

# RISK&OPPORTUNITIES

SG Études économiques et sectorielles

## Tiering BCE : une réussite, pas une panacée

Alan LEMANGNEN

Economiste

François LETONDU

Economiste

*La conjonction des taux d'intérêt négatifs de la BCE et de ses importantes injections de liquidité excédentaire (via ses programmes d'achat d'actifs en particulier) a constitué un soutien important à l'économie et au crédit en zone euro. Ces politiques ont cependant un coût direct pour les banques, de l'ordre de 6,5% de leurs profits en 2018, ce qui pourrait in fine fragiliser leur capacité à financer l'économie.*

*Dans le but de préserver la transmission de la politique monétaire dans un environnement de taux négatifs, la BCE a décidé d'exonérer à partir d'octobre dernier une partie des réserves des banques de taux négatif. Infirmant certaines craintes, l'introduction de ce système de paliers sur la rémunération des réserves n'a pas provoqué de tensions durables sur les marchés monétaires. Elle s'est même accompagnée d'une réallocation d'une part de la liquidité du coeur de l'union monétaire vers la périphérie.*

*Forte de cette réussite, et dans un contexte où la liquidité excédentaire croît de nouveau avec la reprise du quantitative easing, nous pensons que la BCE n'hésitera pas à augmenter la part de liquidité exemptée de taux d'intérêt négatif. Nous estimons ainsi que le multiplicateur pourrait être (graduellement) augmenté de 6 actuellement jusqu'à 10/11 sans que des tensions n'apparaissent sur les marchés monétaires. Au-delà, d'autres options, plus complexes (multiplication des paliers, dépôts à terme, certificats de dépôts), devront être envisagées pour des gains plus modestes.*

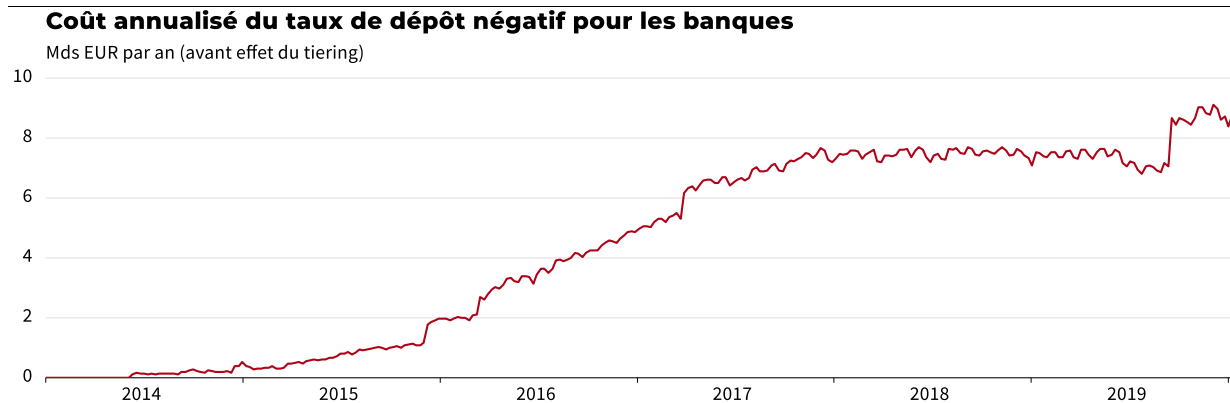
### Préserver la transmission de la politique monétaire

Le 12 septembre dernier, la BCE a annoncé un nouveau paquet de stimulus monétaire, introduisant en parallèle un système de taux à paliers (dit de « tiering ») pour la rémunération des réserves des banques.

