NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

21 juillet 2010 – N°. 370

La destruction des mauvaises dettes

Dans le passé, la destruction des mauvaises dettes se faisait par l'inflation : quand les taux d'endettement (publics ou privés) étaient trop élevés, la Banque Centrale accroissait l'offre de monnaie ce qui faisait apparaître de l'inflation, conduisait à des taux d'intérêt réels négatifs, et réduisait les taux d'endettement. Aujourd'hui les Banques Centrales ont monétisé les dettes publiques (ou privées), mais cette opération n'a crée aucune inflation en raison de l'environnement (chômage, globalisation, déformation du partage des revenus en défaveur des salariés).

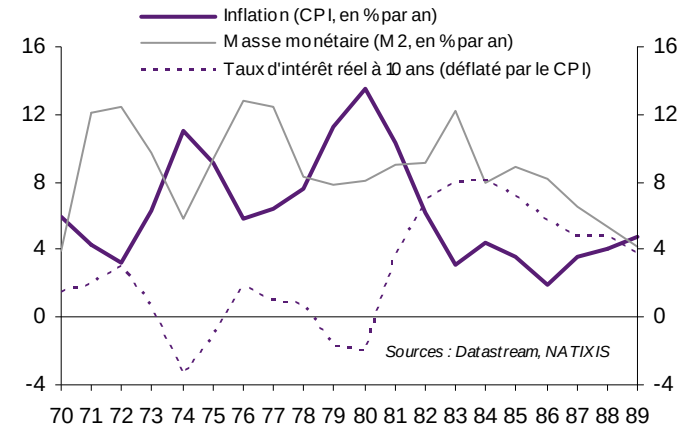
La monétisation a transféré les dettes (publiques ou privées) sur le bilan de la Banque Centrale, ce qui réduit la quantité de dette à retenir par les investisseurs privés, donc fait baisser les primes de risque, mais ne détruit pas les dettes. Les emprunteurs doivent toujours assurer le service de la dette, ce qui est un problème si les dettes sont élevées car cela impose de consacrer des revenus importants à cet usage. Pour détruire les mauvaises dettes, dans cet environnement, il faudrait que les Banques Centrales détruisent celles qu'elles détiennent. Ceci correspond à un défaut, mais sans effet négatif sur les détenteurs privés des mauvaises dettes. Il est, de plus, moins grave de spolier ainsi la Banque Centrale que de spolier les épargnants par l'inflation.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

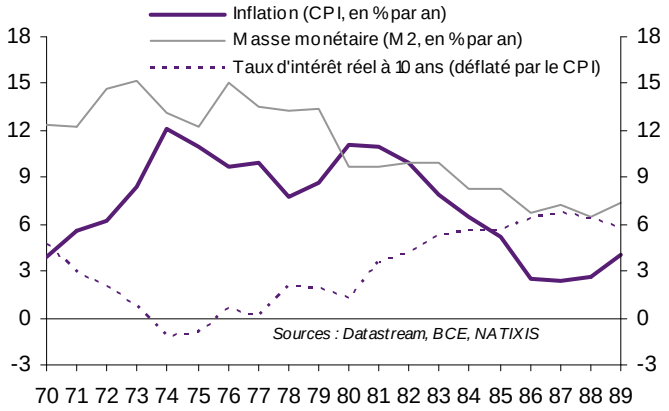
Dans le passé, destruction des mauvaises dettes par l'inflation

Dans les années 1960-70, au début des années 1980, la manière de détruire les mauvaises dettes était l'inflation. Les Banques Centrales accroissaient l'offre de monnaie, ceci conduisait à l'inflation, à des taux d'intérêt réels négatifs, ce qui faisait baisser les taux d'endettement. **On a observé cela après les chocs pétroliers des années 1970** : croissance rapide de la masse monétaire alors qu'il y a de l'inflation, donc passage à taux d'intérêt réels négatifs (**graphiques 1a/2a/3a**), et stabilisation ou même diminution des taux d'endettement (**graphiques 1b/2b/3b**).

