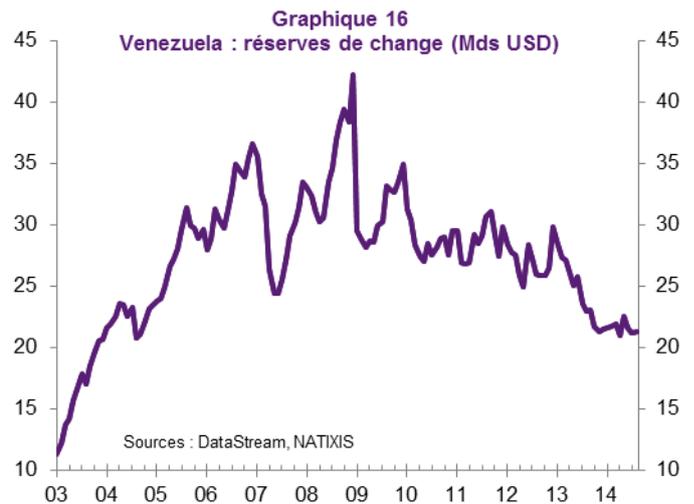
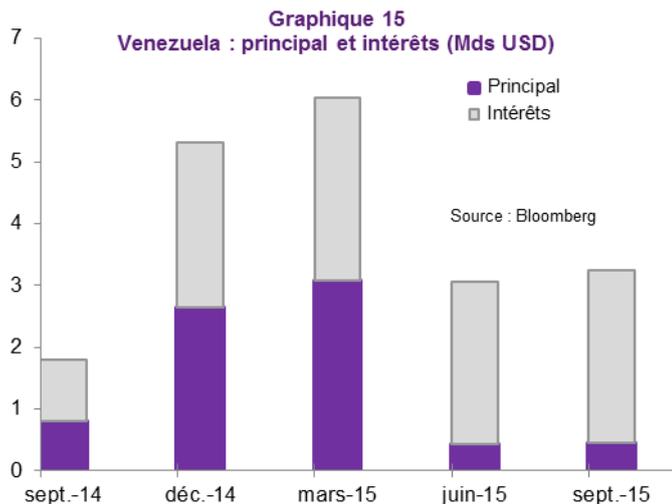


## 7/ Venezuela : pas d'ajustement en vue

Même si les données n'ont pas été encore publiées, le Venezuela est probablement en forte récession. L'économie du pays est durement frappée par les troubles politiques et sociaux, la pénurie de produits de base et la chute de la production de pétrole. L'ère du pragmatisme semble révolue (cf. [Venezuela : contraint d'être pragmatique](#)).

Le président Maduro a remanié le gouvernement, réduisant le rôle de Rafael Ramirez (ancien Vice-président de l'Économie, ministre de l'Énergie et des Mines et Président de PDVSA), un fonctionnaire favorable aux réformes. La décision constitue un revers majeur car l'aile dure du « chavisme » a gagné du terrain. Ceci devrait différer les ajustements dont l'économie a désespérément besoin (relèvement du prix de l'essence, parité unique plus faible, etc.).

En attendant, le Venezuela doit faire face à d'importants remboursements de dette (graphique 15). Alors que les échéances se rapprochent, la conjoncture économique ne cesse de se dégrader. Les distorsions vont quant à elles persister. Le Venezuela utilise actuellement 4 taux de change : 98 sur le marché noir, 50 pour le SICAD II (produits non-essentiels), 11,5 pour le SICAD I (produits manufacturés), 6,3 pour le taux officiel. Nous anticipons une forte contraction de l'activité (-3,5% en 2014) couplée d'une inflation très élevée. Même si le pays dispose des réserves de pétrole les plus importantes du monde ses réserves de change ne cessent de chuter (graphique 16). Sans rééquilibrage, la situation pourrait même s'aggraver en 2015 (-4,0%) en attendant les élections législatives (décembre 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 recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

**Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.**

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

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

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

Natixis est 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'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée par l'ACPR et 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 reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

## DISCLAIMER

The information contained in this publication and any attachment thereto is exclusively intended for a client base consisting of professionals and qualified investors. This document and any attachment thereto are strictly confidential and cannot be divulged to a third party without the prior written consent of Natixis. If you are not the intended recipient of this document and/or the attachments, please delete them and immediately notify the sender. Distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are required to inform themselves of and comply with all such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers or any other person accepts any liability to any person in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

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

This document and all attachments are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalized investment recommendation. They are intended for general distribution and the products or services described herein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. This document and any attachment thereto shall not be construed as an offer nor a solicitation for any purchase, sale or subscription. Under no circumstances should this document be considered as an official confirmation of a transaction to any person or entity and no undertaking is given that the transaction will be entered into under the terms and conditions set out herein or under any other terms and conditions. This document and any attachment thereto are based on public information and shall not be used nor considered as an undertaking from Natixis. All undertakings require the formal approval of Natixis according to its prevailing internal procedures.

Natixis has neither verified nor carried out independent analysis of the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, either express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the relevance, accuracy or completeness of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. Information does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties: as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. The statements, assumptions and opinions contained in this document may be changed or may be withdrawn by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to change at any time without notice depending on, *inter alia*, market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not anticipate any future results. The information contained in this document may include results of analyses from a quantitative model, which represent potential future events that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. Information may be changed or may be withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisers as to or in relation to the characteristics of this information. The statements, assumptions and forecasts contained in this document reflect the judgment of its author(s), unless otherwise specified, and do not reflect the judgment of any other person or of Natixis.

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

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information disclosed in this presentation and Natixis does not provide any advice, including in case of investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting adviser, or any other specialist, in order to verify in particular that the transaction described in this document complies with your objectives and constraints and to obtain an independent valuation of the transaction, its risk factors and rewards.

Natixis is authorized in France by the *Autorité de Contrôle 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 authorized 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