Cette décision intervient dans un contexte où la politique monétaire de la BCE, caractérisée par la négativité de son principal taux directeur (depuis 2014) et l'injection massive de liquidité dans le système bancaire (surtout depuis 2015) pèse

de manière croissante sur la rentabilité des banques. En effet, il est difficile pour ces dernières de répercuter la négativité des taux d'intérêt aux dépôts de leurs clients<sup>1</sup>. En 2017-2018, le coût direct lié à la négativité du taux de dépôt de la BCE était ainsi estimé à 7,5 Mds EUR par an, soit environ 6,5 % de leur profit de 2018 (116 Mds EUR).

## En 2018, le coût annuel du taux de dépôt négatif a atteint 7,5 Mds EUR pour les banques de la zone euro



Sources : BCE, SG Études économiques et sectorielles

Une dégradation de la rentabilité bancaire pouvant nuire à la production de crédit, l'objectif d'un système de taux à paliers est de protéger la bonne transmission de la politique monétaire en exonérant de taux d'intérêt négatif une partie des réserves qu'ont les banques auprès de la banque centrale.

Pourquoi ne pas simplement privilégier une hausse du taux de dépôt ? Car celle-ci resserrerait les conditions financières, un développement qu'écarte la BCE dans un contexte où les perspectives en matière de croissance et d'inflation restent dégradées. Le système de taux à paliers, en n'exonérant de taux négatif qu'une partie des réserves, a le mérite de préserver l'effet de signal de la politique monétaire et l'ancrage des taux interbancaires au taux de dépôt (l'euro marginal de liquidité reste soumis au taux négatif)<sup>2</sup>.

La bonne calibration du système est en revanche essentielle : où se situe l'optimalité entre modération du coût du taux négatif et préservation de l'effet de signal du taux directeur ? **En septembre, la BCE a fixé un seuil à 6 fois le montant des réserves obligatoires des banques.** Ainsi, chaque banque s'est vue appliquer à partir du

<sup>1</sup> Bien que 80 % des banques allemandes appliquent en moyenne un taux négatif sur les comptes courants des entreprises et 22 % des banques le font sur les comptes courants des ménages (source : Bundesbank Monthly Bulletin, 11/2019).

<sup>2</sup> Depuis que la liquidité excédentaire est apparue dans le système en 2008, on a observé que l'écart entre Eonia et taux de dépôt tend à augmenter lorsque la liquidité excédentaire dans le système est inférieure à 350 Mds EUR. Toutefois, cette relation peut être instable dans le temps. Par ailleurs, le lancement d'€STR a certainement introduit une nouvelle relation entre les taux courts sur le marché monétaire et la liquidité excédentaire, €STR étant à la fois traité par des agents bancaires et non-bancaires.

30 octobre une rémunération de 0 % au montant de ses réserves équivalent à six fois celui de ses réserves obligatoires (ces dernières étant déjà rémunérées à 0 %). Il est prévu que ce multiplicateur puisse être ajusté régulièrement.

Depuis le 30 octobre, le montant maximum de liquidité excédentaire exonéré avoisine 800 Mds EUR<sup>3</sup>. Environ 1 100 Mds EUR d'excédents de liquidité restent assujettis au taux de dépôt, à -0,5 % (c'est donc un système à deux paliers).

D'après nos estimations, la mesure permettra de réduire au maximum le coût du taux de dépôt négatif de 2 Mds EUR pour les banques, toutes choses égales par ailleurs. Ce montant est toutefois un maximum car ils repose sur l'hypothèse que la liquidité est correctement distribuée au sein du système bancaire, ce qui n'est pas le cas (au niveau national une grande part de la liquidité peut être concentrée dans une seule banque, par exemple). Dès lors, à moins que la liquidité ne soit correctement réallouée, le coût effectif des taux négatifs restera ainsi certainement supérieur à 5,5 Mds EUR voire, en raison de la baisse du taux de dépôt, inchangé par rapport à la situation précédente<sup>4</sup>.

## Une mise en œuvre réussie

En amont de l'adoption de ce nouvel instrument, certains membres du Conseil des Gouverneurs avaient fait part de leur inquiétude quant à de potentiels effets indésirables d'un système de taux à paliers.