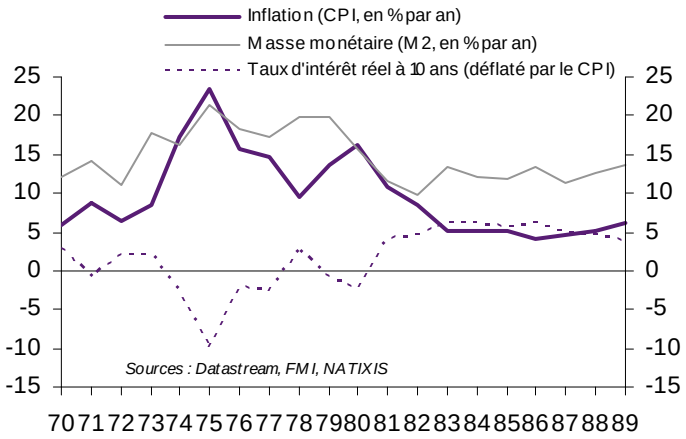
Graphique 1a
Etats-Unis : inflation, masse monétaire et taux d'intérêt



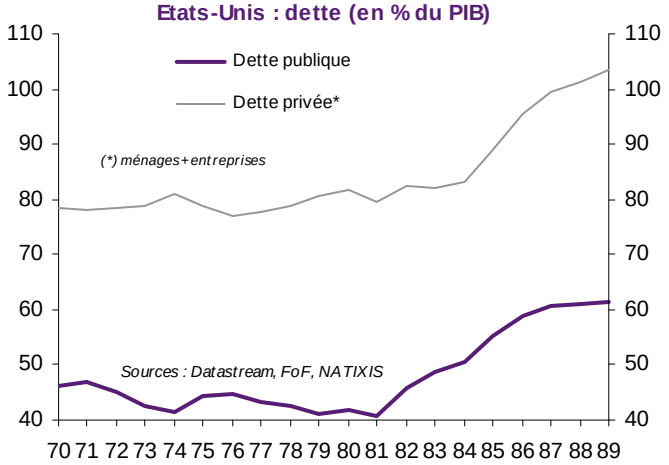
Graphique 2a
Zone Euro : inflation, masse monétaire et taux d'intérêt



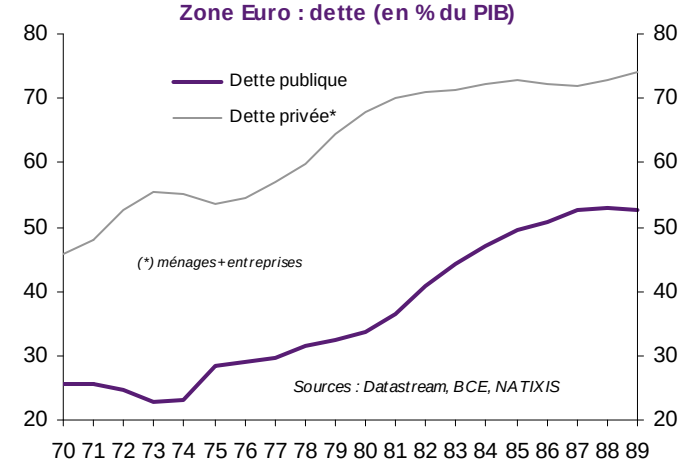
Graphique 3a
Royaume-Uni : inflation, masse monétaire et taux d'intérêt



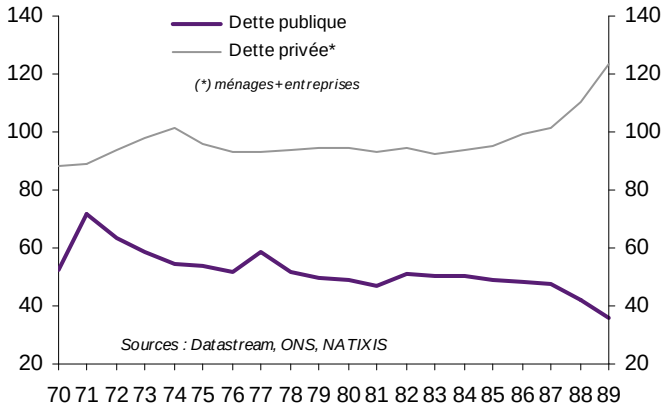
Graphique 1b
Etats-Unis : dette (en % du PIB)



Graphique 2b
Zone Euro : dette (en % du PIB)



Graphique 3b
Royaume-Uni : dette (en % du PIB)



Aujourd'hui, il n'apparait plus d'inflation même avec la monétisation des dettes

Depuis le début de la crise, **les Banques Centrales des pays de l'OCDE ont monétisé des dettes privées** (aux Etats-Unis, des MBS, des obligations des Agences ; dans la zone euro des covered bords) et **des dettes publiques** (Etats-Unis, Royaume-Uni, zone euro, **tableaux 1/2/3**).