En effet, l'inégale répartition des réserves au sein de la zone euro (cinq pays concentrent 80 % de l'encours) offrait des opportunités d'arbitrage aux banques dont le montant théorique de réserves exemptées était supérieur à leur montant effectif. C'était notamment le cas, pour des montants équivalents à plusieurs dizaines de milliards d'euros, dans les systèmes bancaires faiblement dotés en réserves : l'Italie, le Portugal et la Grèce.

La crainte principale était que l'introduction du système à paliers génère des frictions sur les taux courts dans ces économies, leurs banques cherchant à substituer des titres souverains (avec un rendement négatif) par des réserves (rémunérées à 0 % à concurrence de 6 fois les réserves obligatoires). En effet, du fait de la persistance de la fragmentation financière en zone euro, un problème

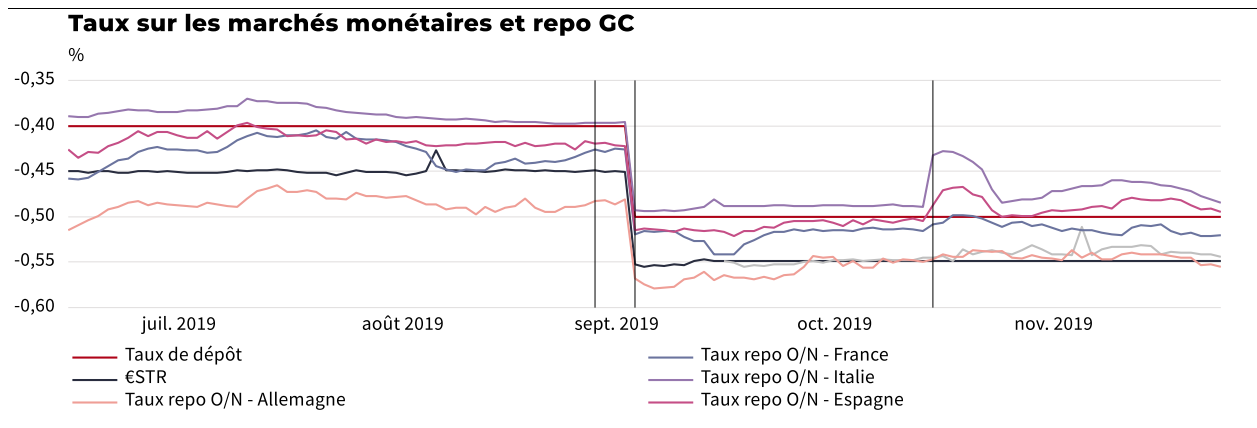
<sup>3</sup> Calcul sur la base de la moyenne sur trois mois du montant des réserves obligatoires à juin 2019 i.e. 128,8 Mds EUR.

<sup>4</sup> Imaginons un exemple en se basant sur le cas français. Le système bancaire détient 457 Mds EUR de liquidité excédentaire pour 26 Mds EUR de réserves obligatoires. Si la liquidité excédentaire est également répartie parmi les banques françaises, l'exonération liée au système de taux à palier sera de  $26 \times 6$  soit 156 Mds EUR. Néanmoins, vu que le multiple de 6 s'applique banque par banque, si la liquidité excédentaire est inégalement répartie, l'exonération peut-être significativement réduite. Par exemple, supposons qu'une seule banque détient 400 Mds EUR de liquidité excédentaire pour 6 Mds EUR de réserves obligatoires. Elle bénéficiera d'une exonération de 36 Mds EUR. Les autres banques bénéficieront d'une exonération théorique de 120 Mds EUR. Néanmoins, ne disposant que de 57 Mds EUR de liquidité excédentaire, l'exonération effective sera de 57 Mds EUR. Au total, le système bancaire français serait exonéré à hauteur de 93 Mds EUR contre 156 Mds EUR dans le premier exemple.

d'appariement entre offre et demande de liquidité sur les marchés interbancaires aurait pu provoquer une hausse des taux courts, notamment italiens.

Néanmoins, ce ne fut pas le cas : les banques du cœur ont redéployé une partie de leurs réserves excédentaires vers les banques de la périphérie sans que n'apparaissent des tensions durables sur les taux des principaux marchés monétaires (collatéralisés et non-collatéralisés). En quelques jours, les banques ont réalisé les opérations permettant d'optimiser leur usage du système de paliers.

## La mise en oeuvre du système de paliers n'a pas durablement déstabilisé le fonctionnement des marchés monétaires



Sources : Bloomberg, SG Etudes économiques et sectorielles

Note : les lignes verticales marquent la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs (12/09/2019), la deuxième le début de la sixième période de constitution des réserves (18/09/2019) quand la baisse de 10 pb du taux de dépôt est devenue effective et le début de la septième période de constitution des réserves (30/10/2019), quand le système de taux à paliers est entré en vigueur. Dernière observation : 10 décembre 2019.

Le tableau ci-dessous présente l'évolution des réserves excédentaires par pays avant et après l'introduction du mécanisme. Comme prévu, l'Italie, le Portugal et la Grèce voient la liquidité excédentaire de leur système bancaire augmenter, tandis qu'elle baisse assez notablement aux Pays-Bas et en Belgique. Toutefois elle augmente contre-intuitivement par ailleurs, en Allemagne par exemple (où elle aurait dû diminuer). Cela résulte du fait que les variations observées ne recouvrent pas uniquement le montant arbitré par les banques. Par exemple, la demande autonome de liquidité (notamment les opérations des Trésors) influence aussi l'évolution de la liquidité bancaire. Toutefois, après correction de ces effets [Coeuré \(2019\)](#) et [Baldo et Lungu \(2019\)](#) parviennent à une conclusion proche de la nôtre : il y a bien eu redéploiement de la liquidité du cœur de l'Union monétaire vers la périphérie (y compris depuis l'Allemagne), particulièrement vers l'Italie, sans que des tensions durables n'apparaissent sur les marchés monétaires.

## Répartition de la liquidité excédentaire avant et après l'introduction du système de paliers sur la rémunération des réserves

### Encours de réserves excédentaires et variation septembre-novembre, par pays, Mds EUR

Pays	Sep. 2019	Nov. 2019	Variation
DE	580	601	21
FR	440	446	6
IT	65	123	58,6
ES	91	87	-4
NL	181	143	-37
BE	79	57	-21
AT	33	44	11
FI	92	93	1
LU	108	114	6
IE	25	34	9
PT	9	14	5
EL	1	7	6

Sources : BCE, SG Etudes économiques et sectorielles

## Une augmentation du multiplicateur semble inévitable

Avec la réactivation par la BCE des achats nets d'actifs (à hauteur de 20 Mds EUR par mois sur une période indéterminée), les réserves excédentaires des banques continueront à augmenter<sup>5</sup>. Même à politique monétaire inchangée, le coût de la politique de taux négatifs pour les banques est donc mécaniquement voué à croître, à moins que la BCE n'ajuste à la hausse le multiplicateur sur les réserves obligatoires pour augmenter la part de liquidité exemptée.

C'est certainement la décision que prendra *in fine* le Conseil des gouverneurs selon nous, au moins dans l'optique de plafonner le coût pour les banques de sa politique de taux négatifs. Il est très probable qu'une telle décision accompagnerait *de facto* toute nouvelle baisse du taux de dépôt.