Tableau 1
Actifs détenus par la Réserve Féderale (Mds de $)

	U.S. Treasury	Federal agency	Mortgage -Backed securities	Repurchase agreements	Term Auction Credit	Other Loans	Commercial paper	Liquidity Swaps	Other Federal Reserve assets	Total factors supplying reserve funds
janv.-08	718,35	0,00	0,00	29,39	50,00	0,03	0,00	24,00	43,65	916,19
févr.-08	713,36	0,00	0,00	42,86	60,00	0,17	0,00	10,00	41,49	918,70
mars-08	628,98	0,00	0,00	84,82	80,00	33,48	0,00	0,00	43,41	921,26
avr.-08	548,68	0,00	0,00	107,54	100,00	30,18	0,00	36,00	45,08	917,73
mai-08	491,06	0,00	0,00	105,04	150,00	28,34	40,819	62,00	43,71	930,95
juin-08	478,77	0,00	0,00	121,68	150,00	20,87	226,008	62,00	43,28	927,38
juil.-08	479,17	0,00	0,00	113,71	150,00	17,64	249,91	62,00	44,99	947,18
août-08	479,60	0,00	0,00	103,39	150,00	18,57	265,691	67,00	40,92	939,41
sept.-08	476,56	3,71	0,00	111,71	150,00	187,75	282,197	135,23	40,98	1186,17
oct.-08	476,46	13,57	0,00	80,00	301,36	359,01	297,576	531,06	42,84	2107,74
nov.-08	476,42	12,26	0,00	80,00	406,51	283,18	308,518	479,44	39,97	2144,35
déc.-08	476,07	19,93	0,00	80,00	420,81	196,87	325,796	543,61	43,75	2232,61
janv.-09	475,20	26,67	6,82	17,14	415,86	150,01	316,2	465,85	44,21	2044,63
févr.-09	474,68	35,87	68,53	0,00	447,56	139,46	246,233	374,59	43,33	1955,53
mars-09	474,73	48,80	236,96	0,00	468,59	134,34	240,802	327,69	48,92	2106,47
avr.-09	528,69	62,76	362,60	0,00	455,80	104,70	240,897	286,27	57,69	2224,71
mai-09	597,58	79,75	430,90	0,00	372,54	124,23	154,694	184,93	70,79	2131,25
juin-09	647,83	92,11	467,11	0,00	282,81	123,70	140,82	121,59	73,12	2052,22
juil.-09	695,32	104,07	544,51	0,00	237,63	108,53	94,414	87,74	78,79	2065,80
août-09	740,49	114,19	624,26	0,00	221,08	105,99	52,08	60,21	79,60	2113,71
sept.-09	762,75	126,89	689,23	0,00	196,02	111,07	42,82	59,12	85,15	2191,01
oct.-09	774,55	141,60	776,03	0,00	139,25	107,63	32,256	33,32	90,48	2213,20
nov.-09	776,53	153,63	854,87	0,00	101,01	108,48	15,042	25,81	90,87	2248,85
déc.-09	776,57	158,56	904,62	0,00	75,92	87,08	14,044	12,07	99,53	2275,82
janv.-10	776,62	162,83	973,24	0,00	38,53	87,38	11,20	0,18	96,62	2293,67
févr.-10	776,56	165,99	1032,74	0,00	15,43	87,21	7,72	0,00	94,98	2328,44
mars-10	776,65	167,49	1073,52	0,00	3,41	84,51	7,77	0,00	96,16	2357,14
avr.-10	776,72	168,90	1099,76	0,00	0,00	78,08	6,56	0,00	96,97	2375,63
mai-10	776,86	167,38	1117,93	0,00	0,00	75,22	2,00	1,24	93,09	2382,77
juin-10	776,94	166,57	1120,99	0,00	0,00	70,37	1,00	1,24	94,26	2381,22
juil.-10	776,99	164,76	1118,27	0,00	0,00	67,03	1,00	1,25	94,63	2374,03

Sources : Federal Reserve, Datastream, NATIXIS

Tableau 2
Encours de GILTS détenus par la Banque d'Angleterre 2008 - 2010 (en Mds de £)