Ce constat étant posé, il soulève deux interrogations :

- **Quel est le montant maximum de liquidité que la BCE peut exempter de taux négatif sans créer des tensions sur les taux courts (Eonia / €STR) ?**
- **A partir de quel niveau de multiplicateur un problème d'appariement risque d'apparaître entre offre et demande de liquidité sur les marchés monétaires nationaux, notamment en Italie ?**

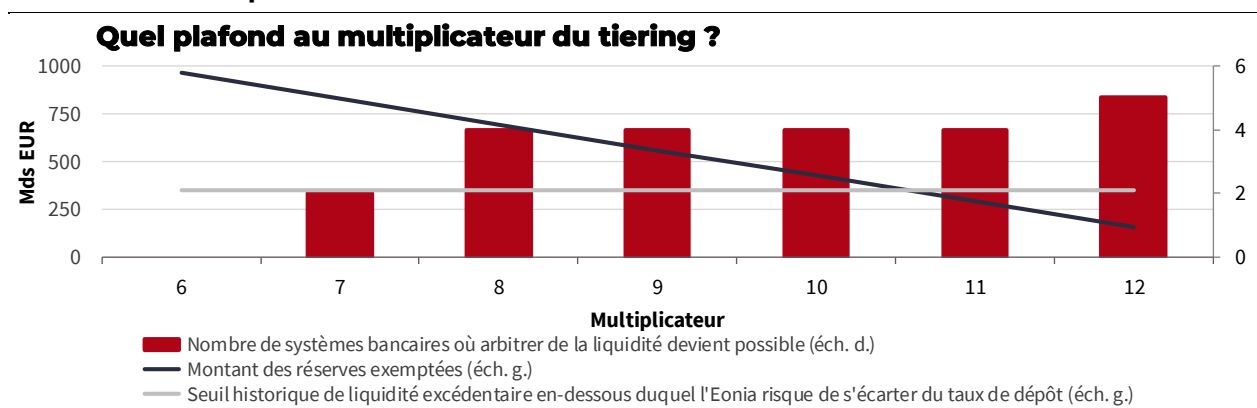
Concernant le montant maximum exemptable, l'observation de la liquidité excédentaire depuis 2008 (date de son apparition dans le système bancaire) suggère

<sup>5</sup> Certainement à un rythme plus lent qu'en 2015-16, la demande autonome de liquidité (Trésors, autres agents non-bancaires ayant un compte auprès de l'Eurosystème) ayant sensiblement augmenté depuis 2017.

que l'écart entre l'Eonia et le taux de dépôt tend à augmenter lorsque la liquidité excédentaire dans le système est inférieure à 350 Mds EUR. En l'état actuel des choses, sans tenir compte de l'augmentation future des réserves excédentaires, **la BCE pourrait augmenter au maximum le multiplicateur de 6 à 10** sans que ce seuil ne soit atteint. Cependant, la forte volatilité des taux sur le marché du repo aux Etats-Unis en septembre 2019 rappelle que **ces montants doivent être abordés avec prudence. En effet, la relation historique entre Eonia et liquidité excédentaire a pu être altérée par plusieurs facteurs**, réhaussant notamment le seuil de liquidité en-dessous duquel l'Eonia décolle du taux de dépôt. La part importante de liquidité excédentaire mobilisée en HQLA (780 Mds EUR d'après nos estimations) pourrait constituer un de ces facteurs.

Concernant la seconde question, une augmentation du multiplicateur pourrait en effet provoquer des tensions sur certains marchés monétaires nationaux avant même que le multiplicateur n'atteigne ce seuil de 10. Toute augmentation offre automatiquement de nouvelles opportunités d'arbitrage pour les banques des pays où les réserves excédentaires restent rares. En l'état actuel des choses (novembre 2019), nous estimons que la hausse de 6 à 7 du multiplicateur libérerait de la liquidité arbitrable dans deux systèmes bancaires, puis le passage de 7 à 8 dans 4 systèmes bancaires (Italie, Espagne, Portugal et Grèce). Il faudrait que le multiplicateur soit augmenté à 12 pour qu'un pays du cœur de la zone euro soit concerné, en l'occurrence l'Autriche.

### Une étude agrégée suggère que la BCE pourrait augmenter le multiplicateur de *tiering* jusqu'à 10 sans durablement perturber le fonctionnement des marchés monétaires



Sources : BCE, calculs de SG Etudes économiques et sectorielles

En raison de l'inégale distribution de la liquidité au sein de chaque système, il est en revanche difficile d'estimer le montant de demande supplémentaire associé à l'accroissement du multiplicateur. Pour cela, une approche banque par banque est nécessaire. A cet égard, le cas italien (que nous illustrons dans l'encadré ci-dessous car c'est le principal marché concerné) suggère que le multiplicateur serait

potentiellement limité à 11, soit un niveau proche de celui découlant de l'approche macro. Les montants de liquidité supplémentaires arbitrables à chaque hausse d'un cran du multiplicateur avoisinent 10 Mds EUR dans ce pays<sup>6</sup>.

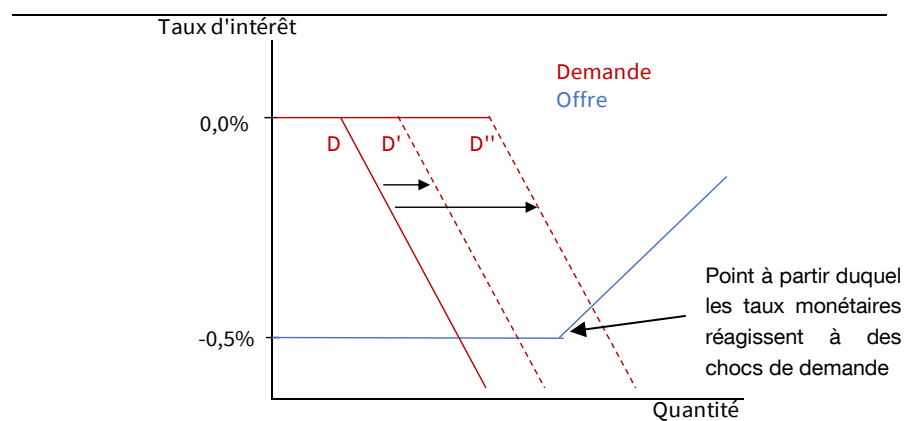
Ces conclusions suggèrent (i) que la BCE dispose de marges de manœuvres pour augmenter le multiplicateur sans générer de tensions sur les taux courts, tant en zone euro qu'au niveau national et (ii) qu'une approche graduelle sera privilégiée afin d'éviter un choc de demande trop important sur les marchés monétaires.

#### Encadré : Le cas italien suggère une limite possible du multiplicateur à 11

La capacité de la BCE à relever le multiplicateur de tiering sans déclencher de hausse des taux monétaires dépend de l'importance des réserves excédentaires en zone euro mais aussi de leur répartition, entre pays et au sein de ces pays, en raison de la persistance de la situation de fragmentation financière. En ce sens, si une analyse agrégée (basée sur les statistiques de la zone euro et nationales) est intéressante, une analyse « bottom-up » basée sur les banques individuelles peut la compléter utilement.

En effet, chaque hausse du multiplicateur constitue un choc positif de demande sur le marché monétaire : davantage de banques peuvent devenir emprunteuses sur le marché pour maximiser leur enveloppe de placement à 0 % à la BCE. Toute la question est donc de savoir si un choc de demande ferait passer celle-ci de D à D' ou de D à D'' dans le schéma ci-dessous. Une analyse banque par banque permet justement de repérer de telles discontinuités dans la réaction de la demande de liquidité à des hausses du multiplicateur.

#### Représentation schématique de chocs positifs de demande sur le marché monétaire



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

<sup>6</sup> Ce phénomène pourrait aussi s'observer dans les systèmes riches en réserves excédentaires. Le cas allemand serait ainsi intéressant à analyser, la liquidité excédentaire étant probablement inégalement répartie entre les petites et les grandes banques.