Date	Montants
01/01/2008	43,72
01/02/2008	43,84
01/03/2008	39,35
01/04/2008	35,38
01/05/2008	32,26
01/06/2008	28,38
01/07/2008	29,58
01/08/2008	26,26
01/09/2008	38,01
01/10/2008	134,34
01/11/2008	82,11
01/12/2008	36,48
01/01/2009	36,48
01/02/2009	34,78
01/03/2009	22,16
01/04/2009	69,02
01/05/2009	86,15
01/06/2009	115,28
01/07/2009	141,41
01/08/2009	153,88
01/09/2009	173,01
01/10/2009	187,86
01/11/2009	192,97
01/12/2009	200,15
01/01/2010	211,84
01/02/2010	213,38
01/03/2010	214,45
01/04/2010	214,80
01/05/2010	216,44

Sources : Datastream, BOE, ONS, NATIXIS

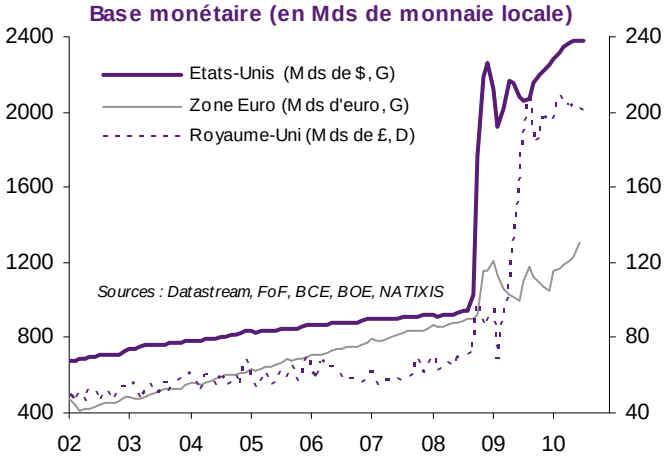
Tableau 3
Dettes publiques achetées par la BCE (Mds d'€)

	Niveau	Cumulation
17/05/2010	16,5	16,5
24/05/2010	10	26,5
31/05/2010	8,5	35
07/06/2010	5,5	40,5
14/06/2010	6,5	47
21/06/2010	4	51
28/06/2010	4	55
05/07/2010	4	59
12/07/2010	1	60

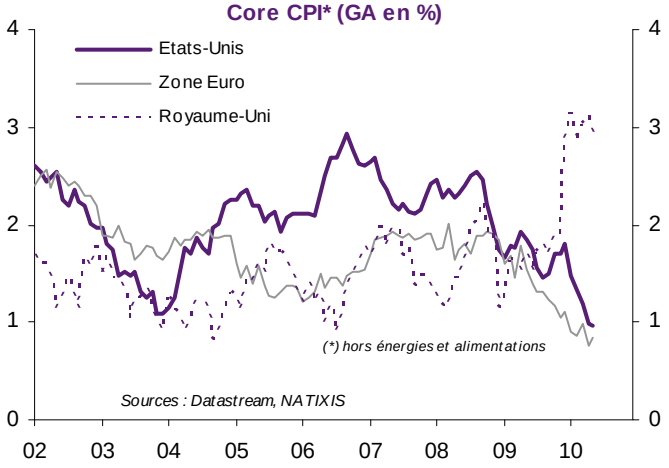
Source : BCE, NATIXIS

Ceci a bien sûr fortement accru la liquidité (la base monétaire, le total de bilan des Banques Centrales, **graphique 4**), **mais n'a pas fait apparaître d'inflation** (**graphique 5** ; rappelons que c'est l'inflation domestique et non l'inflation importée, par exemple la hausse des prix des matières, qui réduit les taux d'endettement ; la hausse de l'inflation sous jacente au Royaume-Uni en 2010 vient uniquement de la hausse des taux de TVA).

Graphique 4
Base monétaire (en Mds de monnaie locale)



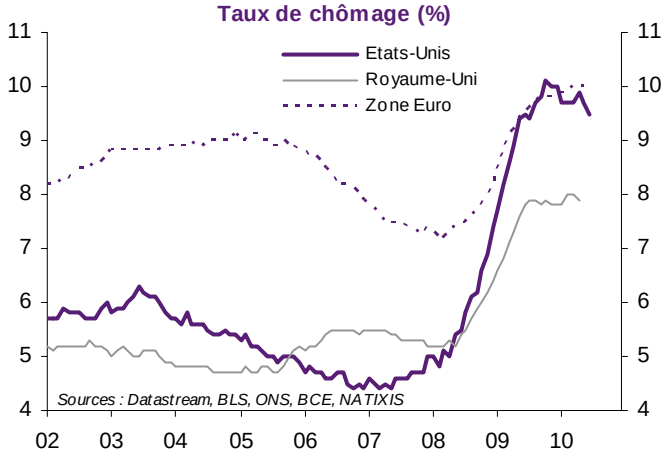
Graphique 5
Core CPI* (GA en %)