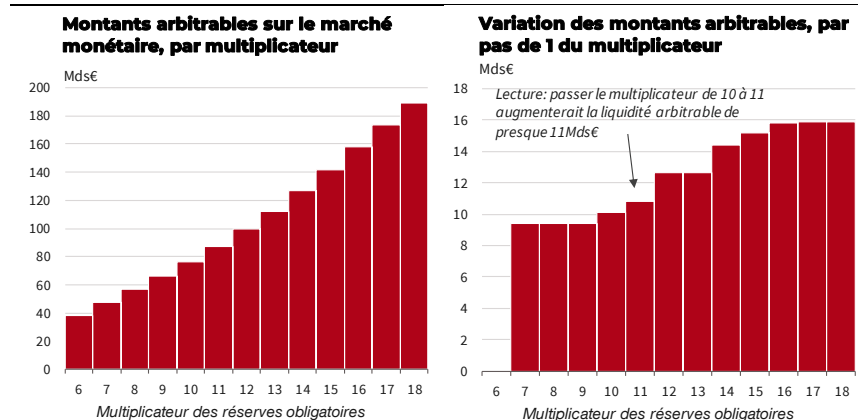
L'Italie est un pays clé en ce sens : en plus de leur taille importante au sein de la zone euro, les banques italiennes ont peu de réserves excédentaires et certaines ont déjà emprunté sur le marché monétaire à taux négatif pour replacer à 0 % à la BCE avec le multiplicateur actuel de 6, comme souligné précédemment.

Une analyse banque par banque (sur la base des informations disponibles, cf note à la fin de cet encadré) de la liquidité excédentaire en Italie suggère que cette dernière représente entre 1,4 et 17,7 fois leurs réserves obligatoires pour les 11 principaux établissements de la péninsule. Dans le détail :

- Il apparaît qu'aucune nouvelle banque ne deviendrait emprunteuse de liquidités tant que le multiplicateur reste inférieur à 9.
- La demande additionnelle de liquidité par les banques à des fins d'arbitrage accélérerait surtout autour d'un multiplicateur de 11.

Ce seuil de 11 fois les réserves obligatoires constitue donc probablement une limite haute, en l'état actuel de la liquidité, pour la BCE si cette dernière cherche à éviter une hausse des taux monétaires les plus importants pour les banques italiennes (surtout les taux repo GC italiens).

### Evolution estimée de la demande de liquidité des banques italiennes en fonction du multiplicateur de tiering



Sources : Rapports annuels et trimestriels des banques, Banque d'Italie, SG Etudes économiques et sectorielles

Note : Ces estimations sont basées sur les rapports annuels (2018) ou trimestriels (T2 ou T3 2019) selon les banques. Elles sont soumises à diverses incertitudes et aléas : données de temporalité différentes, en fin de période (au lieu de moyennes par période pour les données BCE utilisées dans le reste de ce document), estimations de données manquantes... De plus, cet exercice n'intègre pas la probable hausse à venir de la liquidité excédentaire des banques italiennes résultant de la reprise du QE.



## Le multiplicateur n'est pas la seule variable d'ajustement

Si une hausse du multiplicateur au-delà de 10/11 devait menacer le fonctionnement des marchés monétaires, plusieurs options s'offriraient à la BCE. Toutes induiraient néanmoins une complexification du mécanisme de paliers, avec une réduction du coût des taux négatif pour les banques plus limitée.

Une première option serait d'accroître le nombre de paliers au mécanisme. Cela permettrait de continuer d'alléger le coût des taux négatifs pour les banques (dans une moindre proportion), tout en évitant que la demande de liquidité sur les marchés monétaires n'augmente trop fortement.

Une option quasi-identique serait d'avoir recours à des dépôts à terme<sup>7</sup>. Sur une maturité de 7 jours, par exemple, la BCE proposerait de rémunérer à taux fixe (situé entre le taux de dépôt et le taux de refinancement) un montant limité de réserves (par exemple fondé sur un multiplicateur de réserves obligatoires). La contrepartie de l'allègement du coût des taux négatifs pour les banques serait que la BCE contrôlerait ainsi d'avantage la partie très courte de la courbe. La question du calibrage serait donc clé pour éviter que les conditions financières ne se resserrent.