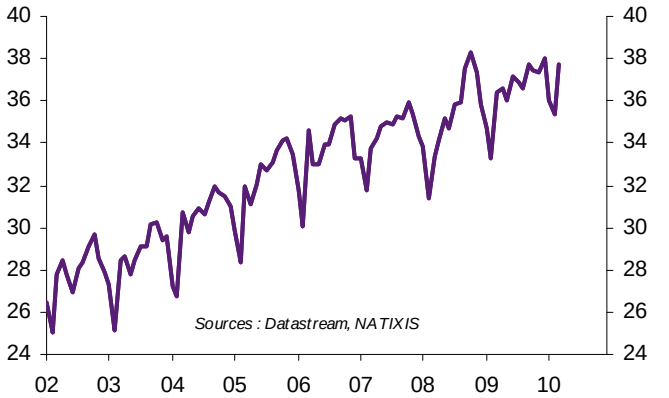
Même les politiques monétaires très expansionnistes ne font plus aujourd'hui apparaître d'inflation, car :

- le chômage est élevé (**graphique 6a**) ;
- la part de marché des produits à prix bas des pays émergents continue à diminuer (**graphique 6b**) ;
- le partage des revenus se déforme en faveur des profits, déjà très fortement aux Etats-Unis, et ce mouvement apparaît aussi en Europe (**graphiques 7a/b/c**), ce qui permet aux entreprises de redresser leur profitabilité. Les coûts salariaux unitaires baissent fortement aux Etats-Unis, commencent à baisser dans la zone euro, ralentissent au Royaume-Uni (**graphique 8**).

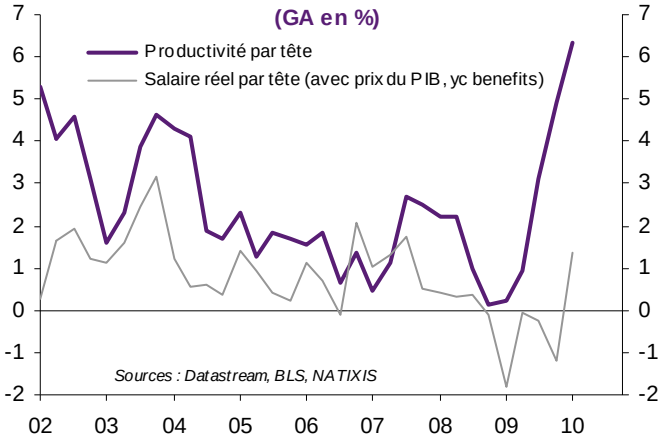
Graphique 6a
Taux de chômage (%)



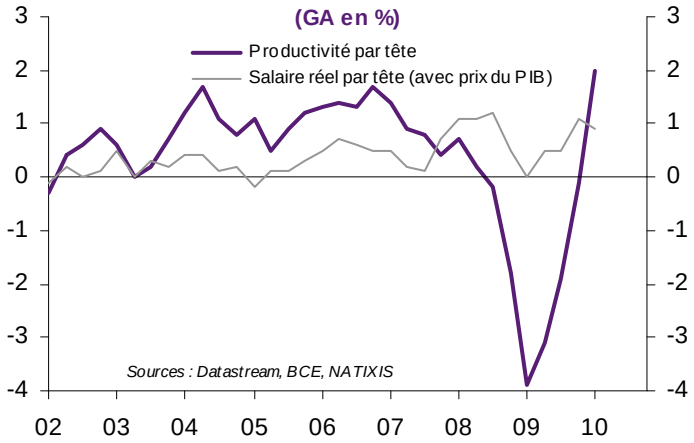
Graphique 6b
Ensemble des émergents hors Russie et OPEP : Exportations en valeur (en % des exportations du Monde hors Russie et OPEP)



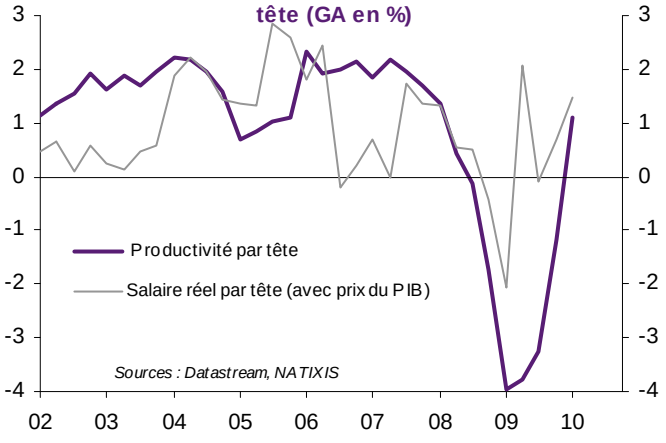
Graphique 7a
Etats-Unis : productivité et salaire réel par tête (GA en %)



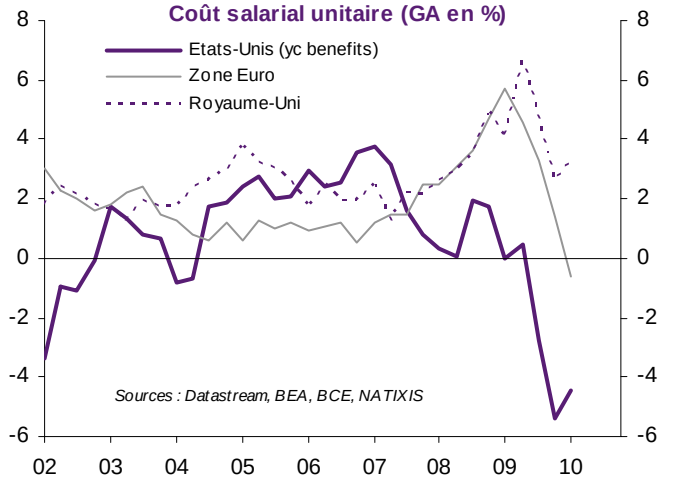
Graphique 7b
Zone Euro : productivité et salaire réel par tête (GA en %)



Graphique 7c
Royaume-Uni : productivité et salaire réel par tête (GA en %)



Graphique 8
Coût salarial unitaire (GA en %)



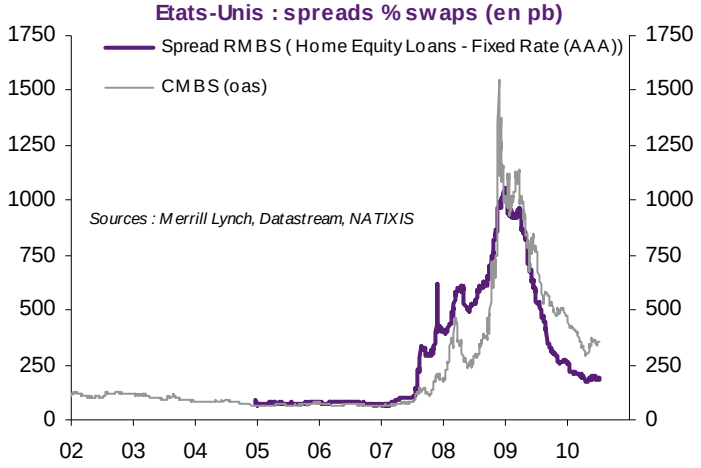
Que se passe-t-il s'il y a monétisation des dettes mais pas inflation ?

S'il y a monétisation des dettes (publiques et privées) sans inflation :

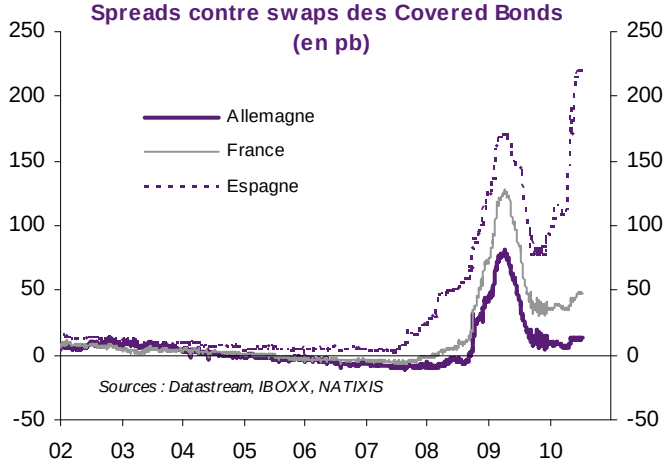
- **les dettes sont transférées sur le bilan de la Banque Centrale, ce qui réduit la quantité de dette qui doit être détenue par des investisseurs privés, et permet de réduire les primes de risque sur ces dettes**, comme on l'a vu avec les MBS aux Etats-Unis (**graphique 9a**), avec les covered bonds dans la zone euro (**graphique 9b**), avec les taux d'intérêt des mortgages aux Etats-Unis et au Royaume-Uni (**graphique 9c**), pas encore clairement dans la zone euro (**graphique 9d**) ;