Enfin, la troisième option serait de remplacer les dépôts à terme par des certificats de dépôt, à l'image de ce que pratiquent la Riksbank et la Nationalbanken en Suède et au Danemark. Le mécanisme et les effets seraient les mêmes, mais avec l'avantage de fournir aux banques un collatéral mobilisable pour d'autres opérations.

**En conclusion, le mécanisme de paliers sur la rémunération des réserves va devenir un instrument structurant de la politique monétaire si la croissance continue de la liquidité dans le système bancaire se confirme, comme nous l'anticipons.** En effet, le poids de la négativité des taux d'intérêt s'accroissant pour les banques, la BCE devra très certainement ajuster l'instrument pour préserver la capacité de prêter des banques et la transmission de la politique monétaire. **Dans un premier temps, nos estimations suggèrent que la BCE pourra graduellement accroître le montant de liquidité exonéré (avec un multiplicateur de 10/11) sans créer de tensions durables sur les marchés monétaires.** Faire davantage nécessitera en revanche de complexifier le mécanisme, en mobilisant des options souvent proches les unes des autres et aux gains plus limités pour les banques, allant de la multiplication des paliers à l'émission de certificats de dépôts.

---

<sup>7</sup> En 2010-2014, la BCE avait eu recours à cet instrument pour stériliser la liquidité injectée dans le cadre du *Securities Market Programme*. D'une maturité de 7 jours, ces dépôts étaient rémunérés en fonction de la demande des banques, à un taux situé entre le taux de dépôt et le taux de refinancement.

# CONTACTS

---

**Michala MARCUSSEN**

Chef économiste Groupe  
+33 1 42 13 00 34  
michala.marcussen@socgen.com

**Olivier de BOYSSON**

Chef économiste Pays émergents  
+33 1 42 14 41 46  
olivier.de-boysson@socgen.com

**Marie-Hélène DUPRAT**

Conseiller auprès du Chef économiste  
+33 1 42 14 16 04  
marie-helene.duprat@socgen.com

**Ariel EMIRIAN**

Analyse macroéconomique  
+33 1 42 13 08 49  
ariel.emirian@socgen.com

**François LETONDU**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 57 29 18 43  
francois.letondu@socgen.com

**Constance BOUBLIL-GROH**

Europe centrale et orientale, Russie  
+33 1 58 98 98 69  
constance.boublil-groh@socgen.com

**Olivier DENAGISCARDE**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 58 98 74 22  
olivier.denagiscarde@socgen.com

**Juan Carlos DIAZ MENDOZA**

Amériques  
+33 1 57 29 61 77  
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

**Clément GILLET**

Afrique  
+33 1 42 14 31 43  
clement.gillet@socgen.com

**Alan LEMANGNEN**

Zone euro, France, Allemagne  
+33 1 42 14 72 88  
alan.lemangnen@socgen.com

**Simon RAY**

Analyse macrofinancière, Royaume-Uni  
+33 1 42 13 70 80  
simon.ray@socgen.com

**Valérie RIZK**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 58 98 82 85  
valerie.rizk@socgen.com

**Danielle SCHWEISGUTH**

Europe de l'ouest  
+33 1 57 29 63 99  
danielle.schweisguth@socgen.com

**Edgardo TORIJA ZANE**

Moyen-Orient, Turquie et Asie centrale  
+33 1 42 14 92 87  
edgardo.torija-zane@socgen.com

**Bei XU**

Asie  
+33 1 58 98 23 14  
bei.xu@socgen.com

**Yolande NARJOU**

Assistante  
+33 1 42 14 83 29  
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | SG Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

## DISCLAIMER

---

*La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.*

*Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.*

*L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.*

*Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »).*

*Société Générale S.A. est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des informations détaillées concernant l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur simple demande.*

*Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.*

*Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).*

*La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.*

© 2020