- **mais les dettes existent toujours, et les emprunteurs doivent continuer à assurer le service de la dette.**

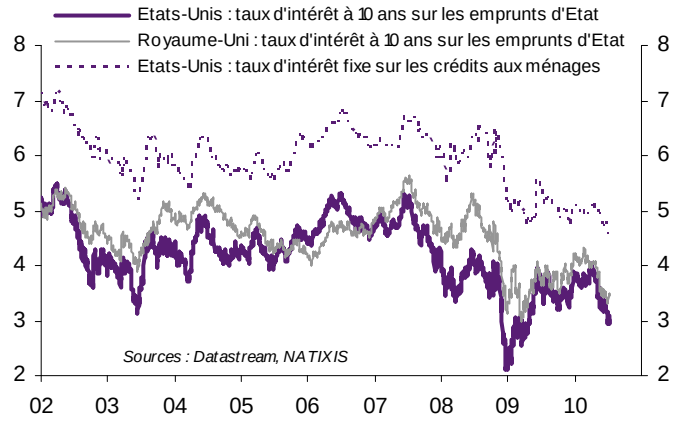
Graphique 9a
Etats-Unis : spreads % swaps (en pb)



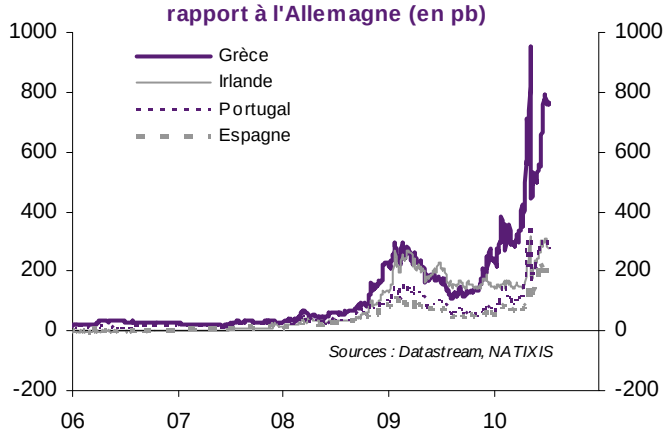
Graphique 9b
Spreads contre swaps des Covered Bonds (en pb)



Graphique 9c
Taux d'intérêt



Graphique 9d
Spreads de taux d'intérêt à 10 ans pays par rapport à l'Allemagne (en pb)

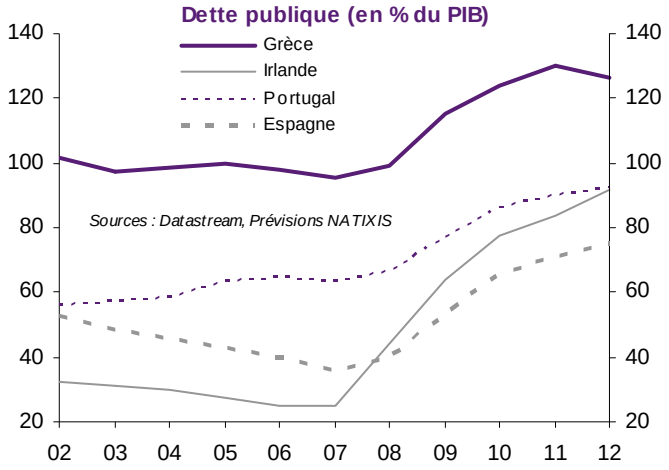


Ceci peut poser problème si les taux d'endettement sont élevés et si les taux d'intérêt sur les dettes ne sont pas très bas. Prenons le cas des dettes périphériques de la zone euro. Compte-tenu des taux d'endettement publics atteints en 2012 (**graphique 10a**), et des écarts publics entre taux d'intérêt et croissance nominale (**graphiques 10b/c**), **il faudra à partir de 2012 des excédents primaires** d'environ :

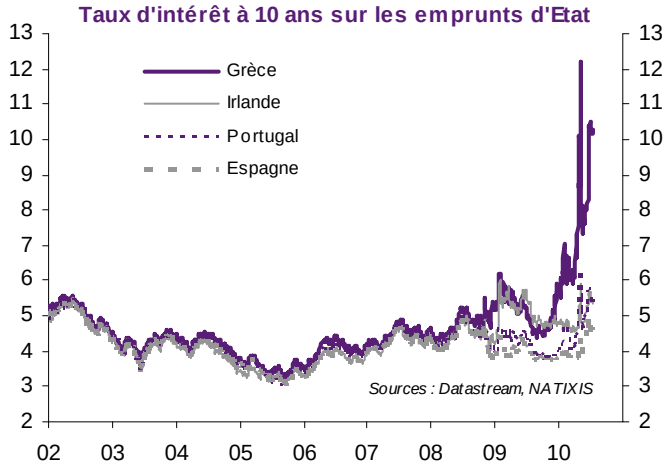
- 7 points de PIB en Grèce
- 1 point de PIB en Irlande
- 3 points de PIB au Portugal
- 2 points de PIB en Espagne

Ce qui nécessite une très forte et permanente contraction budgétaire (**graphique 11**) : 11 points de PIB en Grèce, 7 points au Portugal, 10 points en Irlande, 6 points en Espagne par rapport à la situation de 2010.

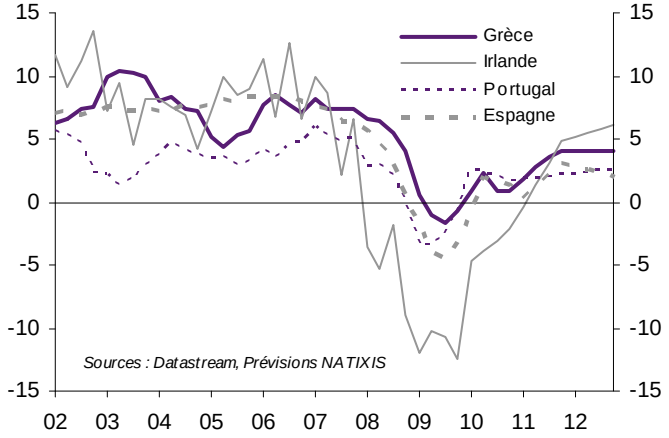
Graphique 10a
Dette publique (en % du PIB)



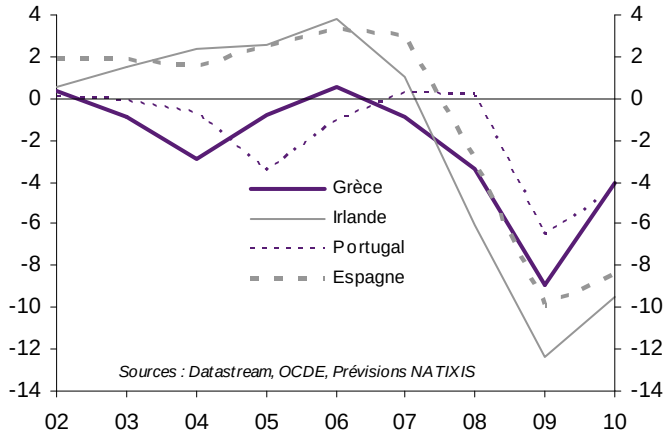
Graphique 10b
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 10c
Croissance du PIB (valeur, GA en %)



Graphique 11
Déficit public primaire (en % du PIB)



Synthèse : que faire pour détruire les mauvaises dettes (les dettes excessives) s'il n'y a pas d'inflation ?

Dans le passé, l'inflation réduisait les mauvaises dettes : lorsque les dettes devenaient excessives, les Banques Centrales passaient à une politique monétaire très expansionniste, d'où l'inflation et les taux d'intérêt réels négatifs qui faisaient disparaître les dettes (les taux d'endettement).

Aujourd'hui, la monétisation des dettes ne fait pas revenir l'inflation (avec le freinage des salaires, la globalisation) **et elle organise seulement le transfert des dettes sur le bilan de la Banques Centrale.**

Ceci ne réduit pas (ou peu, si les primes de risque diminuent) **le service de la dette et ne permet pas d'empêcher un défaut des emprunteurs si les intérêts à payer sur la dette sont jugés insupportablement élevés.**

Pour détruire les dettes dans cet environnement, la seule solution serait que les Banques Centrales annulent une partie des mauvaises dettes qu'elles détiennent.

Cette procédure (très « non-conventionnelle ») peut choquer, mais :

- elle n'est pas très différente de l'inflation, qui spolie les détenteurs des dettes ;
- elle évite les effets négatifs d'un défaut sur les détenteurs privés des mauvaises dettes.

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 en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

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 ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la ***Rule* 15(a) (6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD 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 ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services 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.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6).** This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA